2025. 8. 21

財政の中長期試算は引き続き楽観的
～保守的な前提に基づいた財政運営が望ましい～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

ポイント

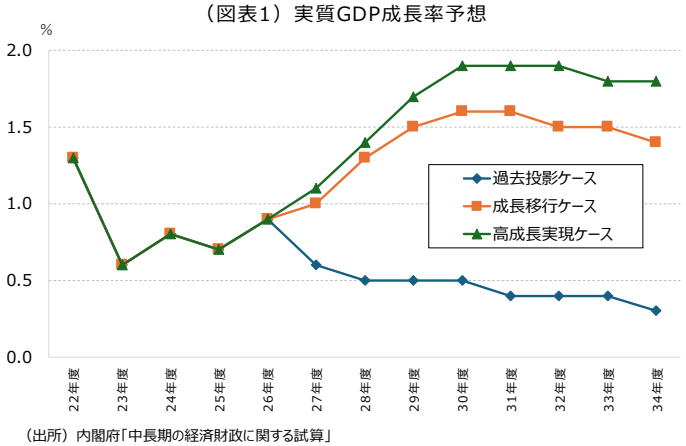
- **8 月 7 日に半年に一度の「中長期の経済財政に関する試算」が提出された。シナリオは、「高成長実現ケース」、「成長移行ケース」、「過去投影ケース」の 3 通りだが、全体的に楽観的な印象は否めず**
- **過去投影ケースでは、低成長の持続予想にも関わらず補正予算の可能性を織り込んでいない。長期金利の上昇や、有事に備える必要性等を考えれば、現実の財政運営はより保守的な前提を念頭に置くべき**
- **一方で、足元の政策論争は、いかにして「国民に還元」するかと言う点に偏りがち。特に財源の裏付けをあいまいにしたまま減税論議が進む可能性には要警戒**

1．財政試算の楽観的前提は変わらず

8 月 7 日の経済財政諮問会議に、半年に一度の「中長期の経済財政に関する試算」が提出された。昨年 7 月の試算で、経済シナリオをそれまでの 2 通りから 3 通りに増やしてから、これで 3 回目の試算となる。

昨年 1 月の試算まで、シナリオは「成長実現ケース」と「ベースラインケース」の 2 通りだった。成長実現ケースがかなり楽観的な前提をというのは、筆者もたびたび指摘してきたが、昨年 7 月から、両者の間に「成長移行ケース」を追加、従来の「成長実現ケース」は「高成長実現ケース」（「成長移行ケース」よりさらに高い成長が実現するケース）へ、「ベースラインケース」を「過去投影ケース」（ゼロ近傍の成長を過去数値より投影しているケース）へと組み替えた。

（図表1）実質GDP成長率予想



（出所）内閣府「中長期の経済財政に関する試算」

新しく加えられた「成長移行ケース」は、実質成長率が徐々に伸び幅を拡大させ、予測期間の後半には 1%を安定的に上回ることを前提としている（図表 1）。内閣府が足元の潜在成長率を 0%台と推計していることを考えれば、これでも楽観的なシナリオには相違ない。高成長実現シナリオと成長率にさほど大きな差があるわけではなく、細分化の必要性には疑問符が付く。財政計画が失敗の許されない計画であることを考えれば、たいして違わない楽観シナリオを 2 通り作るより、過去の実績を下回る悲観的なシナリオを追加する方が先決ではないかと思える。

シナリオによる実質成長率の差は、主として全要素生産性（TFP）の前提の置き方に起因している。2024 年度の実績は 0.6%だが、成長実現ケースでは、日本経済がデフレ状況に入る前の期間（1980 年 4－6 月期－1999 年 1－3 月期）の 1.4%程度まで上昇していく。成長移行ケースでは過去 40 年（1980 年 4－6 月期－2020 年 1－3 月期）の平均 1.1%まで上昇していく。過去投影シナリオでは、直近の景気循環（2012 年 10－12 月期－2020 年 4－6 月期）の実績である 0.5%程度で推移するとしている。

恣意的な予想との批判を避けるためには、こうした過去の実績を基準とした決め方しかないが、過去数十年の間に経済構造が大きく変わっていることを考えれば、過去投影シナリオの、直近のトレンドを重視した置き方がより信ぴょう性が高いとみるべきである。

２．いずれのシナリオでも PB 黒字化だが

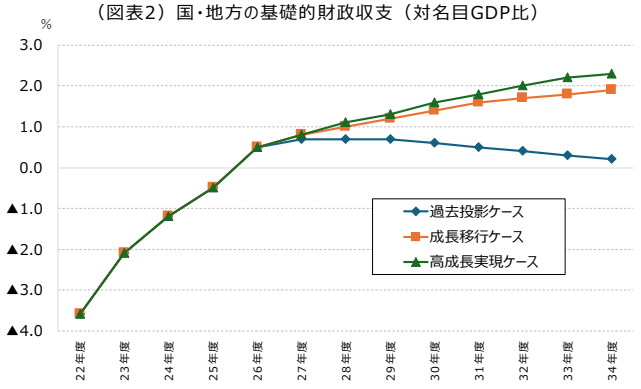
今回、国・地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス、以下 PB）については、いずれのシナリオでも 2026 年度に黒字化、以後も黒字基調が続く姿が示されている（図表 2）。これは、名目 GDP 成長率並みに伸びていくことが想定されている歳入の増加が、高齢化や物価・賃金要因等で伸びていく歳出の増加を上回るためである。もっとも、過去投影ケースでは、予測期間の後半に行くに従い徐々に黒字幅は縮小、予測最終年度の 2034 年度には GDP 比で 0.2%と再び赤字すれすれの水準まで縮小する。

過去投影ケースでも、曲がりなりにも黒字基調が維持されるのは、物価に関しては過去投影ではなく、安定的にプラス基調が続く見通しになっているためである。すでにデフレ脱却が確実なものとなっていることを考えれば違和感はないが、物価が上昇すれば金利も上昇するため利払いがかさむ。PB は利払い費を含まないが、これを含んだ財政収支をみると、2034 年度まで赤字基調が続くとの見通しが示されている（図表 3）。これは成長移行ケースでも同様である（高成長シナリオの試算はなし）。

こうした状況が持続可能かどうかは、政府の公債残高が名目 GDP 対比で拡大していくかどうかで判断できる。右肩上がりなら発散過程（持続不能）とみなされ、低下、もしくは安定に向かえば持続可能である。図表 4 からは、高成長実現ケースと成長移行ケースでは大きく低下する姿が示されている。過去投影ケースでは徐々に上昇するが、発散というより横ばいに近い推移で、なんとか持続可能にも見える。

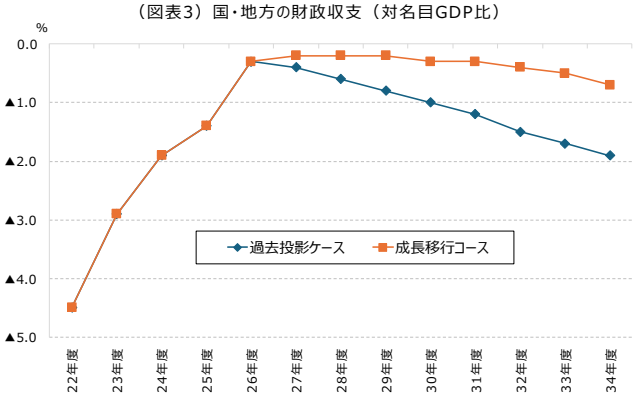
よく見ると、公債残高の GDP 比はすでに 2023 年度、2024 年度と大きく低下している。実績ベースでは PB、財政収支とも赤字基調が続くなかで、こうした結果になっているのは、分母の名目 GDP の伸びが、長期金利の水準を大きく上

（図表2）国・地方の基礎的財政収支（対名目GDP比）



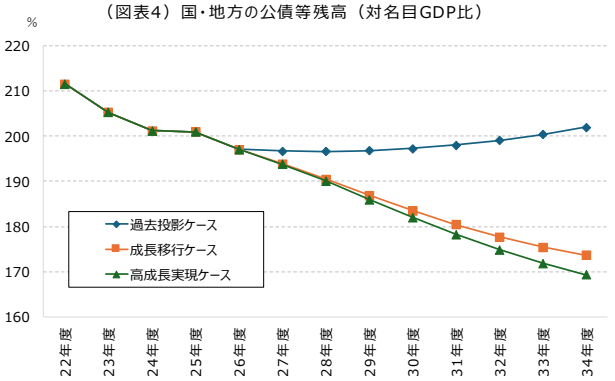
（出所）内閣府「中長期の経済財政に関する試算」

（図表3）国・地方の財政収支（対名目GDP比）



（出所）内閣府「中長期の経済財政に関する試算」

（図表4）国・地方の公債等残高（対名目GDP比）



（出所）内閣府「中長期の経済財政に関する試算」

回っているためである。これはいわゆるドーマー条件を満たしている状態である（図表 5）。2023 年度は 4.3%、2024 年度は 2.6%も上回った。こうした状態が今後も続くのであれば、財政再建にはこれ以上ない助けとなる。実際、高成長実現ケースと成長移行ケースではそうした前提を置いており、2025 年から 2034 年の 10 年間の名目成長率が、平均で長期金利を 0.5%ポイント上回っている。これが、公債残高が名目 GDP 対比で順調な低下を続ける予想の背景にある。

図表 5 ドーマー条件

$$\frac{\text{国債発行残高}}{\text{名目GDP}}\text{の1年間の変化分} = \frac{\text{プライマリーバランス}}{\text{名目GDP}} - (\text{名目GDP成長率}-\text{名目金利}) \times \frac{\text{国債発行残高}}{\text{名目GDP}}$$

（出所）明治安田総研作成

しかし、名目成長率＞名目金利の状態は、既存の国債を永遠に新規の国債発行で借り替えても財政の維持可能性が保たれる「動学的な非効率性」が生じている世界を意味するため、少なくとも永続を前提にすることはできない。過去の実績を見ても、金融自由化が進んだ 1980 年代以降は、長期金利が名目 GDP 成長率を上回る期間の方がはるかに長かった。ちなみに過去投影シナリオでは 10 年間の平均名目成長率が長期金利を▲0.4%ポイント下回っており、より現実的な前提となっている。

時の政権が、より高い成長率を実現しようという意志を持ち続けなければならないのは当然にしても、前述のとおり財政運営には失敗が許されないことを考えれば、成長率＜金利という保守的な前提のもとで運営すべきである。楽観的な見通しのもとに甘い財政計画を立て、失敗したら軌道修正ということでは、手遅れとなる可能性が捨てきれない。

３．過去投影ケースですら楽観的か

過去投影ケースですら楽観的かもしれないと考える理由もいくつかある。

まず第 1 に支出の前提である。社会保障費に関しては高齢化要因や物価・賃金上昇率を反映して変動、それ以外の歳出は物価上昇率並みの変動というものだが、ここに景気対策（補正予算）の可能性は織り込んでいない。内閣府は「補正予算は、財政法上、特に緊要となった場合に編成されるものであり、本試算では、そうした現時点で具体的に想定されない支出は織り込まない」と説明しているが、現実として補正予算は毎年編成されており、特に近年は 10 兆円以上の財政支出が常態化している。「過去投影ケース」と言うからには、該当期間の平均的な補正予算の金額も含めて試算すべきではないか。過去と同様の低成長が続く一方で、補正予算は組まれないという前提には無理がある。試算では「リスク・不確実性」のシナリオとして、政府支出が対 GDP 比で 0.5%程度増えた場合の試算も示しているが、0.5%は足下の GDP 対比では 3 兆円強にすぎず、リスクの想定としては生ぬるい。

第 2 に、長期金利が予想以上に上昇するリスクが以前より高まっていると考えられる点である。過去投影ケースでは、2034 年度まで、10 年債利回りの上限は 1.7%とされている。しかし、足元の市場の動きを見ても、債券市場は財政プレミアムを以前より織り込みやすくなっている。また、日銀は 2024 年 4 月の展望レポートで、自身の買い入れに伴うストック効果で長期金利を 1%程度の押し下げていると試算しているが、買い入れ減額の進展に伴い、すでにそうした効果は薄れつつある。

長期金利の上昇に伴い、今後は過去に低金利で発行した既発債についても、高い金利による借換えが進んでいく。長らく「金利ボーナス」期間にあった日本の財政だが、今後は利払い費の上昇を意識した財政運営が求められるフェーズに入っていくため、その長期金利の動向にはより神経質にならざるをえない。

４．有事に備える必要

第3に、きたるべき有事に備える必要である。財政制度審議会が今年5月に発表した「激動の世界を見据えたあるべき財政運営」という資料では、「巨大地震などの自然災害や安全保障環境の急変などの有事には、甚大な財政需要が生じうる。金利が上昇する局面になり、利払費が増加していくおそれがある中、有事に備えた財政余力の確保の重要性がいっそう増加」と記載されている。「甚大な財政需要」はコロナで経験したばかりである。2020年度の通算の事業規模は300兆円超、財政支出、国債発行額とも100兆円超という空前絶後の規模に膨らんだ。今回の試算にも、国・地方の公債等残高対GDP比は、過去20年程度の間（2002～2023年度）に90%ポイント程度上昇したが、特にリーマンショックと新型コロナウイルス感染症への対応を行なった期間だけで40%ポイントも上昇したと記載されている。

思えば、1998年の日本の金融危機から始まり、ITバブル崩壊、リーマンショック、欧州債務危機、東日本大震災、コロナと、日本経済は過去、10年に1度以上の頻度で大きなショックに見舞われてきた。いつになるかはわからないが、南海トラフ地震もいずれ来る。首都圏直下型地震もいつ起きても不思議ではない。ロシアのウクライナ侵攻以降、世界の安全保障を取り巻く環境も一変しており、東アジアにおける安全保障上の脅威の顕在化も絵空事ではない。こうしたショックを中長期試算に織り込むことができないのは仕方がないが、現実の財政運営に当たっては留意しておく必要がある。

５．ただし民意は拡張財政

一方で、足元の与野党の政策論争は、いかにして「国民に還元」するかという点に偏っている。税収が増えた時に国民への還元が必要なら、税収が減った時は何もしなくて良いということになりそうだが、現実にはそうはいかない。税収が大きく減るような経済環境ではむしろ巨額の景気対策が必要となる。結局、財政再建はいつまで経っても進まない。そもそも赤字国債を発行している限り、税収が余っているわけではないが、こうした説明はなかなか通用しない。

先の参院選で示された民意は拡張財政、特に消費減税である。衆参両院で過半数を割り込んでいる与党は、単独では政権運営が成り立たない。もし、財源の裏付けをあいまいにしたまま消費減税を敢行するようなら、無責任とのそしりは免れないが、今後の与党内の政局次第では、あるいは次回の総選挙で与野党の勢力図がさらに大きく書き換えられるようなことになればなおさら、「無責任度」が増していく展開はありうる。

1990年代の終盤、経済学者のポール・クルーグマンは、日銀が「無責任になること」が必要と論じ、経済論壇に大きな影響を与えた。日銀の黒田元総裁も「量的・質的金融緩和」が、クルーグマンを含めた複数の学者の理論の実践であったことを認めている。黒田緩和の功罪はともかく、いずれは試さなければならない政策だったのは確かであろう。このままでは「無責任な金融政策」ならぬ「無責任な財政政策」もいずれは試さざるを得ないのではないか。金融政策論議は、どちらかと言えば専門家を含めた一部のマニアの間での盛り上がりだったが、消費税は関心を持つ層のすそ野の広がりが格段に違う。

少なくとも、金融市場に拡張財政を手放しで称賛する雰囲気は乏しい。春以降の債券市場の動きを見る限り、むしろリスクとして捉えている可能性が濃厚である。英国のトラスショックのように、金融市場の混乱が一時的なものにとどまるのであれば、一種のショック療法としてむしろ望ましい展開ともいえるが、何も起きなければ起きないで、そうした路線にお墨付きを与えることになるので、危機を先送りするだけに終わる可能性もある。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください
明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一
電話番号：03-6261-7947
e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3－2－11 TEL03-6261-6411