

金利上昇局面における財政再建

経済調査部門 篠原 哲
shino@nli-research.co.jp

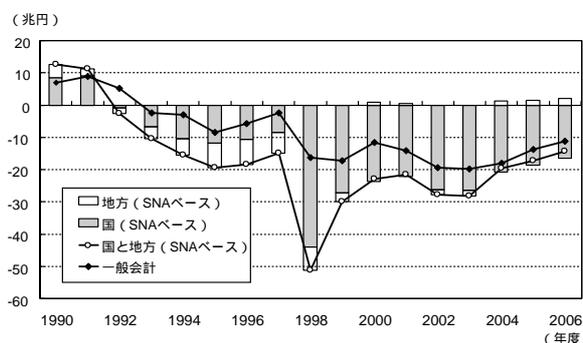
1. はじめに
～「歳出・歳入一体改革」の概要

7月7日に閣議決定された「経済財政運営と構造改革に関する基本方針2006（骨太の方針2006）」（以下：骨太の方針）では、今後の財政再建に向けた指針となる「歳出・歳入一体改革」が盛り込まれた。この中で、財政再建の実現に向けた改革の時間軸として、まず2011年度に「国と地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス）の黒字化」を達成した後に、「2010年代半ばにかけて債務残高の名目GDP比を安定的に引き下げる」という目標が新たに示された。この数年間、政府の財政再建に向けた目標としては、「2010年代初頭の国と地方の基礎的財政収支の黒字化」が掲げられてきた。しかし、「骨太の方針」では、プライマリーバランスを黒字化することは、あくまで財政再建に向けた中間目標に過ぎず、財政再建の最終的な目標は、すでに先進国でも最悪の水準にまで膨れ上がっている政府債務残高をGDP比で削減することである点が明確となった。

財政再建について、「骨太の方針」では、その工程を3期に分けている。第1期は2006年度までとされ、2006年度時点で約14.4兆円、GDP比で2.8%（内閣府による推定値）である国

と地方のプライマリーバランスの赤字を解消し「2011年度に黒字化」させるまでが、第2期に当たる。その後2010年代半ばにかけて「債務残高GDP比を安定的に引き下げる」ことを目指すが、最終の第3期となっている。

図表 - 1 国と地方の基礎的財政収支



(注)国と地方の2005・06年度は「構造改革と経済財政の中期展望 - 2005」による。
(資料)内閣府「国民経済計算」、財務省「予算の説明」、「決算の説明」等

今回の「骨太の方針」では、2011年度に国と地方のプライマリーバランスを黒字化するための財源不足額（要対応額）が数量的に提示されており、その額は約16.5兆円とされている。そして、この解消には、歳出削減で14.3兆円から11.4兆円を、残りの2.5兆円分については増税で対応される方針である。

ただし、この「要対応額」は、あくまで2011年度の黒字化達成という財政再建の第2期の目

標を達成するためのものであり、この規模の改革で財政再建が完了するわけではないことは、重要な点である。

財政再建の最終目標である第3期の、債務残高GDP比の低下を実現するために必要なプライマリーバランスの水準は、名目成長率と名目利子率の水準により決定される。仮に、2011年度までに、プライマリーバランス赤字が解消されたとしても、長期的に金利が成長率を上回るようであれば、債務残高GDP比の低下には、相応のプライマリーバランスの黒字幅が必要となる。この場合は、2011年度までの16.5兆円の歳出・歳入改革に加え、その後も、2010年代半ばにかけての、更なる改革が必要となる。

このため、今後の財政再建に向けては、金利の動向も大きな影響を持つことになる。折しも、7月14日に日本銀行がゼロ金利政策を解除したことに代表されるように、デフレからの脱却に伴い、従来は低水準に抑えられていた金利も、今後は上昇していくことが予想される。

本稿では、最近の財政再建に向けた改革の方向性や議論を踏まえたうえで、まず、このような金利の上昇が「債務残高GDP比の低下」の実現に与える影響について整理する。そのうえで、過去の平均的な状況である「金利が成長率を1%程度上回る状況」の下で、2010年代半ばの債務残高GDP比の低下に向けて、必要となるプライマリーバランス黒字幅の規模について考察してみたい。

2. 金利の上昇と財政再建

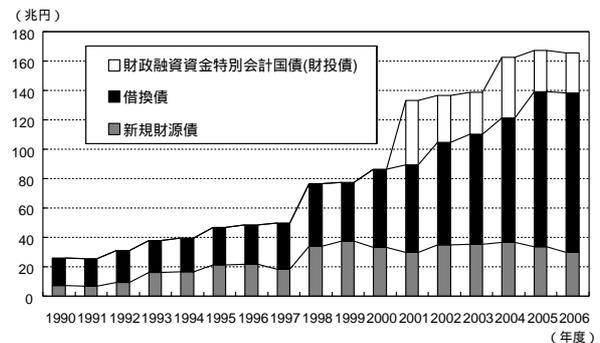
(1) 増加する公債発行と政府債務残高

まずは、現在の財政の状況を簡単に確認しておこう。近年の我が国の財政収支は、大幅な赤字であり、毎年の活動に必要な財源を、借金で

ある公債発行等で賄わなければならない状況が続いている。

国の一般会計における国債の発行状況を見てみると(図表-2)、2006年度当初予算における国債の新規発行(新規財源債)は約30.0兆円であり、10年前の1996年度の約21.7兆円と比較すると約1.4倍の規模になっている。また借換債の発行額は1996年の4倍以上に増加しており、2006年度で約108.3兆円に達する見込みである。これに財政投融资の財源となる財投債(財政融資資金特別会計国債分)も加えると、2006年度の国債発行額は約165.4兆円になる。

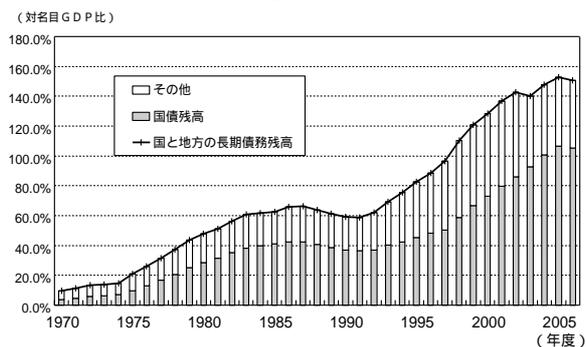
図表-2 一般会計の国債発行額



(注) 収入金ベース
(資料) 財務省

公債の発行額が増加するなか、政府の借金の残高である政府債務残高の規模も、国の経済規模を示すGDP比ですでに先進国中最悪の水準に達している。国債残高は、2006年度末で約541.7兆円、名目GDP比では105.4%であり、国の債務残高に地方公共団体の債務残高を合計した「国と地方の長期債務残高」は、2006年度末で774.9兆円、名目GDP比(本稿における債務残高GDP比)では150%程度にまで達することが見込まれている(図表-3)。このまま、債務残高が国の経済規模を上回って増加する状況が続くのであれば、財政が破綻するという可能性も現実味を帯びてくることになるだろう。

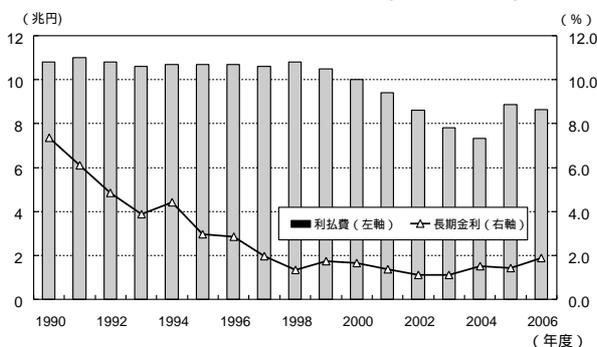
図表 - 3 国と地方の債務残高の推移



(資料) 財務省等

公債発行額が増加し、債務残高の上昇が続くなかでは、通常であれば、過去の債務に対する利払費も増加し、支出を増加させる要因ともなる。しかし、債務が増加しているにもかかわらず、近年の国の一般会計における、債務に対する利払費の動向を見ると、利払費は増加どころか、1990年の10.8兆円から2006年度当初予算では8.6兆円に減少していることが分かる(図表 - 4)。

図表 4 利払費の推移(一般会計)



(注)2006年度の長期金利は8月末までの平均。2005,06年度は当初予算。
(資料) 財務省

これは90年代以降で、日本経済が長期的に低迷を続けるなか、ゼロ金利政策に代表される金融政策等により、金利水準が低下してきたことに原因がある。実際に、1990年に7.3%であった長期金利(10年物国債利回り:年度平均)は、2005年度には1.4%ほどの水準にまで低下した。

しかし、7月には日本銀行がゼロ金利政策を解除したこともあり、今後は、長期金利も上昇していくことは避けられないだろう。財務省の

試算では、市場の長期金利が1%上昇すると、国債の利払費は約1.6兆円増加するとしている。金利の上昇に伴い、利払費も長期的には増加し、歳出の拡大要因となることが予想される。

(2) 債務残高GDP比が低下する条件

では、金利の上昇は「骨太の方針」で示された財政再建にどのような影響を及ぼすと考えられるだろうか?冒頭で述べたように、今回の「骨太の方針」では、債務残高GDP比を低下させていくための一里塚として、政府は、まず「2011年度における国と地方のプライマリーバランスの黒字化」を目標に掲げている。プライマリーバランスは、「債務の元利払いを除く歳出」と「税収等」の収支であるため、たとえ、金利上昇により利払費の増加傾向が続いても、このこと自体はプライマリーバランスの赤字解消には、直接的な影響は及ぼさない。

しかし、財政再建の最終目標である、「債務残高GDP比の低下」に向けては、金利上昇による利払費の増加は大きなマイナス要因となる可能性がある。以下では、簡単に、プライマリーバランス、債務残高、名目経済成長率、そして名目利子率の関係について整理しておこう。

まず、赤字が解消され、プライマリーバランスが均衡すると、過去の元利払い費以外の公債発行を行う必要がなくなる。「骨太の方針」で、財政再建に向けて、第一に「プライマリーバランスの黒字化」が目標にされるのは、最低でもプライマリーバランスの赤字を解消し、収支を均衡させれば、新たな借金をせずとも、当年の政策に必要な経費をその年の税収により賄うことが可能となるためである。

しかし、仮にプライマリーバランスが均衡しても、それだけで債務残高の増加を抑制できるわけではない。当年の政策活動に対しては借金

をする必要がなくとも、過去の債務に対する元利払いは続いたためだ。さらに、このとき当期の名目利子率の水準が当期の名目成長率を上回る場合には、利払いによる債務残高の増加が、名目GDPの増加を上回り、債務残高は対名目GDP比で上昇してしまうことになる。

一般的に、このような債務残高の名目GDP比、プライマリーバランス、名目成長率、名目利子率の関係は、以下の関係式（図表 - 5）で表される。

図表 - 5 債務残高と金利・成長率の関係

$$\frac{D_t}{GDP_t} = \frac{PB_t}{GDP_t} + \frac{D_{t-1}(1+r)}{GDP_{t-1}(1+g)}$$

D : 名目政府債務残高、 PB : プライマリーバランス赤字、
 GDP : 名目GDP、 g : 名目成長率、
 r : 政府債務にかかる名目利子率、 t : 時点。

（資料）内閣府、日本相互証券

図表 - 5 で示した関係式からは、プライマリーバランス赤字がゼロ（プライマリーバランス均衡）であれば、今期の債務残高の名目GDP比は、右辺の第2項における名目利子率と名目成長率の関係により決定されることが分かる。

このとき仮に、利子率と成長率が等しければ（ $r = g$ ）今期の債務残高GDP比は前期と等しくなり、債務残高は名目GDPとの対比で上昇しない状況となる。

しかし、プライマリーバランスが均衡しても、名目利子率が名目成長率を上回る状況（ $r > g$ ）が続いていれば、債務残高GDP比は上昇を続けてしまい、その水準を一定に保つには、プライマリーバランスを均衡させるだけでなく、金利と成長率の差に応じた一定の黒字幅が必要となる。逆に、名目成長率が名目利子率を上回る状況（ $r < g$ ）が続いていれば、最低限プライマ

リーバランスの赤字を解消し、均衡させれば、それだけで債務残高の名目GDP比は低下していくことになる。

以上で見たように、債務残高GDP比の低下に向けて必要となるプライマリーバランスの水準は、成長率と金利の動向により決定される。仮に、名目利子率の水準が長期的に名目成長率を上回るようであれば、債務残高GDP比の低下のためには、赤字を解消してプライマリーバランスを均衡させるだけでなく、一定の黒字幅を実現せねばならない。このように、財政再建に向けては、金利水準の変動も大きな影響を及ぼすことになる。

長らく低い水準に抑えられていた金利は、デフレからの脱却により、今後、長期的に上昇していくことになるだろう。これは、バブル以降、長期的な低迷が続いてきた日本経済が、ようやく正常な状態に戻りつつあることを示すものである。しかし、名目成長率の水準にも左右はされるものの、膨大な政府債務を抱える我が国にとって、金利の上昇は、財政再建をより難しくさせる要因になりうるものである。

なお、後に述べるが、債務残高GDP比を安定化させるために問題になる「名目利子率（図表 - 5 における r ）」はその時点での市場金利ではなく、過去に発行した政府債務にかかる加重平均金利であることは、重要である。

3. 成長率と金利をめぐる議論

「債務残高GDP比の低下」の実現に際しては、前章で見たように成長率と金利の関係が大きな影響を及ぼすことになる。昨年の後半以降、経済財政諮問会議などで、名目経済成長率と長期金利の関係について論争が起こった背景もここにある。

昨年12月26日の経済財政諮問会議では、一部の議員から「理論的にも長期金利の方が成長率よりも高くなるのが正常な姿であり、また過去の事例を調べても、19世紀以来、長期的には、先進国で長期金利の方が名目成長率よりも高くなるということが観察されている」との見解が述べられ、長期金利の方が名目成長率よりも高くなるのが正常な姿であるとの主張がなされた。これに対して、同日の会議では、「戦後の時期を見ていくと名目成長率の方が高かった」と成長率が金利を上回る姿が自然であると反論する議員もあり、意見が対立する場面があった。

このような両者の成長率と金利に関する認識の違いは、そのまま債務残高GDP比の低下に必要なプライマリーバランスの黒字幅と、その達成に向けた政策のスタンスに表れることになる。

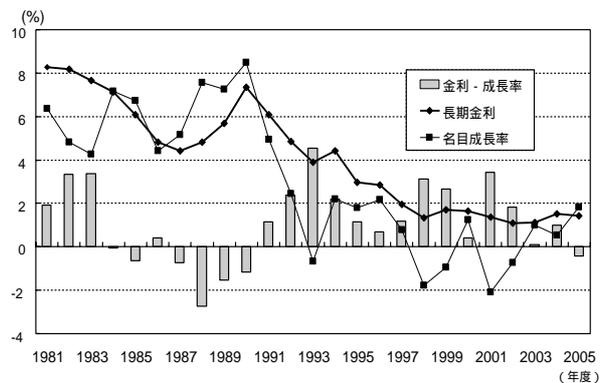
長期金利が名目成長率を上回るとすると、債務残高GDP比を低下させていくためには、相応のプライマリーバランス黒字幅が必要となるため、歳出削減もさることながら、大規模な増税の実施が必要となる可能性も高くなる。一方、長期金利を上回る名目成長率が実現するのであれば、最低限プライマリーバランスの赤字を解消し、均衡さえすれば債務残高GDP比を低下させることはできる。このため、金利が成長率を上回る場合よりも、歳出削減や、増税の規模を抑えることができるため、財政再建が進めやすくなることは事実である。

さて、ここで論点となった成長率と金利の関係については、一概にどちらが高いと断定することは困難である。経済理論的には、金利が成長率を上回る姿が支持されるものの、諮問会議などでも議論されたように、各国の金利と成長率のデータを見ると、対象とする国や時期によ

り、両者の関係は変わってしまう。

しかし、我が国に限れば、1980年代以降の両者のデータを見てみると、バブル期を除き、長期金利が名目成長率を上回ることの方が多くなっているのが現状である（図表 - 6）。この期間における年度ベースの長期金利と名目成長率を、それぞれ単純平均してみると、長期金利が4.1%であるのに対して名目成長率は3.0%と、金利が成長率を約1.1%上回っていることが分かる。今後、デフレからの脱却が実現するにつれて、低迷が続いた名目成長率が高まることが予想されるが、これは同時に金利の上昇要因でもある。過去の実績から判断する限り、長期的に名目成長率が名目長期金利を上回る局面が続くのは難しいのではないだろうか。

図表 - 6 名目成長率と名目利子率（長期金利）の関係



（資料）内閣府、日本相互証券

このように、金利が成長率を長期的に上回るという前提に立つと、継続的に債務残高GDP比を低下させるには、図表 5 の定義式からも明らかのように、単にプライマリーバランスの赤字を解消するだけでは不十分である。「骨太の方針」どおりに、2010年代中ごろまでに、債務残高GDP比の低下を目指すには、2011年度に国と地方のプライマリーバランスの赤字を解消し、黒字に転化した後、利払いによる債務残

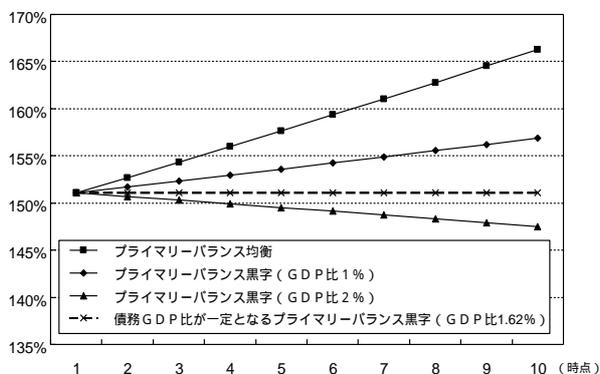
高GDP比の上昇を打ち消すことが可能な規模の黒字幅を実現していくことが不可欠となる。

4. 債務残高GDP比の低下に求められるプライマリーバランスの黒字幅

では、金利が長期的に成長率を上回るとしたら、債務残高GDP比を低下させていくために必要となる国と地方のプライマリーバランスの黒字幅はどの程度になるか。以下では、金利が成長率を上回ると仮定した場合に、債務残高GDP比の上昇を抑制するためのプライマリーバランスの黒字幅を試算してみたい。

具体的には、先の図表 - 5 の定義式に現時点の数値として、2006年度予算における国と地方の長期債務残高774.9兆円と、同年度の政府見通しによる名目GDP513.9兆円を代入する。また、成長率と金利の水準については、1981年度以降の平均名目成長率3.0%と、平均長期金利4.1%（ここでは、単純化のため債務に掛かる平均金利＝長期金利とする）が、長期的な名目成長率と長期金利の水準であると仮定し、この水準が続いた場合の債務残高GDP比の変化を試算することにする。

図表 - 7 金利 > 成長率の場合の債務残高GDP比のイメージ



試算の結果は、図表 - 7 に示した。ここでは、金利が成長率を1.1%上回るとしたうえで、

プライマリーバランスが均衡したケース
 名目GDP比1%のプライマリーバランス黒字が続いたケース

同2%のプライマリーバランス黒字が続いたケース

の3ケースにおいて、債務残高GDP比の推移を機械的に試算してみた。

この結果からは、長期金利が名目成長率を1%ほど上回る場合には、たとえプライマリーバランスが均衡していても、債務残高対名目GDP比の拡大は続いてしまう。また、GDP比で1%の黒字幅を実現しても、債務残高対名目GDP比の拡大は続いてしまい、黒字幅が2%になり、ようやく債務残高GDP比は持続的に低下していくことが分かる。なお、この前提の下で債務残高GDP比を一定にするために必要となるプライマリーバランス黒字はGDP比で1.62%程度と試算される(ケース)

このように、金利が成長率を1%程度上回るという前提に立てば、「安定的に債務残高GDP比の低下を図っていく」ためには、長期的には2%程度の国と地方のプライマリーバランス黒字幅を実現していくことが、ひとつの目安となるだろう。2006年度時点の国と地方のプライマリーバランス赤字は約14.4兆円、名目GDP比で2.8%と推定されているが、GDP比で2%程度の黒字額となると、足元から名目GDPが3%成長を続けた場合では、2011年度の時点では約12兆円、2015年度では約14兆円ほどの規模になる。ここでの試算からは、債務残高GDP比の低下には、均衡までに必要な2.8%に、さらに2%加えた、GDP比で5%程度のプライマリーバランスの改善努力が必要ということになる。

この結果からも明らかのように、単に2011年度においてプライマリーバランスの赤字を解消

することを目標とするのであれば、今回の「骨太の方針」で示された「要対応額」である16.5兆円の歳出削減・増税で達成できるかもしれない。しかし、金利が成長率を上回るとするならば、2010年代半ばにかけて債務残高GDP比の持続的な低下を実現していくための要対応額は、16.5兆円では足りず、2011年度以降も、さらなる歳出削減の継続と、足りない分を増税で補うという歳出・歳入面での改革が必要になってくるのである。

5. 市場金利と債務にかかる平均金利のラグをどう考えるか

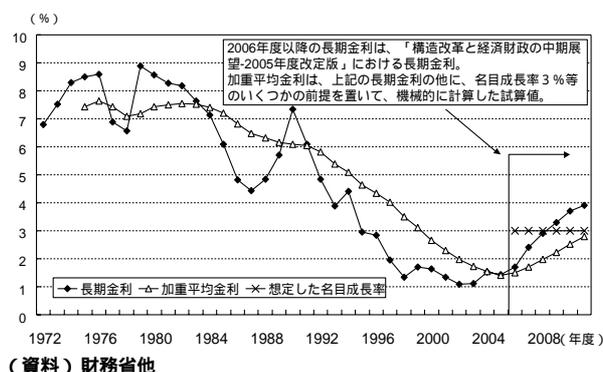
これまでの本稿の試算では、単純化のため図表 5 の定義式における名目利子率を、その時点の長期金利としてきた。ただし、実際に、債務残高GDP比の低下の際に問題となる利子率はそのときの市場金利ではなく、政府債務残高に係る加重平均金利であることは、財政再建を考えるうえで注意しておくべき点である。

国の一般会計だけで見ると、1990年代に入ってから市場の長期金利は急速に低下してきたものの、財務省が発表している残存国債の加重平均金利の低下は緩やかであることが分かる（図表 - 8）。1997年度には市場での長期金利は約1.96%という水準に低下していたが、一方で、1997年度末の加重平均金利は4.02%もあった。その後も長期金利が2%を下回る水準を続てきたため、2005年度になってようやく現在残存している国債の平均金利は1.42%となり、同年度の市場の長期金利1.43%とほぼ同水準にまで低下した。

このことは、今後、デフレからの脱却により長期金利は急速に上昇する可能性が高いが、残存している国債の平均金利は緩やかにしか上昇しないことを意味するものである。

そこで、以下では、本年1月に公表された「構造改革と経済財政の中期展望-2005年度改定版」で想定されている長期金利が、2006年度以降に実現した場合に、今後の名目成長率が3%で推移するとともに、2011年度に一般会計のプライマリーバランスが均衡するなどの前提を加え、2011年度までの国債の加重平均金利を機械的に試算してみた。すると、市場の長期金利は2005年度の1.4%から、2011年度には3.9%まで上昇するが、平均金利は2005年度の1.4%から、2011年度でも約2.7%程度にとどまると推定される（図表 8）。

図表 - 8 長期金利と国債の加重平均金利



このように、デフレから脱却した当初は、市場金利と同じく上昇した名目GDP成長率が、債務にかかる平均金利の水準を上回り、たとえプライマリーバランスが赤字でも、債務残高GDP比の低下が実現するような時期が生じる可能性も出てくる。しかし、この効果はあくまでデフレ脱却による一時的な現象であり、この効果による債務残高GDP比の持続的な低下を期待すべきではない。長期的に市場金利が成長率を上回るのであれば、平均金利も遅れはするが市場金利の水準に近づき、ゆくゆくは成長率を上回ることになるためだ。

むしろ、この時期に、歳出・歳入面での改革を止めると、それは後の債務残高GDP比の上

昇を招き、結果として財政再建に悪影響をもたらすことが懸念される。いずれにしろ、金利が成長率を上回るなかで、継続して債務残高GDP比を低下させていくためには、一定のプライマリーバランスの黒字幅を実現することが不可欠であることには変わりないのである。

6. おわりに

～今後の財政再建に求められるもの

本稿で見てきたように、金利が上昇し、長期的に名目成長率の水準を上回るとすれば、財政再建の目標である「2010年代半ばにおける債務残高GDP比の低下」には、持続的に相当規模のプライマリーバランスの黒字幅を達成する必要がある。デフレからの脱却当初は、プライマリーバランスが赤字でも、債務残高GDP比の低下が実現する可能性もあるが、これは、一時的な「ボーナス」に過ぎないと考えるべきである。仮に、1980年代以降の平均である、金利が成長率を1%程度上回る状況が続くとすれば、安定的な債務残高GDP比の低下には、GDP比で約2%程度の黒字が必要になり、GDP比で約5%規模のプライマリーバランスの改善努力が求められてくる。

逆に、長期的に成長率が金利を上回るのであれば、プライマリーバランスが均衡するだけで、債務残高GDP比の低下が実現することになる。しかし、これこそ東京大学の吉川洋教授が言うような「ボーナス」であり、財政再建にとっては、成長率が金利を下回るケースを想定しておくの方が、慎重かつ堅実な見方と言えるだろう。この前提の下で、歳出削減や増税を進めていけば、たとえ長期的に成長率が金利を上回る状況が実現しても、最終的な増税の規模が当初の予定よりも小さくて済むため、財政再建にとってマイナスとなることはないはずだ。

今後の財政再建に向けては、景気動向に配慮するという大前提のもとで、まずは「2011年度のプライマリーバランスの黒字化」の実現に向けて、「骨太の方針」で提示された「要対応額」の達成に向けた歳出削減の具体策や、消費税を含めた税制改革の検討を進めていくことが重要である。しかし本稿で考察したように、金利が上昇し、長期的に成長率を上回るとするなかでは、この規模の改革で、財政再建が完了するわけではない。財政再建の最終目標である「債務残高GDP比の低下」を実現していくには、2011年度以降も、歳出削減の継続と追加的な増税の実施は避けることはできないと考えられる。

このため、2011年度の黒字化に向けた取り組みと平行して、金利が成長率を上回るという前提のもとで、16.5兆円の要対応額に、どの程度の追加的な歳出削減と増税が必要になるかという、2011年度以降の政策のあり方についても、現時点から検討を深めていくべきであろう。