

2022年12月9日 全8頁

インフレと金利上昇で財政はどうか

政府債務の名目 GDP 比は短期的に低下するが、将来の利払費は急増

経済調査部 シニアエコノミスト 末吉 孝行

[要約]

- 日本は多額の政府債務を抱えており、金利の影響を受けやすい。内閣府試算で長期金利が3%弱に上昇するケースを用いて推計すると、2031年度の国債利払費は2022年度対比で5兆円以上増加する。さらに、金利上昇後に国債の借り換えが進むことで、利払費は20兆円以上増加するとみられる。
- 一方、経済成長と両立できる前年比+2%程度のインフレは、短期的には政府債務の名目 GDP 比を低下させ、財政の持続可能性を高めると考えられる。財政健全化に向けたPBの黒字化や経済の成長力強化に向けた取り組みは引き続き重要だが、今後はインフレも重要な論点になる可能性がある。
- 2次補正では財源として22.9兆円の新規国債の増発が予定されている。金利動向次第ではあるが、これによって2031年度までの利払費は累計で1.2兆円程度増加する可能性がある。2次補正には国民生活を守り経済成長を促す効果が期待されるが、経済対策を策定する際には、将来の財政への影響に十分配慮することが重要であろう。

2022年10月25日、イギリスでトラス前首相が辞任した。9月6日に就任後、わずか50日の在任期間だった。経済対策のための巨額の財源を国債発行に求めたことで金融市場が大きく混乱し、支持率が急落したためだ。政策立案の際に財政の持続可能性をあまりに軽視していたことが原因といえよう。

日本でも岸田政権によって、10月28日に「物価高克服・経済再生実現のための総合経済対策」が取りまとめられ、12月2日に第2次補正予算（以下、2次補正）が国会で成立した。総合経済対策には6兆円規模のエネルギー高対策が盛り込まれ、賃上げや少子化対策など重要な項目も含まれる。だが予算額28.9兆円（一般会計ベース）の財源のうち、22.9兆円を国債発行に依存している。日本は世界最大の対外債権国であるなど、イギリスと状況は必ずしも同じではないが、財源を国債発行に求める点は同様である。そもそも近年の日本では当初予算・補正予算にかかわらず赤字国債に依存している度合いが大きいこともあり、財政リスクを懸念する見方もある。

足元では、10月の全国消費者物価指数（総合）が前年比+3.7%となるなどインフレ圧力が高

まっている。主な要因は円安や資源高などの一時的なものであり、今後、インフレが賃金の健全な上昇を伴う持続性のあるものに変わっていくのかは予断を許さない。しかし仮に中長期的にもインフレが続き、それに伴って金融緩和が修正され金利が上昇するようになれば、多額の国債を抱えた日本では利払費が急増して必要な政策を実施することが困難になりかねない。インフレや金利上昇が財政にどう影響するかについて、あらかじめ定量的に把握しておくことには一定の意味があろう。

そこで本稿では、内閣府が作成する「中長期の経済財政に関する試算」（以下、内閣府試算）に注目し、インフレと金利上昇、及び 2 次補正がもたらす財政への影響を考えたい。内閣府試算は年に 2 回公表され、先行き 10 年程度の経済財政の状況を示している（直近の内閣府試算では 2031 年度まで）。経済財政の構造を整合的に描いたマクロ計量モデルに基づいており、定量的な分析が可能だ。政府が財政健全化の目標として黒字化を目指している国・地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス、以下 PB）のほか、物価や長期金利、税収なども示されている。

なお本稿執筆時点における最新の内閣府試算は、2022 年 7 月に公表されたものであり、2 次補正の影響は含まれていない。以下では内閣府試算を用いて金利とインフレが財政にもたらす影響を確認したうえで、2 次補正による財政への影響を別途考えたい。

1. 内閣府試算が示唆する財政状況の変化

金融緩和の見直しで国債利払費は増加へ

2022 年 9 月末の普通国債残高は 994 兆円に上る。だが日本銀行（以下、日銀）の金融政策によって年限が 10 年までの国債の利回りはゼロ近傍で抑えられている。そのため国債利払費は少額で（2022 年度は 2 次補正後の予算で 7.3 兆円）、国債発行残高の 1% 以下だ。しかし今後、物価が安定的なペースで上昇する経済へ移行すれば、日銀は金融緩和の見直しに舵を切るだろう。その過程で金利が正常化すれば、利払費に増加圧力がかかる。

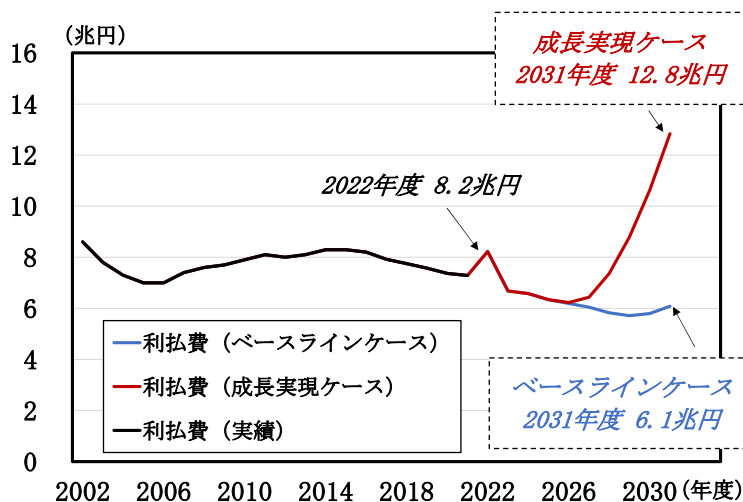
内閣府試算を用いて、金利上昇が利払費に及ぼす影響について見てみよう。内閣府試算には成長実現ケースとベースラインケースの 2 つのケースがある。成長実現ケースは消費者物価が前年比+2%で推移し（GDP デフレーターでは前年比+1%台前半）、長期金利が 2031 年度にかけて 3% 近くまで上昇することが示されており、ある程度のインフレが続き金利が上昇するシナリオとして考えることができる。これに対してベースラインケースでは、消費者物価が前年比+0.6%程度の低い伸びで推移し（GDP デフレーターでは前年比+0%台前半）、長期金利も 0.8% 程度までしか上がらない。

内閣府試算には国債利払費は明示されていないが、国債費（≒国債等償還費と利払費の合計額）や、歳出と税収等との差額（=新規国債発行額）などは示されている。これらをもとに利払費を概算したものが**図表 1**である。

成長実現ケースでは、利払費は 2022 年度から 2026 年度にかけて 6 兆円程度まで低下が続く。しかし、2027 年度からは増加に転じ 2031 年度には 12.8 兆円に達する。一方、ベースラインケ

ースでは 2029 年度まで減少が続き、その後増加に転じるが、2031 年度においても 6.1 兆円に留まり、2022 年度を下回っている。

図表 1 2031 年度までの国債利払費の推計



(注) 2022 年度以降の利払費は大和総研の推計値。他は直近の内閣府「中長期の経済財政に関する試算」に基づく。2023 年度及び 2024 年度の利払費については、財務省資料に示されている普通国債残高見込額から、60 年償還ルール等で各年度の国債償還額を求め、内閣府試算に示されている国債費から差し引いて算出した。2025 年度以降は、内閣府試算に示されている「歳出と税収等の差額」を新規国債発行額とし、国債償還額との差を普通国債残高の増加分として各年度の普通国債残高を求めた。次に普通国債残高から 60 年償還ルール等を用いて各年度の償還額を算出し、内閣費試算に示されている各年度の国債費から償還額を差し引くことで、利払費を求めた。2 次補正は反映されていない。

(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(令和 4 年 7 月 29 日)、財務省資料より大和総研作成

将来の利払費は急増する可能性

成長実現ケースのように長期金利が 3% 近くまで上昇する場合でも、利払費が 12.8 兆円と足元(2 次補正では 2022 年度 7.3 兆円¹)から 5.5 兆円の増加で済んでいるのであれば、大した問題ではないとの指摘もあるかもしれない。経済が順調に成長していけば、税収の自然増で十分吸収可能な範囲と考えられるからだ。実際、内閣府試算の成長実現ケースでは、利払費以上に税収が増え、それによって財政赤字が縮小する姿が描かれている。

しかし利払費の増加がこの程度に留まっているのは、国債の償還まで時間がかかり、長期金利の上昇が国債残高全体の利率にすぐには波及しないためだ。

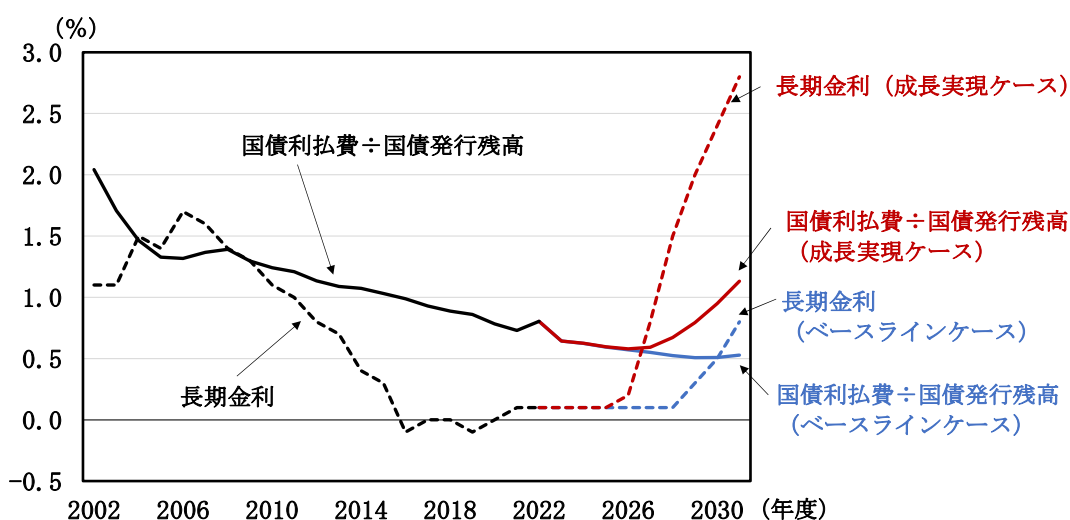
現在発行されている国債はほとんどが固定利付債であり、金利は発行時の水準で固定されている。金利上昇が利払費に反映されるには、過去の金利で発行された国債が満期償還を迎え、借り換えられて新しい金利で発行されることが必要だ。現在発行されている国債の満期までの期

¹ 内閣府試算は高めの長期金利を想定して策定された第一次補正予算に基づいているため、2022 年度の国債利払費は 8.2 兆円である。一方、実際の金利動向をより反映した長期金利想定で策定された 2 次補正では、利払費は 7.3 兆円に減額されている。

間は、平均で9年程度²、最長で40年であり、すべてが借り換えられるには時間がかかる。そのため国債発行残高に対する利払費の比率（国債利払費÷国債発行残高）を見ると、長期金利と比較して緩やかな上昇に留まっている（図表2）。

だが国債の借り換えが進むにつれて、いずれ金利上昇は国債全体の利払費に波及していく。国債利払費÷国債発行残高は長期金利の水準に近づいていくだろう。2031年度の普通国債残高は、成長実現ケース、ベースラインケースにかかわらず1,100兆円以上になっているとみられる。2031年度以降を考えたときに、それ以上国債残高が増えないという強い仮定をおいても、借り換えが進んで、国債利払費÷国債発行残高が成長実現ケースの長期金利と同水準の3%近くにまで上昇すれば、30兆円程度の利払費が発生する。2022年度から20兆円以上の増加だ。相当の経済成長がなければ税収の自然増で吸収するのは難しい。金利上昇のリスクに備えた議論を、早いうちから始めておいた方がよいだろう³。

図表2 国債発行残高に対する国債利払費の比率（国債利払費÷国債発行残高）と長期金利



(注) 2022年度以降の「国債利払費÷国債発行残高」は大和総研の推計値。他は直近の内閣府「中長期の経済財政に関する試算」に基づく。国債利払費と国債発行残高等の推計は図表1と同様。

(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（令和4年7月29日）、財務省資料より大和総研作成

インフレによって公債等残高（名目 GDP 比）は低下

インフレの影響はどうだろうか。ここでは政府債務の名目 GDP 比について考えたい。日本がデフレから本格的に脱却し、緩やかなインフレが続く健全な経済に転換していくのであれば、多額の政府債務の負担が実質的に軽減され、財政の持続可能性が高まるかもしれないからだ。

内閣府試算では公債等残高（名目 GDP 比）の推移を示している。公債等残高とは、国と地方の政府債務のうち、一般的な政策経費から発生した長期債務の残高を集計したものだ。財投債や

² 財務省「普通国債残高の満期構成」（令和4年9月末）による。

³ なお、日銀が多額の国債を保有していることにも留意が必要である。政府と日銀のバランスシートを合算して「統合政府」として考えると、政府の負債である国債と、日銀の資産である国債が統合政府内で相殺され、日銀の負債である当座預金や銀行券等が統合政府の負債として計上される。このうち当座預金は非常に満期の短い負債であるため、統合政府は金利上昇に対してより影響を受けやすくなると考えられる。

交付国債、独立行政法人の債務等は含まれないが、普通国債や地方債などを含み、国と地方の政府債務の 8 割程度を占める。内閣府試算によれば、2022 年度の公債等残高（名目 GDP 比）は 217.6%である。

公債等残高（名目 GDP 比）について、2022 年度から 2031 年度にかけての変化とその要因を推計したものが**図表 3**である。成長実現ケースとベースラインケースで、利払費とインフレの寄与度をそれぞれ比較してみよう。

図表 3 2022 年度から 2031 年度にかけての公債等残高（名目 GDP 比）の変化とその要因の推計

(単位：%pt)

		公債等残高 (対名目 GDP 比) の変化	変化の要因				
			国債 利払費	基礎的 財政収支 (PB)	実質 GDP	GDP デフ レーター	その他
2022年度から2031年度 にかけての変化	成長実現ケース	▲ 45.9	+10.9	▲ 2.5	▲ 32.3	▲ 22.6	+0.5
	ベースラインケース	▲ 5.0	+9.4	+8.9	▲ 16.9	▲ 3.2	▲ 3.2
(参考) 2013年度から2022年度にかけての変化		+36.8	+13.0	+38.1	▲ 5.7	▲ 8.6	+0.0

(注) 公債等残高（名目 GDP 比）が低下するほど、財政が改善することを示す。変化の要因の数値は、各要因の公債等残高（名目 GDP 比）の変化に対する寄与度を示し、国債利払費のプラスは利払費の増加による財政悪化、基礎的財政収支 (PB) のマイナス (プラス) は PB 黒字 (赤字) による財政改善 (悪化)、実質 GDP のマイナスは経済成長による財政改善、GDP デフレーターはインフレによる財政改善を、それぞれ意味する。作成にあたって内閣府 (2021) 『令和 3 年度 年次経済財政報告』を参考にし、公債等残高（名目 GDP 比）の変動については以下の式により要因分解して算出。

$$\begin{aligned}
 B_t/Y_t - B_{t-1}/Y_{t-1} &= i_t \times B_{t-1}/Y_t - g_t \times B_{t-1}/Y_t + PB_t/Y_t \\
 &= i_t \times B_{t-1}/Y_t - (rg_t + d_t) \times B_{t-1}/Y_t + PB_t/Y_t \\
 &= i_t \times B_{t-1}/Y_t - rg_t \times B_{t-1}/Y_t - d_t \times B_{t-1}/Y_t + PB_t/Y_t
 \end{aligned}$$

左辺：公債等残高（名目 GDP 比）の変化、右辺第 1 項：利払費要因、右辺第 2 項：実質 GDP 成長率要因、右辺第 3 項：GDP デフレーター要因、右辺第 4 項：基礎的財政収支 (PB) 要因、B：公債等残高、Y：名目 GDP、PB：基礎的財政収支、i：名目利子率、g：名目 GDP 成長率、rg：実質 GDP 成長率、d：GDP デフレーター伸び率。右辺第 1 項の利払費要因は前節で算出した国債費利払費を用いた。表の「その他」には、地方債の利払費、政府の各種基金の変動、受取利子、交絡項などが含まれる。「その他」以外の要因は毎年度の寄与を積み上げ、「その他」は公債等残高（名目 GDP 比）の変化と各要因の合計との差分により算出。

(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(令和 4 年 7 月 29 日)、財務省資料より大和総研作成

利払費が増えると、財政収支が悪化して必要な国債発行額が増えるため、公債等残高（名目 GDP 比）の分子にあたる公債等残高を増加させる。だが財政状況を悪化させる程度は、両ケース間であまり変わらない（成長実現ケースで+10.9%pt、ベースラインケースで+9.4%pt。プラス幅が大きいほど財政状況が悪化）。前述したように金利上昇が利払費に波及するにはタイムラグがあるため、成長実現ケースでも利払費の影響は比較的緩やかに留まる。

これに対し緩やかなインフレ（GDP デフレーターの上昇）は、分母の名目 GDP を増加させることで、公債等残高（名目 GDP 比）を低下させる⁴。効果の発現にタイムラグはなく、財政状況を改善させる程度は両ケース間で差が大きくなる（成長実現ケースで▲22.6%pt、ベースラインケースで▲3.2%pt）。

⁴ ただし、インフレが高すぎると実質 GDP の縮小を通じて名目 GDP を押し下げる可能性がある。

このとき、成長実現ケースに着目すれば、利払費がもたらす影響（+10.9%pt）を GDP デフレーターの影響（▲22.6%pt）が吸収し、財政状況を改善させていることが分かる。

この結果は、ベースラインケースのような物価の低迷が続く場合と比べて、成長実現ケースのような緩やかなインフレが生じる場合では、PB 黒字化や高い経済成長の効果を除いても、少なくとも短期的には財政が健全化することを示している。この点については、バーナンキ元 FRB（連邦準備制度理事会）議長も、日本はインフレによって財政赤字をある程度ファイナンスできると主張している⁵。長期的にも、金利上昇を上回るほどのインフレが続けば、公債等残高（名目 GDP 比）の低下を通じて財政の持続可能性が高まる可能性がある。今後の財政運営を考えるにあたって、インフレは重要な論点になりそうだ。

しかし実際には、インフレによる財政健全化には問題もある。例えば、政府が経済対策を講じているように、インフレが生じると政策対応が求められ、歳出拡大圧力が強まる場合もある。また、日銀の金融緩和が修正されて金利がインフレと歩調を合わせて上昇していくようになれば、前述したように将来の利払費が急増する。さらに、国債は政府の債務であると同時に民間の資産でもあるため、インフレが生じると民間の資産は実質的に目減りしてしまう。

そのようなことを考慮すると、公債等残高（名目 GDP 比）の安定的な引き下げのためには、やはり PB の黒字化（**図表 3** の成長実現ケースでは公債等残高（名目 GDP 比）への効果は▲2.5%pt）や、成長力強化による実質 GDP の拡大（同▲32.3%pt）に向けた取り組みが引き続き重要であろう。

なお、内閣府試算の成長実現ケースは成長率が高すぎる（2023～31 年度の実質 GDP 成長率は平均で前年比+1.9%）との批判も多い。だがベースラインケース（同+0.9%）でも、実質 GDP 拡大によって公債等残高（名目 GDP 比）は 16.9%pt も低下する。経済成長は財政健全化に大きな効果を持つといえる。

2. 2 次補正による将来の財政負担への影響

国債利払費は 2031 年度にかけて累計 1 兆円を超える負担になる可能性も

ここまで、内閣府試算に沿って金利とインフレが利払費と公債等残高（名目 GDP 比）に与える影響を見てきた。だが前述したように、最新の内閣府試算は 2022 年 7 月に公表されたものであるため、2022 年度の 2 次補正の影響は含まれていない。

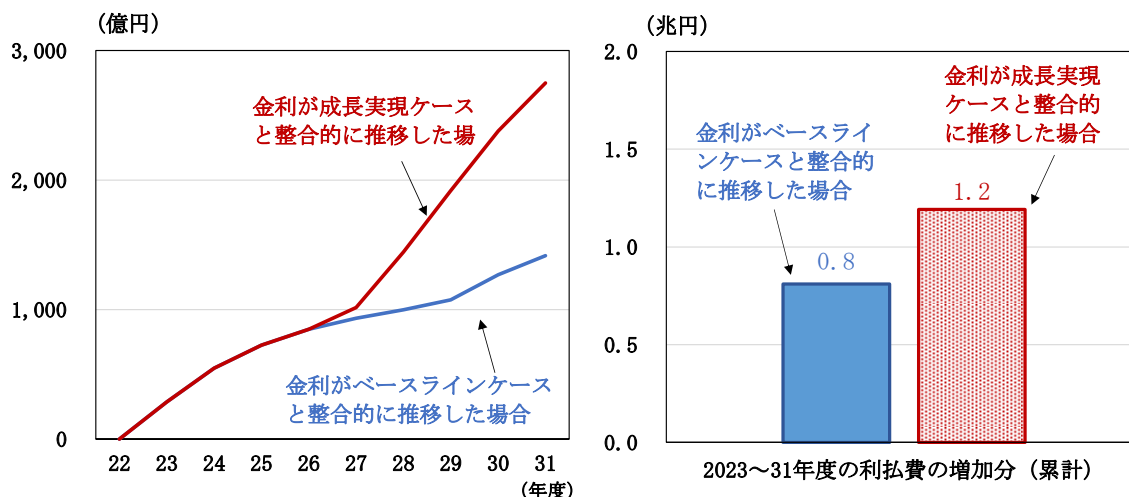
そこで、2 次補正で国債が増発されることにより、利払費がどのように増えるかを簡単に計算してみよう。増発される新規国債発行額⁶（22.9 兆円）の利払費負担について、内閣府試算の成

⁵ ベン・S・バーナンキ（2017）「日本の金融政策に関する一考察」（日本銀行金融研究所訳）、*金融研究*、第 36 巻第 4 号、日本銀行金融研究所

⁶ 新規の普通国債は 22.9 兆円増発されるが、借換債や財投債（SNA 上は公的企業に分類される財政投融资特別会計（財政融資資金勘定）によって発行され、利息収入が見込める）が 2021 年度決算の反映などによって減額されるため、2022 年度の国債発行総額は 4.5 兆円の増額にとどまる。もっとも、今回の経済対策によって財政負担が増加することは変わらない。

長実現ケースとベースラインケースと整合的に金利が推移すると想定し、2031年度までの利払費を推計したものが**図表4**である。成長実現ケースと整合的に金利が推移した場合、2031年度の利払費の増加分は2,500億円超になり、2023～31年度の累計では1兆円を超えるとみられる。

図表4 2次補正による国債利払費の増加分の推計：年度別推移（左）、2031年度までの累計（右）



(注) 年限別の発行額については、令和4年度国債発行計画（カレンダーベース市中発行額・2次補正後）に基づき、2次補正による各年限の発行額増加分（2年債0.3兆円、割引短期国債4.2兆円）はすべて新規国債発行の増発分（22.9兆円）の一部とし、増発分の残額（18.4兆円）は2022年度の年限別の国債発行額と同様の比率（物価連動債と流動性供給入札による発行は除く）で発行されると想定。金利については、2031年度にかけて、内閣府試算で長期金利が0.1%以下の期間では足元（2022年10月）の金利水準が継続するとし、0.2%以上の期間では残存期間が10年以内の国債利回りは長期金利と同じ水準、10年以上の国債利回りは、足元の金利水準が長期金利の高い方で推移すると想定。

(出所) 財務省「令和4年度補正予算（第2号及び特第2号）等の説明」「令和4年度国債発行計画」「国債金利情報」、内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（令和4年7月29日）より大和総研作成

公債等残高（名目GDP比）は3～4%pt上昇する見通し

公債等残高（名目GDP比）への影響も考えてみよう。足元のPBと次年度以降の利払費が、2031年度にかけての公債等残高（名目GDP比）に与える影響を推計したものが**図表5**である。

図表5 2次補正による公債等残高（名目GDP比）の変化とその要因の推計

(単位：%pt)

		公債等残高 (対名目GDP比) の変化	変化の要因				
			国債 利払費	基礎的 財政収支 (PB)	実質GDP	GDPデフ レーター	その他
2022年度から31年度 にかけての変化	成長実現ケース	+3.3	+0.2	+4.6	▲ 0.6	▲ 0.4	▲ 0.5
	ベースラインケース	+3.9	+0.1	+4.6	▲ 0.3	▲ 0.1	▲ 0.5

(注) 簡便的に、2022年度の2次補正における「経済対策関係経費」と「その他の経費」から「税収」と「税外収入」を差し引いた分だけPB赤字が増加するとした。国債利払費については図表4の想定と同様。要因分解の手法は図表3と同様。「その他」には前年度剰余金受入等を含む。

(出所) 財務省「令和4年度補正予算（第2号及び特第2号）等の説明」「令和4年度国債発行計画」「国債金利情報」、内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（令和4年7月29日）より大和総研作成

2022年度には歳出が拡大することでPB赤字が拡大し、公債等残高（名目GDP比）は4.6%pt程度上昇する。その後は2031年度にかけて利払費が生じることで0.1～0.2%pt程度上昇する。一方、経済成長やインフレによって公債等残高（名目GDP比）を押し上げる効果は多少緩和されていく。

その結果、成長実現ケースとベースラインケースのいずれのシナリオでも、今回の2次補正によって、公債等残高（名目GDP比）は2031年度に3～4%pt程度上昇する可能性がある。

PB赤字拡大と利払費の増加を伴うものであれば、2次補正の規模に関わらず、公債等残高（名目GDP比）は上昇してしまうが、これは試算において経済対策がマクロ経済に与える影響について考慮していないためでもある。実際には、2次補正を財源に実施される経済対策によって景気が押し上げられるだろう（当社では、実質GDP比で1.3%程度と見込んでいる⁷）。それによって足元の税収が変化し、成長力が高まれば、公債等残高（名目GDP比）を低下させる効果もある。

財政の持続可能性にも配慮した政策運営を

海外経済が下振れするリスクも強まっており、2次補正には国民生活を守り経済成長を促す効果が期待される。だが一方で、財政への目配りも大切だ。政府は経済対策の策定の際、景気への効果や歳出の規模を示している。だがそれだけではなく、将来の財政への影響についても分析し、公表すべきだろう。政府は財政健全化目標として「PB黒字化」と「債務残高対GDP比の安定的な引下げ」を掲げている。少なくとも、経済対策によってPBと公債等残高（対GDP比）がどのように変化するかくらいは示してもよいのではないか。

本稿では金利上昇やインフレがもたらす財政への影響についてみるとともに、2次補正による国債増発がもたらす将来の利払費や公債等残高（名目GDP比）を試算した。日本経済にとって、金利やインフレ、経済対策の財政への影響を考えることは、今後ますます重要になってくると思われる。政府には財政の持続可能性に配慮した政策運営が求められよう。

⁷ 詳細は、神田慶司・久後祥太郎・小林若葉・岸川和馬・中村華奈子「[日本経済見通し：2022年11月 経済見通しを改訂／総合経済対策の経済効果と課題](#)」（大和総研レポート、2022年11月22日）を参照。