

2018年11月1日 全7頁

将来の金利負担増で政府債務はどうか

内閣府中長期試算のベースラインケースでは「財政破たん」の可能性

経済調査部

シニアエコノミスト 神田 慶司

[要約]

- 2027年度までの経済財政見通しが示されている内閣府中長期試算によると、公債等残高 GDP 比は低下する見込みである。だが、政府の利払い費が本格的に増加するのは見通し期間の「後」に訪れるため、公債等残高 GDP 比が安定的に低下するかどうかを判断するには2030年代以降を視野に入れる必要がある。
- 将来の金利負担の増加に焦点を絞り、公債等残高 GDP 比の見通しを2060年度まで延長すると、内閣府中長期試算の「成長実現ケース」では2030年代以降も低下が続き、2060年度で129%と見込まれる。一方、「ベースラインケース」では2060年度で231%に達する見込みであり、事実上の財政破たんシナリオといえる。
- 2028年度以降の長期金利が想定よりも1%ポイント上昇すると、成長実現ケースの公債等残高 GDP 比は上昇へ転じると試算される。高い経済成長率が長期に維持されるとしても、金利が経済成長率に比べて少し高まれば、財政の持続可能性が懸念される状況になり得ることを示唆している。

1. 中長期試算で示された公債等残高 GDP 比見通しの延長推計

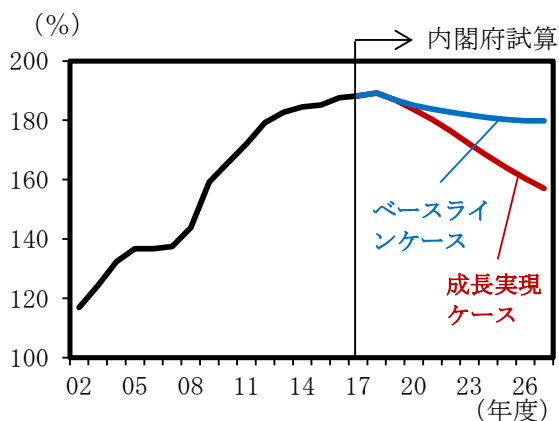
① 政府の利払い費が本格的に増加するのは 2030 年代以降

政府債務残高 GDP 比の安定的な引下げは、安倍晋三内閣が掲げる財政健全化目標¹の一つである。経済規模を表す GDP はマクロ的な課税ベースでもあるから、政府債務に対応する究極的な担保である。政府債務残高 GDP 比の上昇を食い止め、引き下げていくことができれば、節度ある財政が実現したとあってよい。

内閣府が概ね半年ごとに作成している「中長期の経済財政に関する試算」（以下、中長期試算）では公債等残高（普通国債、年金特例公債、地方債及び交付税特会借入金の合計）の将来見通しが示されている。中長期試算には「成長実現ケース」「ベースラインケース」という 2 つのシナリオがあり、前者は安倍内閣の政策効果が発現し、経済成長率が中長期的に実質 2%、名目 3% 以上へ高まり、CPI 上昇率が 2% 近傍で安定的に推移するケースである。また後者は、経済が足元の潜在成長率並みで将来にわたって推移し、中長期的な経済成長率は実質 1% 強、名目 1% 台後半程度、CPI 上昇率は 1% 近傍と見込まれるケースである。

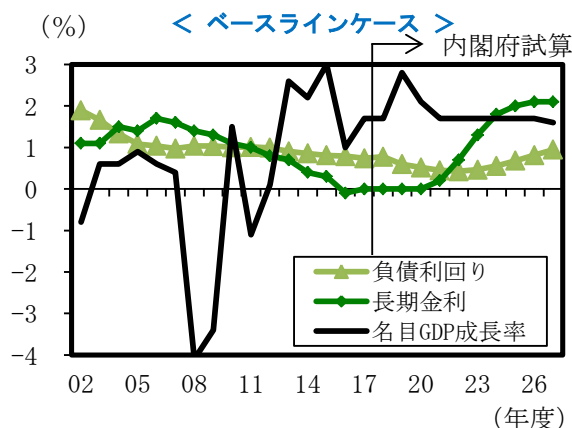
直近の中長期試算（2018 年 7 月 9 日公表）によると、2017 年度で 188% であった公債等残高 GDP 比は 2019 年度から低下し、見通し期間の最終年度にあたる 2027 年度では、成長実現ケースで 157%、ベースラインケースで 180% と見込まれている（図表 1）。

図表 1 公債等残高 GDP 比の見通し



(注) 負債利回りは財政収支と基礎的財政収支の差額（＝純利払い費）を公債等残高で除したものの。
 (出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（2018年7月9日）より大和総研作成

図表 2 金利と経済成長率の見通し



だが、この見通しは財政健全化目標の達成を必ずしも意味しない。金利負担の本格的な増加が見通し期間の「後」に訪れるからだ。中長期試算では、2020 年代初めに長期金利（10 年国債利回り）が上昇すると見込まれているが、政府債務の実効的な利回りである負債利回りはほとんど上昇していない（図表 2）。これは、既発行の公債全体にこれまでの金利低下や負債満期の

¹ 2018 年 6 月 15 日に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針 2018」では、財政健全化目標を「2025 年度の国・地方を合わせた PB 黒字化を目指す」と「同時に債務残高対 GDP 比の安定的な引下げを目指す」とされている。

長期化政策²が反映されているためである。公債等残高 GDP 比が安定的に低下するかどうかを判断するには、金利上昇の影響が顕在化する 2030 年代以降を視野に入れる必要がある。

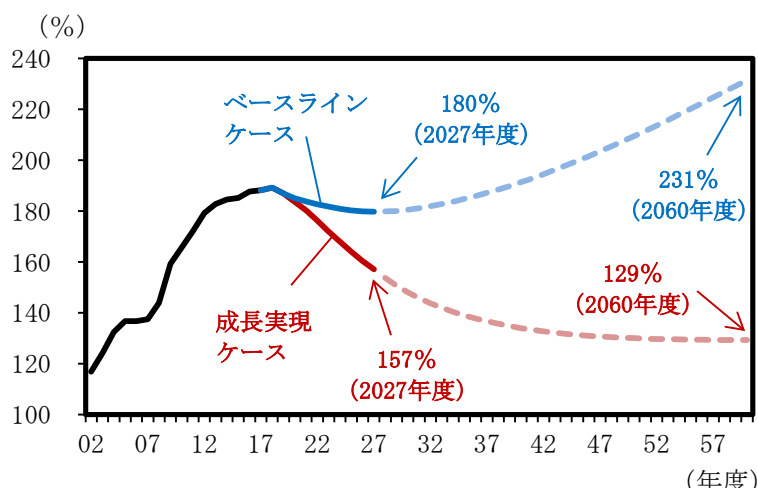
② ベースラインケースでは金利負担増で公債等残高 GDP 比が発散する可能性

それでは、公債等残高 GDP 比は金利上昇の影響を受けてどのように推移すると見込まれるだろうか。本稿では一定の仮定の下、250 本程度の定義式から構成されるモデルを作成して 2060 年度までの延長推計を試みた。推計方法の詳細については 6 頁の補論を参照されたい。

図表 3 がその結果である。なお、将来の負債利回りの上昇が公債等残高 GDP 比に与える影響に焦点を絞るため、2028 年度以降の長期金利や経済成長率、基礎的財政収支（プライマリーバランス、PB）対 GDP 比等は中長期試算で示された 2027 年度の見通しを利用している（2027 年度以降の経済前提は一定とした）³。

成長実現ケースでは、2030 年代に入っても公債等残高 GDP 比の低下が続き、2040 年代後半にはほぼ下げ止まる見込みである。2060 年度では 129%と、2017 年度（188%）から 60%ポイントほど改善している。このシナリオは人口減少・高齢化の下、PB 黒字と高い経済成長率が長期に維持されるという楽観的な前提に基づく。ただ、現実には PB 黒字化の達成時期が 2025 年度へ先送りされ、成長力の強化が第 4 次安倍改造内閣の引き続きの課題とされるなど、成長実現ケースへの道筋は立っていない。それでも 2060 年度の公債等残高 GDP 比は、小泉純一郎内閣が財政健全化計画を策定した 2006 年度をやや下回る程度であり、依然として高い水準にある。

図表 3 公債等残高 GDP 比における 2060 年度までの延長推計



(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2018年7月9日)
、財務省統計より大和総研作成

一方、経済が足元の潜在成長率並みで将来にわたって推移するという比較的穏当な前提が置

² 財務省によると、2010 年度で 6 年 8 ヶ月だった国債発行残高の平均償還年限は 2018 年度で 9 年 1 ヶ月（当初予算ベース）と推計されている。

³ 2027 年度における長期金利、名目 GDP 成長率、PB 対 GDP 比の見通しは、成長実現ケースでそれぞれ 3.5%、3.5%、0.3%であり、ベースラインケースでそれぞれ 2.1%、1.6%、▲1.1%である。

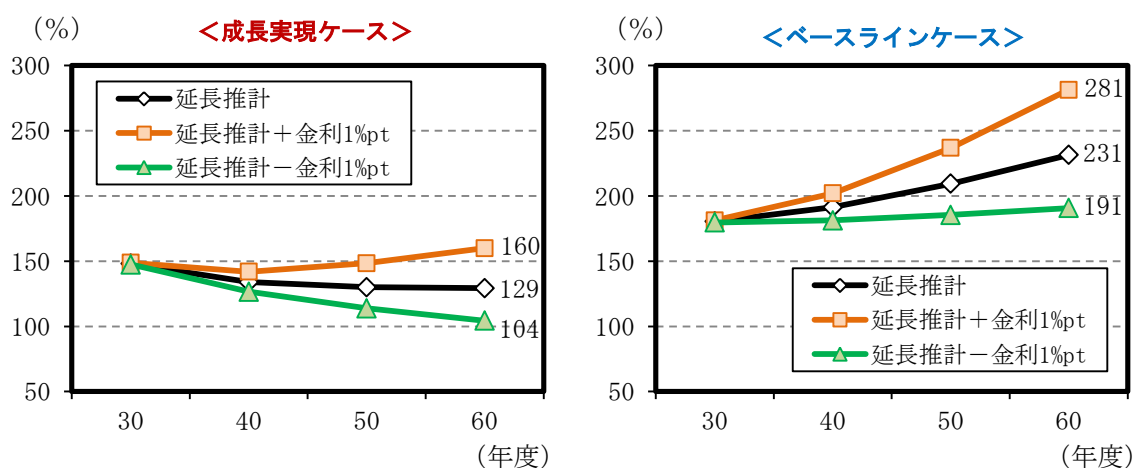
かれたベースラインケースでは、公債等残高 GDP 比が 2028 年度に上昇へ転じた後、上昇ペースが徐々に加速して 2060 年度に 231%に達する見通しである。PB 赤字と金利負担の増加が相まって、債務が雪だるま式に膨れ上がる状況に陥っており、公債等残高 GDP 比が発散する見通しである点で事実上の財政破たんシナリオといえる。

③ 長期金利が 1%ポイント変化した場合のシミュレーション

長期金利は経済成長率や金融政策、財政運営への信認、海外の金利動向など様々な影響を受けるため、その見通しは長期になるほど不確実性が高い。また、財政との関係では長期金利の絶対的な水準よりも、名目 GDP 成長率と比べた相対的な水準が重要である。そこで、前掲図表 3 で示した将来推計について、他の経済条件を変えずに 2028 年度以降の長期金利が継続的に 1%ポイント変化した場合のシミュレーションを行う⁴。

両ケースの結果をまとめたものが図表 4 である。成長実現ケースにおいて長期金利が 1%ポイント低下すると、公債等残高 GDP 比は 2030 年代以降も低下し、2060 年度では 104%と見込まれる。反対に長期金利が 1%ポイント上昇すると、公債等残高 GDP 比は 2040 年代初めに上昇へ転じた後、緩やかながら上昇が続く見込みである。楽観的な経済前提に基づく成長実現ケースであっても、金利が経済成長率に比べて少し高まれば、財政の持続可能性が懸念される状況になり得ることを示唆している。

図表 4 金利の想定が異なる 2060 年度までの公債等残高 GDP 比見通し



(注) 年限10年以上の国債金利は2028年度から継続的に1%pt変化し、年限10年未満については年限1年当たり0.1%pt変化すると想定したシミュレーション。

(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2018年7月9日)、財務省統計より大和総研作成

ベースラインケースでは、長期金利が 1%ポイント低下する場合でさえ、公債等残高 GDP 比の上昇が続く見込みである。長期金利が 1%ポイント上昇する場合の公債等残高 GDP 比の上昇ペースはかなり速く、2060 年度では 281%に達すると見込まれる。純利払い費は 2050 年代で一年当

⁴ 年限 10 年以上の国債金利は 2028 年度から継続的に 1%ポイント変化し、年限 10 年未満については年限 1 年当たり 0.1%ポイント変化すると想定。

たり GDP 比 3~4%ほどであり、2017 年度（GDP 比 1.3%ポイント）の 3 倍程度に増加している。

2. 将来の金利負担増を見据えた財政運営を

現在、長期金利は日本銀行によるイールドカーブ・コントロールの下で 0.1%程度に抑えられており、インフレ率や賃金上昇率は戦後二番目に長い景気拡大期でもわずかである。2%の物価安定目標の達成を見通せる状況にはなく、当面は政府の金利負担が増加することへの懸念は小さいだろう。

しかし、中長期試算で描かれているように 2020 年代前半にデフレから脱却し、金利が正常化すると、政府債務の負債利回りは上昇を始める。上昇ペースは緩やかだが、財政負担は着実に重くなっていく。本稿ではその大きさを試算したが、ベースラインケースでは公債等残高 GDP 比が発散する可能性がある。成長実現ケースでは現在の 188%から低下し、130%程度で安定すると見込まれるものの、長期金利が想定よりも上昇したり、社会保障給付費の増加などで PB 対 GDP 比が悪化したりすれば、財政見通しは試算結果よりも厳しい姿になる⁵。

日本経済がデフレから完全に脱却し、2%程度の緩やかなインフレを定着させる意義は大きい。ただ、同時に財政健全化を十分に進めなければ、利払い費が増加して歳出に占める割合が上昇し、社会保障や公共インフラ、教育、行政サービスなどの歳出削減や増税を余儀なくされる恐れがある。将来の金利負担増を見据え、2025 年度の PB 黒字化目標を着実に達成する取り組みが求められる。

⁵ 内閣官房・内閣府・財務省・厚生労働省「2040 年を見据えた社会保障の将来見通し（議論の素材）」（2018 年 5 月 21 日）によると、社会保障給付費は 2018 年度の GDP 比 21.5%から 2040 年度に同 23~24%程度へ上昇すると見込まれている。

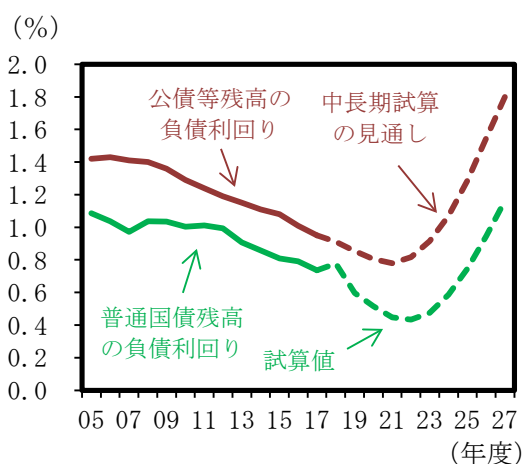
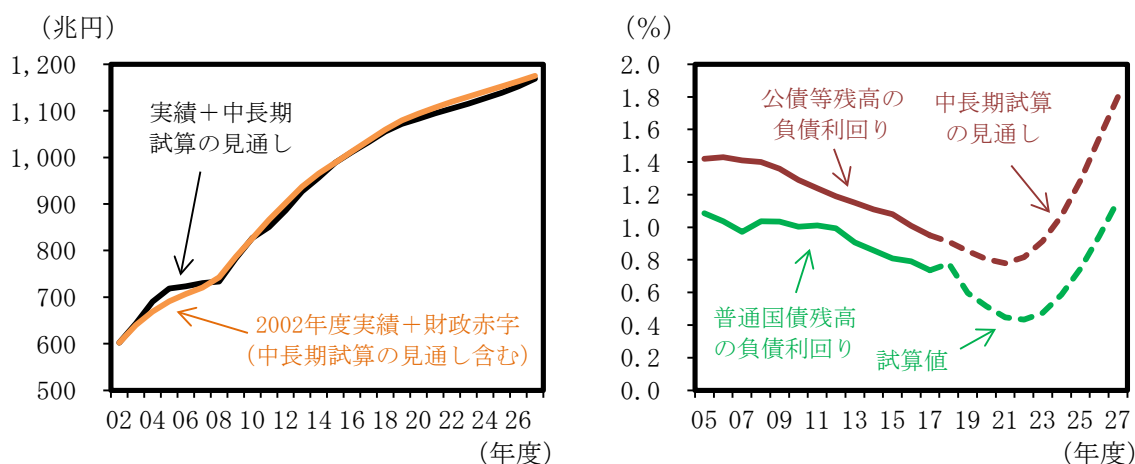
【補論】公債等残高 GDP 比見通しの延長推計

中長期試算で示された公債等残高 GDP 比見通しの 2060 年度までの延長推計は、以下の 3 つの仮定に基づき、250 本程度の定義式から構成されるモデルを作成して試算した。

まず、2028 年度以降の経済前提は中長期試算の 2027 年度の見通しを利用している。この点、2060 年度までの政府債務の将来推計を行った財務省（2018）⁶は、2027 年度までは中長期試算の経済前提を利用しているが、2028 年度以降については厚生労働省「年金財政検証」（2014 年 6 月）に基づいている。歳出・歳入は独自に推計されている。財政見通しの確度を高めるためには、人口動態や各種制度改革などを反映させて経済成長率や歳出・歳入を推計することが望ましい。ただ、本稿では 2030 年代以降に顕在化する金利上昇の財政への影響を分析することが目的であるため、2028 年度以降の経済成長率や PB 対 GDP 比、長期金利等は一定とした。

次に、今年度の公債等残高は前年度のそれに国・地方の財政赤字（国・地方の純利払い費と PB 赤字の合計）を加えたものに等しいと仮定した。財政収支は本来、「グロス」ではなく「ネット」の債務（純債務）の変化額に等しい。また政府が保有する金融資産には株式や外貨建て資産が含まれており、株価や為替レートの変化によって時価ベースの資産額が変動するため、財政収支と純債務の変化額は必ずしも一致しない。しかし、中長期試算で公表されるデータが限られていることや、政府資産の時価変動が財政見通しの延長推計に与える影響は軽微であることから、本稿では既述の仮定を置いた。実際に 2002 年度の公債等残高に毎年度の財政赤字を加えて延長した試算値を図表 5 で示したが、2017 年度までの実績に概ね沿っており、2018 年度以降の中長期試算の見通し期間でも同様の傾向が見られる。

図表 5 公債等残高の実績・見通しと試算値 図表 6 公債等残高と普通国債残高の負債利回り



(注) いずれも成長実現ケース。普通国債残高の負債利回りは利払費を普通国債残高で除したものの。
(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（2018年7月9日）、財務省統計より大和総研作成

最後に、公債等残高の負債利回りは普通国債残高のそれに連動すると仮定した。負債利回りを推計する際、長期金利を説明変数とする回帰式が用いられることがあるが、これは新発債と

⁶ 財政制度等審議会財政制度分科会資料「我が国の財政に関する長期推計（改訂版）」（2018年4月6日）

既発債の利払い費を区別しない簡易な試算方法である。本稿では、既発債の利払い費については財務省ウェブサイトで公表されている償還年度別に見た利付国債の平均金利、普通国債残高の満期構成、国債統計年報等をもとに推計した。また新発債の利払い費については、毎年度必要となる発行総額を推計した上で、2018年度当初予算ベースの年限別発行シェアをもとに年限別の発行額を定め、それらに対応した利率を乗じることで求めた。イールドカーブは景気動向や金融・財政政策等の影響を受けて変化するが、それらをモデルに織り込むことは困難であるため、ここでは短期金利と長期金利（10年債利回り）を直線的に結ぶ形状を想定した。なお、中長期試算では短期金利の見通しが公表されていないことから、短期金利はCPI上昇率と一致するとしている。こうして将来推計した普通国債残高の負債利回りを図表6で示したが、中長期試算における公債等残高の負債利回りの見通しに沿った動きとなっている。