

2024. 5. 27



時宜を得た財政制度等審議会の提言 ～利払い費を意識した財政運営が必要なフェーズに～

フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

- 財政制度等審議会が5月21日、「我が国の財政運営の進むべき方向」との建議を提出した。金利のある世界」が現実となった今、歳出構造をいち早く平時化させる必要があるとの主張
- 長らく「金利ボーナス」期間にあった日本の財政だが、いよいよ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タイミングでの、時宜を得た提言となった
- ただ、大規模なコロナ関連予算に目が慣れたこともあり、財政再建に向けた国民の支持を得るのは今後とも容易ではなさそう

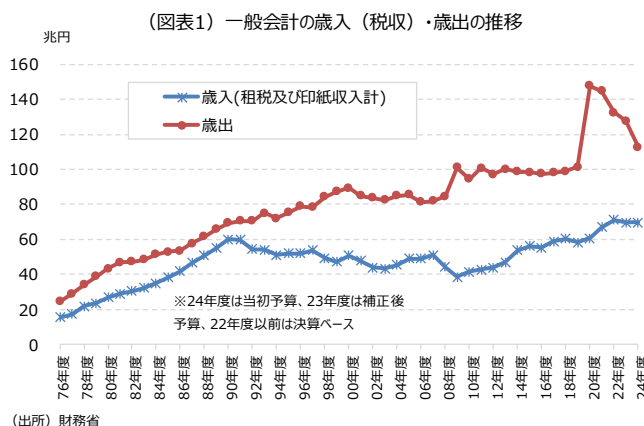
1. 財政制度等審議会が新たな建議を提出

財務省の諮問機関である財政制度等審議会が5月21日、「我が国の財政運営の進むべき方向」との建議（意見書）を鈴木財務大臣に提出した（以下、建議）。「金利のある世界」が現実となった今、「歳出構造をいち早く平時化させ、持続可能な財政構造の構築に取り組む必要がある」という主張である。6月に公表される「経済財政運営と改革の基本方針（骨太の方針）」に反映させることを目的にしている。

おりしも、24日の東京債券市場では、長期金利の指標となる新発10年物国債（第374回）の流通利回りが1.005%を付け、黒田前日銀総裁が異次元金融緩和を導入する以前の水準まで上昇した。長らく「金利ボーナス」期間にあった日本の財政だが、いよいよ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ということで、当建議も時宜を得た提言になったと言える。

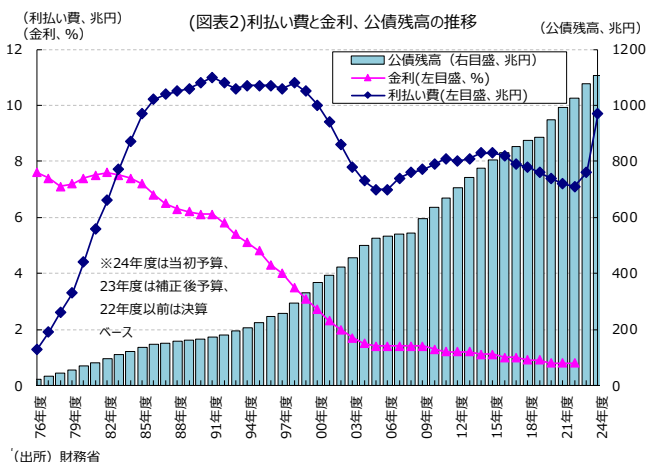
2. 利払い負担の低下が債務拡大の痛みを軽減

1990年代以降の日本の財政は、その税収と歳出の乖離幅の拡大トレンドが、「ワニの口」と形容されてきた（図表1）。コロナ直前の2019年度までの20年間で、歳出は69.3兆円から101.4兆円まで約1.5倍に増加した。この間、通算6度の景気拡張局面があったにもかかわらず、歳入構造の弱さもあって税収は伸びず、ワニの口は広がる一方だった。第二次安倍政権になってからは、景気拡大局面の長期化と消費増税で下あごが徐々に持ち上がったものの、コロナ禍到来で、結局上あごの方が先に折れ



てしまった。

この間、政府債務残高は右肩上がり増加してきたが、利払い費が比例して増えることはなく、1990年代を通じほとんど横ばい、2000年以降はむしろ減少傾向をたどった(図表2)。債務残高の拡大ペースを金利の低下ペースが上回ったため、これが政府にとっては債務拡大への痛覚を麻痺させる要因になったと言える。しかし、金利低下余地が次第に狭まってきたのに対し、債務残高の増加ペースは加速したことで、2000年代半ば以降、利払い費は再び上昇に転じた。日銀のイールドカーブ・コントロール開始後は再度低下に転じたが、財務省が予算策定時の想定金利を上方修正したことで、2024年度は急上昇している。



建議では、2024年度後年度影響試算の考え方に基づいて、2025年度以降金利が1%上昇した場合の利払い費の増加幅を機械的に延伸すると、利払い費の増加幅は今後拡大し、9年目の2033年度時点で+8.7兆円に達するとの試算を示している。意外に上昇ペースが遅いとの印象を受けるが、金利が上昇した場合、新たに償還期限が到来する低金利の国債から順次高金利の国債に置き換わっていくため、利払い費の増加に時間がかかるという「期間のボーナス」が存在する。逆に金利低下時には「期間のオナーズ」が働くことを考えれば、財政への影響は長期的な視野で評価すべきというのが建議の主張である。当然、上昇幅が1%で収まるとも限らず、試算より早いペースで利払い費が膨らむリスクもある。

3. 成長率>金利を前提にすべきではない

建議では、いわゆるドーマー条件(図表3)を念頭に、名目成長率>名目金利の状態が続けば、基礎的財政収支(プライマリーバランス)の赤字が続いても政府債務残高/GDPは

図表3 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) 明治安田総合研究所

減少するという議論を「楽観的な前提」と断じている。事実、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。そもそも、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、永続を前提にすることはできないと考えるのが自然である。財政計画が決して失敗の許されない計画であることを考えれば、あくまで成長率<金利という保守的な前提を置くべきだろう。単年度収支の赤字幅が大きく拡大すれば、それを相殺してくれるはずの「成長率-金利」の黒字幅を上回るパターンもありうる。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高い。

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である。この点、岸田政権の成長戦略は、「人への投資」、「貯蓄から投資」、「スタートアップ育成」等、版を重ねるとともにずいぶん輪郭がはっきりしてきた印象がある。しかし、問題は実行力である。歴代政権が毎年成長戦略を作り直すなかで、潜在成長率が低下してきたという残念な事実を考えれば、過大な期待は禁物である。日本の潜在成長率は内閣府の試算でも日銀の試算でも0%台である。低い潜在成長率の一部は、人口減少という不可避的な要素

を反映している。中長期的には、均せば潜在成長率以上の成長を続けることはできない。この点、内閣府の「中長期の経済財政に関する試算」は常に経済前提が楽観的との印象を禁じ得ない。

4. 有事対応の財政余力が必要

建議では、「有事において財政面でも機動的な対応が可能となるよう、常に財政余力を確保していくことも求められる」としており、これはコロナ下で実際に体験してきたことである。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。感染症だけではない。南海トラフ地震や首都圏直下型地震が想像上の産物と思う人はいないだろう。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た。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。ひとたびこうした有事が現実のものとなったら、莫大な財政支出が必要となることを想定しつつ財政運営のかじ取りを行なっていく必要がある。

5. 主要国は歳出と歳入をセットで議論

コロナ禍で財政支出が急拡大したのは各国に共通しているが、主要国のほとんどは財源と支出の議論をセットで行なっていた。日本のように支出の議論だけが進み、財源は赤字国債を積み上げるだけで、将来的な返済計画も検討しないというスタンスは見られない。

建議でも、主要国の財政規律の説明について一定の字数を割いている。ドイツはもともと憲法上の規定により、構造的財政収支対GDP比▲0.35%の基準までしか公債を発行できない。これを2020年に凍結して7年ぶりに新規国債を発行したが、規定を超えた公債発行で借り入れた分は、2061年までの長期計画で将来の借入可能額から削減するとしている。なお、2023年には凍結を解除、元のルールに戻している。フランスも、コロナ債務を一般会計から区分し、20年での長期償還計画を建てた。トラス前政権下の英国だけは例外で、中長期的な財政計画を示さないまま大減税を打ち出したが、市場の混乱を招いたことでトラス首相はわずか45日で辞職に追い込まれた。その後のスナク政権の下で、2021年以降の財政赤字GDP比は着実に縮小、2028年度までに財政赤字GDP比3%、純債務残高GDP比減少という健全化目標は達成が見込める状況となっている。

米国のバイデン政権は、2021年11月に成立したインフラ投資法案で、5年間で5,500億ドルの新規投資を行なうとしたが、財源については、コロナ予算の未使用分の振り替えや、メディケアへの補助金延期や電波オークションの収益、暗号資産への徴税強化等を充てるとした。2022年8月に成立したインフレ抑制法は、10年間で約4,370億ドルの投資を行なうというものだが、大企業への課税強化や処方箋薬価改革、税務執行強化、自社株買いへの課税等により調達するとしている。結局は財政赤字の大幅拡大につながる懸念も根強いが、具体的な財源について細かな議論をしているだけでも日本とは大きな違いである。

財政規律を担保するインフラの充実度も違う。ドイツでは前述のとおり法律で国債発行額を厳格にコントロールしている。ユーロ圏はそもそも加盟国全体で財政収支対GDP比▲3%以内、債務残高同60%以下という目標を共有している。英国では、世界金融危機下の2010年に設置した独立財政推計機関の予算責任庁(OBR)が財政目標の達成を評価・公表している。予算編成権が議会にある米国ではアメリカ議会予算局(CBO)が、財政・予算について中立的な見通し・分析を公表しており、関係者からの信頼は厚い。新規の施策の財源確保を義務付けるペイアズユーゴー原則や、政争の具になるという問題もあるが債務残高の法定上限を定めるルールも持っている。

6. 打ち出の小づちはないと考えるべき

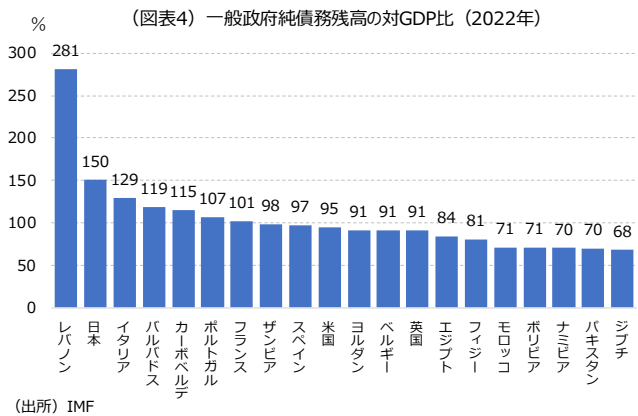
諸外国に比べると、日本は国民に新たな負担を求めることに及び腰である。有事対応でいえば、安倍政権で

もできなかった防衛予算の増額は、岸田政権の大きな成果である。しかし、財源については必要な増税の開始時期がまだ明確になっていないほか、年1兆円の歳出削減も可能性に疑問符がつくなど心もとない。結果として赤字国債に頼らざるを得なくなる可能性も残る。少子化対策については、2024～2026年度を集中取組期間とし、年間3兆6千億円規模の恒常的な予算追加を打ち出しているが、政権は国民の追加的な負担はないという理屈づくりに汲々としている。防衛予算も少子化対策も堂々たる政策案件であり、本来であれば堂々と国民に負担増を問うべきである。

政治資金問題に揺れるなかで声は小さくなっているが、打ち出の小づちがあるかのような主張をする議員も一定程度存在する。ただ、MMT（現代貨幣理論）も、筆者が知る限り無限に財政拡張が可能と主張しているわけではない。インフレが高進したら引き締めればいいとのスタンスだが、欧米ではインフレ率が二桁前後に達したなかですでに信用力を失ったと聞く。日本の物価上昇率は欧米に比べればはるかに低い、それでも国民の不満は相当高まっている。

日銀に国債を買わせ続ければ、今後も金利を低位に抑え続けることができるという発想も危うい。これまで日銀の金利操作が成功してきたのは、経済状況（デフレ）も日銀の金融緩和を必要としていたからである。景気が順調に回復に向かうなかでも、なお日銀が国債買取りを続ければ、日銀が買うこと自体が国債を売る理由になりかねない。

政府は保有資産も大きいという議論もナイブである。一般政府の資産の約半分は社会保障基金の資産、その大半は年金の積立金である。固定資産も道路や橋等、換金性に乏しいインフラ設備が多い。また、中央政府の金融資産の約半分は過去の介入結果としてのドル建て債券であり、ドル売り介入になるため勝手には売れない。そもそも純資産ベースで見ても、日本の財政は先進国最悪である（図表4）。



7. 財政破綻の閾値は不明

大規模なコロナ関連予算に目が慣れたこともあってか、財政規律を巡る議論はこのところいっそう下火になったように感じなくもない。財政規律派の意見が半ばオオカミ少年扱いされている面もあるだろう。問題は、どこまで債務が拡大すれば財政が破綻するのか、その閾値が誰にもわからないことである。民間会社であれば、債務超過になればだいたい破綻するが、政府はとっくに債務超過である。政府と民間との大きな違いは、政府は徴税権を持っているということである。すなわち、自分の収入を自分で決められる。したがって、政府が正しい財政の舵取りをしてくれるという期待が維持されている限り財政は破綻しない。すなわち投資家は国債を買ってくれる。したがって、人々の危機意識にも大きな差がある。差し迫った危機感を持つ人から、しばらくは大丈夫だろうと高を括る人、なかには財政問題は存在しないと主張する論者まで天と地ほどの開きがある。

財政再建の必要性は理解するが、「負の需給ギャップ」が残る間は、財政支出を優先すべきとの声も多い。しかし、日本経済に負の需給ギャップが残っていると、さほど大きなものではないはずである。失業率は男女とも2%前半の推移が続いている。賃金もようやく上向いてきた。いったん負の需給ギャップが埋まれば、その後は安定的かつ持続的な回復が続くかのような議論にも違和感がある。潜在成長率並みの0%台の低成長が待っているだけではないのだろうか。財政の力で需給ギャップを埋めても、効き目が切れれば元の本阿弥となる可能性も高い。ドイツやフランスのように、向こう数十年間にわたる返済計画が必要になることを考えれば、財政計画はそもそも景気循環とは独立して策定すべきものである。

8. 財政再建が順調に進む姿は想定しにくい

海外の論者も指摘したと記憶しているが、筆者は、日本は事実上すでにMMT路線に足を踏み入れているのが実態と考えている。これまでの経験から見て、たとえ好景気が持続しても財政再建が進む姿は想像しにくい。増えた税収の使い道を探す方向に流れる可能性が高そうである。しかし、「正しい財政運営への期待」はあくまで漠然としたもので、何をきっかけに崩れるかわからない。建議も懸念している国債の格下げかもしれないし、経常赤字の定着かもしれない。あるいは何もきっかけがないまま、ある日突然天災のように来るものかもしれない。考えてみれば、15年前の欧州債務問題の際も、客観的な情勢に大きな変化がないなかで、債務返済可能性に対する市場の見方が急変した。

政府の政策スタンスは突き詰めれば国民の総意である。不謹慎と言われるかもしれないが、こうなると、英国のトラス政権下で起きたような一種のショック療法が、実は一番有効な解決策ではないかとも思えてくる。起きるなら早い方が良いだろう。早ければ軽微な混乱で済む保証はないが、後ずれすればするほど、いざ来た時のマグニチュードが大きくなって、制御がより難しくなるリスクが高まる。この場合、日本の国債市場の保有構造の安定性が逆に仇となる可能性もないわけではない。

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