2026. 7. 13

骨太方針 2026－市場が試す新たな財政運営
～市場の信認重視は評価も具体像はなお不透明～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

ポイント

- **骨太方針 2026 の原案は、「財政健全化」の文言削除や金融政策に関する記述が債券市場の警戒を招いた。ただ、修正案や他の箇所の記述からは、市場の信認を重視する姿勢も読み取れる**
- **一方で、歳出規模や新たな投資枠の具体像は依然として不透明。また、財源は成長戦略の成功による税収増を前提としており、その実効性には不安が残る**
- **債務残高対 GDP 比を重視する新たな財政運営には一定の合理性があるものの、財政再建の先送りにつながる懸念も残る。中長期財政計画の内容と継続性にも注目が必要**

１．骨太原案で債券市場が揺れる

「経済財政運営と改革の基本方針（いわゆる骨太方針、以下同方針）2026」の原案が債券市場を揺さぶった。「財政健全化」という文言が姿を消したこと、「適切な金融政策運営が行なわれることも非常に重要」との表現が日銀の金融政策正常化路線に対するけん制と受け止められたことから、長期金利が上昇、城内実経済財政担当相が、「趣旨と異なる受け止めで、誤解だ」と釈明を余儀なくされる事態となった。その後金融政策の部分については、「『安定的な物価上昇』の実現に資する適切な金融政策運営が行なわれることが非常に重要である」と書き換えられた。

一連の経緯は、高市政権の経済財政運営が、今後も債券市場のくびきから逃れることが難しいことを示している。同方針の下で策定される 2027 年度予算は、「責任ある積極財政元年」の予算として位置付けられており、その規模は計画の象徴となる。しかし、債券市場にとってサプライズとなるような大型予算を組むのは難しい。政権としては、市場の信認を維持できるぎりぎりのレベルを攻める腹積もりではないかと推測される。具体的な予算規模が見えてくるのはまだ先だが、今回だけではなく、高市首相の任期中は、市場との神経戦が繰り返されることになりそうである。

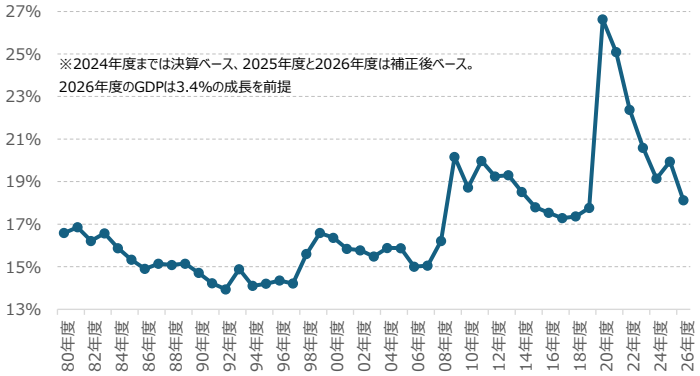
２．「従来の延長線上ではない経済財政運営」の真価が問われる

同方針の冒頭では、「従来の延長線上ではない経済財政運営」への抜本的な転換を図ると謳っているが、その具体像はなお不透明な部分が多い。財政支出の規模だけではなく、財源問題、計画の運営手法等、改めて市場の評価に付されなければならない点が残っている。

同方針には、低迷する潜在成長率を引き上げていくためには、「長年続いてきた過度な緊縮志向」を断ち切る

必要があると記載されている。しかし、一般会計歳出の対名目 GDP 比は、図表 1 のとおり長い目で見れば上昇トレンドを続けており、政権がどの時期をもって「過度な緊縮」とみなしているのかは不明確である。緊縮の定義があいまいなため、めざすレベルに対する不透明感も強い。同方針には、「経済規模にふさわしい予算編成」、「歳出規模の総額は、物価・賃金、名目経済規模、歳入見通し、政策効果、財政目標との整合性をふまえ、経済の成長力強化と名目の経済規模の拡大にふさわしいものとする」とあるが、例えばそれが GDP 比で何%程度といったレベルをイメージしているのかといった点への言及はなく、市場の疑心暗鬼を誘う一因となっている。

（図表1）一般会計歳出の対名目GDP比



（出所）財務省、内閣府資料等より明治安田総研作成

今回新たに創設される「強く豊かな日本投資枠」の金額がどのくらいになるのかが、予算全体の規模に大きく影響してくるが、その規模も現時点では示されていない。もっとも、内閣府の中長期財政試算では 10 兆円と仮置きされており、現状ではこれが市場の相場観を形成している。この数字は市場の反応を見るための政権の観測気球と捉えることもできなくはない。ただ、この投資枠には実質的なシーリングを設けず、必要額を柔軟に要求できる仕組みとされており、各省庁の要求はかなりの規模に膨らむことが想定される。夏場の概算要求の状況次第で、市場が再び不安定化する可能性は残る。

３．財源は成長戦略依存

高市政権の財政計画には増税や大胆な歳出削減はなく[1]、あくまで経済成長による税収増頼みである。同方針には、「2040 年度には、国内民間設備投資額は年間 230 兆円、GDP は 1,100 兆円に迫る経済成長が実現できること、また、一定の追加的な財政支出の下で、債務残高対 GDP 比が、概ね安定的に低下する姿となり、「経済成長」と「財政の持続可能性」の双方が実現できる」とされている。しかし、持続的な経済成長（潜在成長率の上昇）は歴代政権の成長戦略が果たせなかった高いハードルであることも忘れてはならない（成長戦略の評価については 7 月 3 日付レポート、「370 兆円超の官民投資は日本を変えるか」参照）。

また、経済安全保障などの分野では、「つなぎ国債」を活用し、複数年度で財源を確保する新たな仕組みも導入するとのことだが、つなぎ国債だから財政への影響が小さいと考えるのは早計である。将来の返済財源が予定どおり確保できなければ、実質的には通常の国債に近い負担として残る可能性がある。制度の評価は、将来財源の確実性や返済計画の実効性を確認したうえで行なう必要がある。

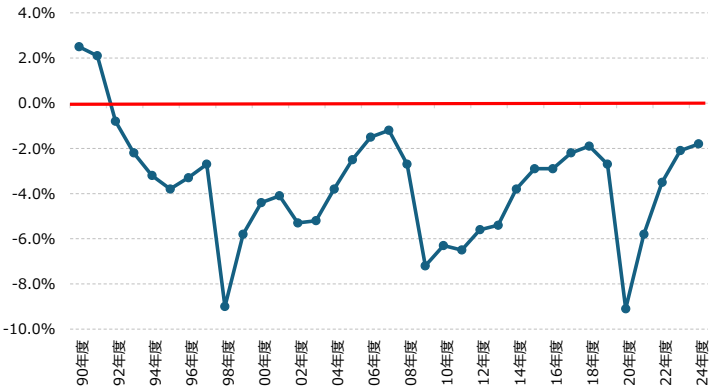
４．財政計画の運営方針への不安

高市政権は、従来の基礎的財政収支（プライマリーバランス、以下 PB）の黒字化目標よりも、債務残高対 GDP 比を重視する姿勢を打ち出している。債務残高対 GDP 比で財政状態を評価するという考え方は理論的には正しいが、一内閣の財政計画の運営目標としてふさわしいかどうかは疑問符が付く。債務残高対 GDP 比はストック指標であり、財政運営の変化が数値に反映されるまでには相応の時間を要する。そのため、短期的には財政規律の緩みが指標上見えにくく、現政権の政策運営に対する規律付けとしては十分に機能しない可能性があるためである。

[1] 租税特別措置や補助金の点検・見直しは予定されている。

PB は確認しないということではなく、「債務残高対 GDP 比の低下に向けて確認する指標とし、その安定的低下と整合するよう複数年で管理する」とのことなので、これまでの運営とそう大きく変わらない可能性もなくはない。同方針では、「単年度の黒字化時期を機械的に追うのではなく、経済・金利環境、歳入歳出の動向をふまえ、景気変動や危機管理投資・成長投資の必要性に応じて一時的な悪化も許容」とされている。ただ、これまでも政府が黒字化達成のために予算規模を機械的に調整してきたことはない。実際、決算ベースで PB が最後に黒字となったのは 1991 年度であり、その後は黒字化目標が繰り返し先送りされてきた（図表 2)。一時的どころか、恒常的な赤字トレンドを許容してきたのが従来の財政運営とも言える。

(図表2)プライマリーバランス対名目GDP比の推移



（出所）財務省、内閣府資料等より明治安田総研作成

同方針が強調しているのは、「財政単年度主義の弊害の是正」である。複数年単位での財政運営の自由度をさらに高めたいという意図かもしれないが、過去の運営を見ても、財政単年度主義が予算編成を過度に硬直的なものにしてきたという印象はない。短期的な財政赤字を柔軟に認める考え方は、景気安定化という意味では合理的である一方、結果として恒常的な赤字を容認する方向へ流れやすい。財政単年度主義の是正が、もっぱら財政再建の先送りを正当化する理由として使われるようであれば問題である。

５．透明性向上に向けた取組みは評価

一方、同方針には評価できる点も多々ある。まずは、補正予算を真に緊急性の高い施策に限定すると明記したことが挙げられる。これまで補正予算は、当初予算に比べて財務省の査定が緩やかなこともあって、景気対策や災害対応といった本来の役割を超えて、中長期的な政策まで盛り込まれる傾向があった。この点、補正予算本来の役割に立ち返る方向をめざす政権の姿勢は正しい。ただ、補正予算の編成はいまや年中行事としてすっかり定着している。補正の編成を前提とした財務省と各省庁、および政治家も交えた交渉上のゲームのルールを変えるのには時間がかかることも想定される。結果として本予算も補正予算も両建てで拡大していく結果にならないか心配ではある。

また、同方針では、「市場の信認確保と分析・検証の強化」という独立した節を設け、信認確保のために市場との対話を重視する姿勢を明確にしている。債務残高対 GDP 比や PB だけでなく、利払費、公債依存度、税収など幅広い指標を分析・検証するとしており、これは財政運営の透明性向上に向けた取組みとして評価できる。同方針には随所に、市場の信認確保を重視する文言がちりばめられている。これは評価ポイントではあるが、政権が、「積極財政」と「財政規律」の間のバランスの見極めになお苦慮している様子の現われと見ることもできる。

６．制度の継続性が重要

2027 年度は「責任ある積極財政元年」と位置付けられており、2027～2040 年度を対象とする中長期財政計画も策定される予定である。これが財政規律と成長投資をどのように両立させるのかが、高市政権の経済財政運営上の大きな課題となる。しかし、2040 年という長期目標は、どのみち一つの政権だけで実現できるものではない。政権ごとに財政運営の基本的な枠組みや目標が大きく変更されれば、中長期計画の予見可能性は低下し、市場の信認も得にくくなる。今後は、新たな財政運営の考え方が、文字通り中長期的に維持されるだけの実効

性と説得力を備えることができるかどうかが問われることになる。

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：080-2298-8302
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