

2024 年 12 月 27 日 全 9 頁

インフレ率の高まりで満たされる「ドーマー条件」と先行きの財政運営への示唆

ドーマー条件が長期的には成立しないことを前提とした運営が必要

経済調査部 シニアエコノミスト 久後 翔太郎
エコノミスト 中村 華奈子

[要約]

- 日本ではインフレ率の高まりを受け、名目 GDP 成長率が上昇した一方、名目実効金利（純利払い費を純債務残高で除した値）の水準は依然低い。この結果、名目 GDP 成長率が名目実効金利を上回るという「ドーマー条件」が成立したことで、23 年度は国・地方の基礎的財政収支（PB）赤字と純債務残高対 GDP 比の低下が両立した。本稿では、ドーマー条件が成立している現状の持続性を検討し、先行きの財政運営への示唆を見出す。
- 日本経済がインフレ状態に移行しても、デフレ・低インフレ期に発行された低い表面利率の国債が当面の間は大量に残るため、名目実効金利の上昇ペースは緩やかなものにとどまる見込みだ。他方、インフレ率が高まる分、名目 GDP 成長率は均して見れば過去と比較して高い状態が続くとみられる。このため、急激な景気後退に陥らない限りは、日本では当面の間はドーマー条件が成立する可能性が高いだろう。
- 取得可能な世界各国のデータを基にドーマー条件とインフレの関係を整理しても、インフレ率が高まるほど、ドーマー条件は成立しやすい傾向が確認される。だが、インフレ率が高まっても長期金利（新発国債の金利）と名目 GDP 成長率の差は低下しない。インフレ率の高まりによってドーマー条件が一時的に満たされても、時間を経るごとに高い表面利率の国債に置き換わっていくため、長期的にはドーマー条件は満たされにくい。
- さらに、ドーマー条件と債務残高の関係を整理すると、現在の日本のような「高債務状態」ではドーマー条件が満たされにくい傾向がある。公的債務残高が大きいくほど、リスクプレミアムが高まりやすく名目実効金利が上昇しやすいことに加え、実質 GDP 成長率が低下しやすくなることが背景にあるとみられる。
- 以上を踏まえると、ドーマー条件が当面の間は満たされたとしても、長期的には同条件が成立しないことを前提とした財政運営が望ましいだろう。財政の持続可能性を確保するためには、大規模な補正予算編成からの脱却やワイズ・スペンディング（賢い支出）の徹底を通じて、PB を黒字化させることが不可欠だ。

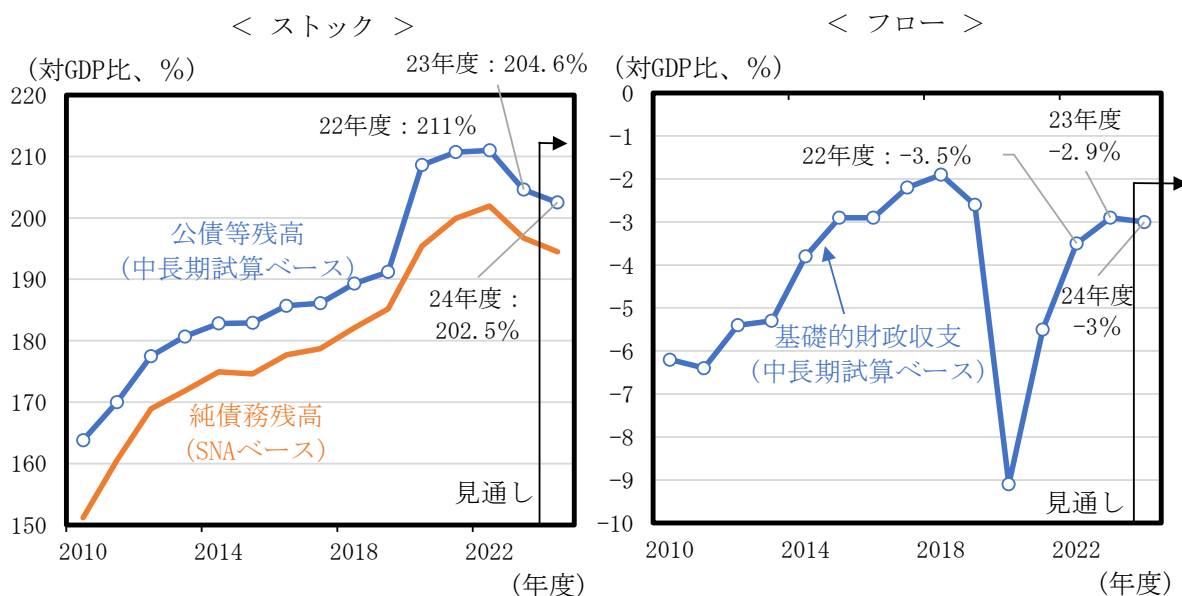
1. はじめに

石破茂政権は2024年11月22日に「国民の安心・安全と持続的な成長に向けた総合経済対策」を閣議決定し、その財源などを盛り込んだ今年度補正予算が12月17日に成立した。コロナ禍以降続く、大規模な補正予算の編成が今年度も行われる結果、国・地方の基礎的財政収支（PB）の悪化は避けられない。

だが、政府の債務残高対GDP比はこのところ低下しているとみられる。直近の24年7月公表の内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（以下、中長期試算）によると、国・地方ベース（復旧・復興対策及びGX対策の経費及び財源の金額を除いたベース）で見た公債等残高対GDP比は、22年度の211.0%をピークに23年度で204.6%へと低下し、24年度は補正予算編成前で202.5%と低下が続く見込みだ（図表1左）。国民経済計算（SNA）から試算される国・地方の純債務残高でも同様の傾向が見られる。この間、中長期試算ベースのPB対GDP比は23年度で▲2.9%、24年度見込みで▲3.0%と赤字が続く（図表1右）。

そこで本稿では、足元で債務残高対GDP比の低下とPB赤字が両立している背景を整理し、こうした状況が持続し得るかを国内外のデータを用いて検討する。「少数与党」としての政策運営に迫られる石破政権は野党との協力が不可欠となる。今後、政府の財政運営が過去にも増して拡張的な方向に進む可能性は否定できない。PB赤字と債務残高対GDP比の低下が両立する状況が継続するか否かを検討することは、先行きの財政運営に対して大きな示唆を持つ。

図表1：公債等残高、純債務残高及び基礎的財政収支（PB）の推移



(注1) いずれも国・地方ベースの値。「中長期の経済財政に関する試算」（2024年7月試算）の値は、復旧・復興対策及びGX対策の経費及び財源の金額を除いたベース。

(注2) 内閣府(2023)に従い、1994年度の国・地方ベースの純債務残高に同ベースの「純貸出(+) / 純借入(-)」の累積値を加算することで2022年度までのSNAベースの純債務残高を試算。2023年度以降は、「中長期の経済財政に関する試算」（2024年7月試算）の「財政収支」の値を使用。

(出所) 内閣府より大和総研作成

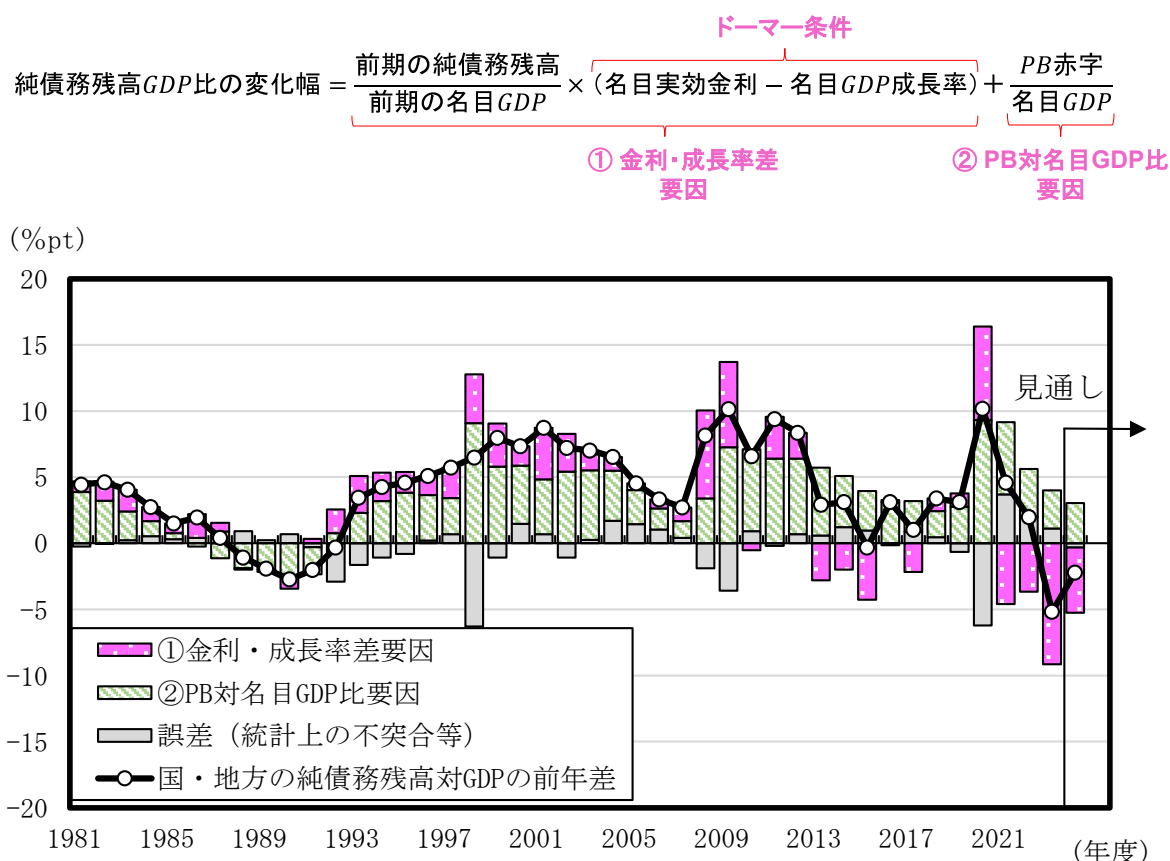
2. 国内データから得る示唆-インフレ局面への転換で財政状況が改善-

「ドーマー条件」の成立が足元での純債務残高対 GDP 比低下の主因

初めに、**前掲図表 1** で確認したように、足元で純債務残高対 GDP 比の低下と PB 赤字が両立している背景を整理しよう。**図表 2 上段** に示した通り、純債務残高対 GDP 比の変化幅は、①前期の純債務残高対 GDP 比に名目実効金利（純利払い費を純債務残高で除した値）と名目 GDP 成長率の差を乗じた値（金利・成長率差要因）、と②PB 赤字の対名目 GDP 比（PB 対名目 GDP 比要因）、の和で近似することができる。

この式を基に考えると、名目実効金利よりも名目 GDP 成長率が高いという、いわゆる「ドーマー条件」が満たされたことが両立の背景にあるとみられる。すなわち、ドーマー条件が満たされれば、①がマイナスになる。従って、PB 赤字を計上して②がプラスになったとしても、①の絶対値より小さければ両者の合計はマイナスとなり、純債務残高対 GDP 比が低下するということだ。

図表 2：純債務残高対 GDP 比の前年差とその要因分解



(注 1) 前掲図表 1 の手法で国・地方の純債務残高を算出。ただし、1993 年度以前については、2000 年基準の国民経済計算の値を基に同様の手法を用いて遡及している。

(注 2) 実効金利は国・地方ベースの純利払い費を同ベースの純債務残高で除すことで算出した。

(出所) 内閣府より大和総研作成

そこで上記の式に従って、SNA ベースの純債務残高対 GDP 比(国・地方ベース)の前年差を各要因に分解したものが**図表 2 下段**だ。

2021 年度以降、コロナ禍からの景気回復や企業の価格設定行動が積極化したことで名目 GDP 成長率が高まった結果、少なくとも 23 年度まではドーマー条件が満たされる状況が続いた。PB 対名目 GDP 比に目を向けると、20 年度には新型コロナウイルス対策で支出が大幅に増加したことで PB の赤字幅が急拡大したが、その後は同対策の段階的な縮減や景気回復に伴う税収の増加を追い風に、赤字幅は縮小傾向にある。その結果、23 年度と内閣府による 24 年度見通しについては、①の要因による下押し圧力が②の要因による押し上げ圧力よりも強まり、債務残高対 GDP 比が低下するとみられる。

低インフレからの脱却局面にある日本では当面の間は同条件が成立しやすい可能性

次に、日本におけるドーマー条件の歴史を振り返ることで、足元で同条件が成立している背景とその持続性を考えたい。そこで同条件の内訳である、名目実効金利と名目 GDP 成長率の長期的な推移を示したものが**図表 3**だ。

1980 年代は名目実効金利と名目 GDP 成長率の双方が高水準で推移していた。80 年代前半には名目実効金利の水準が名目 GDP 成長率よりも高く、ドーマー条件は成立しなかった。だが終盤にかけては、名目実効金利が低下する中、バブル経済の影響で名目 GDP 成長率が 5~7%程度と高成長を記録したことで、ドーマー条件が一時的に満たされた。

しかし、バブル崩壊によって状況は一変する。90 年代前半には名目 GDP 成長率が急低下した。他方、名目実効金利の低下ペースは非常に緩やかであった。バブル崩壊後に政策金利が引き下げられたことで新発国債の表面利率は低下したが、80 年代に高い表面利率で発行した国債の償還が段階的にしか進まなかったことが背景にあるとみられる。結果として、90 年代を通してドーマー条件は成立しなかった。

2000 年代中頃には、国債の大半が 90 年代中頃以降の低金利下で発行されたものに置き換わり、名目実効金利は 1%程度まで低下した後、概ね横ばいで推移した。だが、バブル崩壊以降の潜在成長率の低下という実質的な側面に加え、デフレの定着という物価面からも名目 GDP 成長率は低迷が続いた。結果として、名目 GDP 成長率が名目実効金利を下回りやすい状況が続いた。

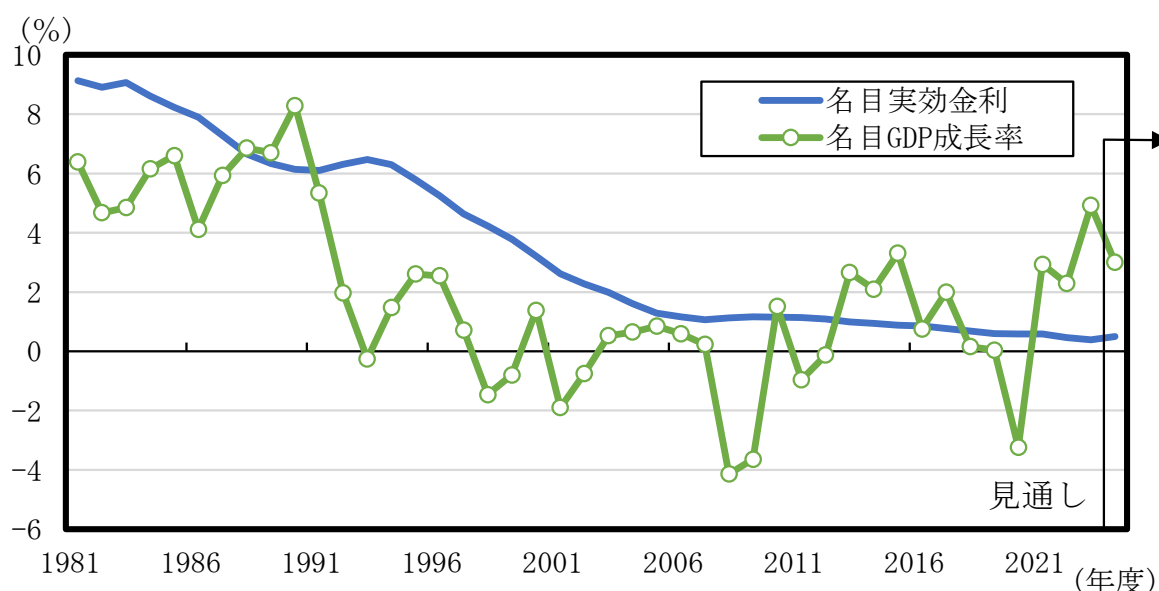
10 年代に入ると、ドーマー条件が満たされる状態がしばしば観察された。日本銀行（日銀）の目標とする 2%には満たないまでも、デフレ経済から低インフレ経済へと転換が進んだことが物価面から名目 GDP 成長率を押し上げたことに加え、量的・質的金融緩和によって日銀が国債を大量に購入したことで、名目実効金利の上昇が抑制されたためだ。もっとも、**前掲図表 2**が示す通り、「①金利・成長率差要因」による純債務残高対 GDP 比の低下圧力よりも、「②PB 赤字対 GDP 比」による上昇圧力の方が強い傾向にあったことから、純債務残高対 GDP 比は上昇基調をたどった。

20 年代では、コロナ禍で名目 GDP が急減した 20 年度を除いて、インフレ率の高まりを通じた

名目 GDP 成長率の上昇を主因にドーマー条件が満たされているのは先に述べた通りだ。

過去の傾向から先行きを考えると、インフレ状態から低インフレ状態へと転換した 90 年代とは逆の動きが表れやすいことは注目に値する。すなわち、このまま経済が低インフレ状態からインフレ状態へと移行すれば、先行きの名目 GDP 成長率はデフレ・低インフレ期と比較して高い状態が続きやすい。一方で、過去に発行した低い表面利率の国債が多く残ることから、名目実効金利が上昇に向かうには時間がかかる。日銀が利上げを慎重に進めている状況であればなおさらだ。以上を踏まえると、急激な景気後退に陥らない限りは、当面の間はドーマー条件が満たされる可能性が高いとみられる。

図表 3：名目実効金利と名目 GDP 成長率の推移



(注) 名目実効金利は国・地方ベースの純利払い費を同ベースの純債務残高(前掲図表 1 の手法で算出)で除すことで算出した。2024 年度の名目 GDP 成長率は「中長期の経済財政に関する試算」(2024 年 7 月試算)の値を掲載。

(出所) 内閣府より大和総研作成

3. 国際比較から得る示唆 - ドーマー条件の中長期的な成立は困難 -

インフレ率の高まりでドーマー条件は当面の間は成立も、中長期的には成立しにくい

以上のように、デフレからインフレ経済への転換局面という特殊な環境にあることで日本ではドーマー条件が満たされやすい状況となっている。そこで、インフレ率とドーマー条件の関係をより詳しく見るため、取得可能な世界各国のデータから計算した金利と名目 GDP 成長率の差をインフレ率の範囲ごとにまとめたものが図表 4 である。

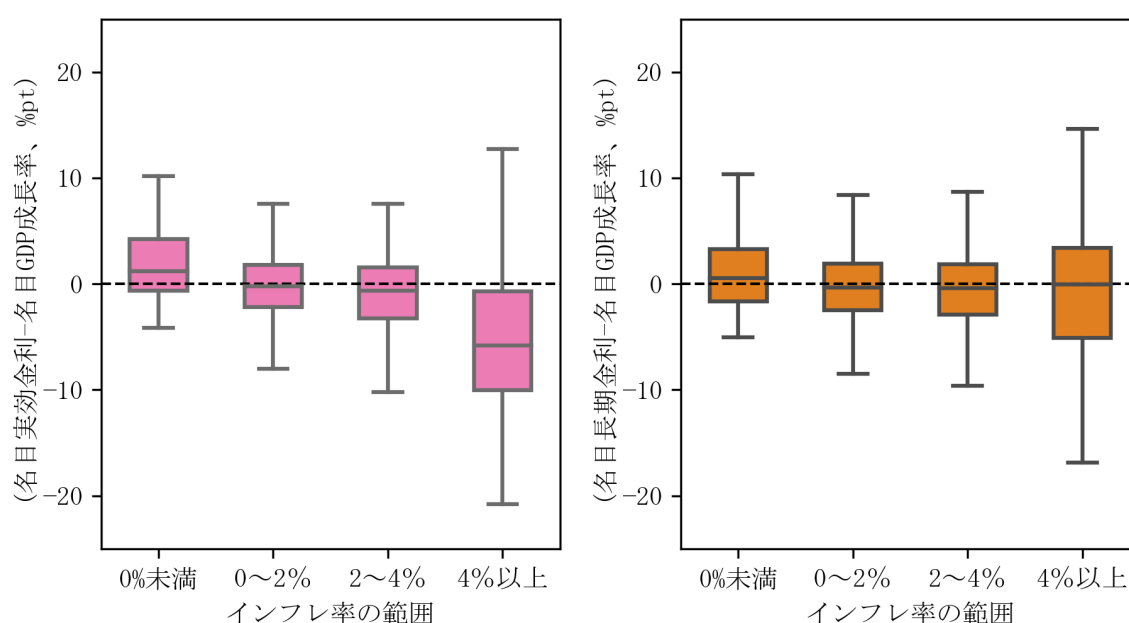
図表 4 左では、上記の分析と同様に名目実効金利と名目 GDP 成長率の差の分布を CPI で見たインフレ率の範囲ごとに示している。インフレ率が高まるほど、名目実効金利と名目 GDP 成長

率の差（すなわち、ドーマー条件）が低下する傾向にあることが見て取れる。インフレ率が「2～4%」、「4%以上」では中央値が明確にマイナスとなっており、国際的に見てもドーマー条件が満たされやすい傾向にある。

日本のインフレ率は2022年度と23年度で2%を上回っており、当社の見通しでは24年度も上回る見込みだ。**前掲図表2**で同期間においてドーマー条件が満たされていることは、国際的に見られる傾向とも矛盾しない。すなわち、少なくとも当面の間はインフレ率の高まりによって、ドーマー条件が満たされやすくなるという指摘は国内外のデータの双方から支持されるということだ。

しかしより注目すべきは、名目実効金利（≡既発債の表面利率の加重平均値）を長期金利（≡新発債の表面利率）に置き換えると上記のような傾向は見られないということだ（**図表4右**）。すなわち、名目実効金利とは異なり、高インフレ局面においては新発債の利回りは名目GDP成長率と同程度高まる。このため、インフレが長期間継続すれば、表面利率の高い国債への置き換えが進むことで、ドーマー条件は満たされにくくなる。インフレによって長期間にわたりドーマー条件を満たし続けることは困難であろう。

図表4：インフレ率の範囲ごとに見た金利と名目GDP成長率の差の国際的な傾向（左：名目実効金利ベース、右：長期金利ベース）



(注1) IMF “Government Finance Statistics”においてデータが取得可能な国を対象。受取利息を取得できないため、名目実効金利は国・地方ベースの総利払い費を総債務残高で除した値によって算出。インフレ率はCPI上昇率を使用。各国について年ごとのサンプルから分布を作成した。

(注2) 箱ひげ図の最上部と最下部はそれぞれ最大値と最小値。箱の上側は第3四分位数、下側は第1四分位数。箱の内部の線は中央値を示す。四分位範囲の1.5倍を超えた値は外れ値として除いている。

(出所) IMF、各国統計、Haver Analytics より大和総研作成

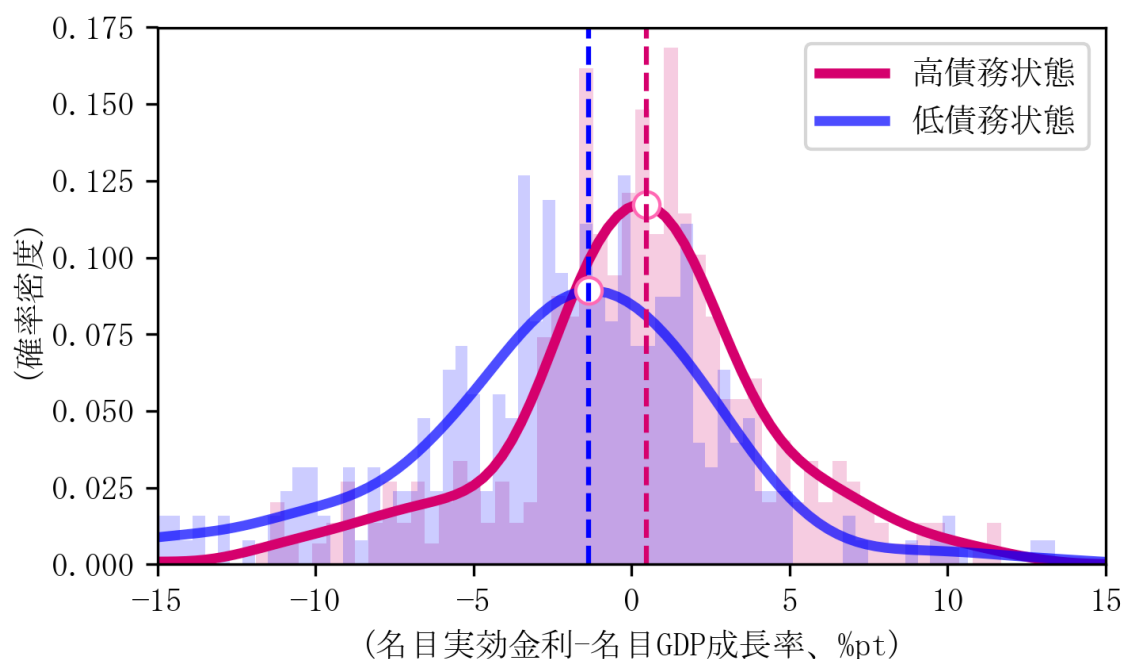
「高債務状態」ではドーマー条件が成立しにくい可能性

先の分析ではドーマー条件をインフレ率という観点から整理したが、債務残高の多寡という観点で整理しても興味深い事実が見えてくる。

図表 5 は IMF “Government Finance Statistics” においてデータが取得可能な国を対象に、国・地方ベースの総債務残高対 GDP 比の水準に応じて「高債務状態」と「低債務状態」という 2 つのグループに分けてドーマー条件の成立可否の分布を示したものである。年ごとのサンプルの中央値よりも総債務残高対 GDP 比が高い場合は、「高債務状態」、低い場合は「低債務状態」と分類した。横軸は名目実効金利と名目 GDP 成長率の差であり、マイナス（プラス）であればドーマー条件が満たされる（満たされない）ことを意味する。

特徴的な傾向として、「高債務状態」では最頻値がプラスの値を取っており、ドーマー条件が満たされにくい傾向が見られる一方、「低債務状態」では最頻値がマイナスの値であることから、同条件が満たされやすい傾向が示されている。総債務残高対 GDP 比が世界最高水準にあり、「高債務状態」に分類される日本では理論上はドーマー条件が満たされにくいということだ。

図表 5：総債務残高対 GDP 比の水準別に見たドーマー条件の成立可否の分布



(注 1) IMF “Government Finance Statistics” においてデータが取得可能な国を対象。受取利息を取得できないため、名目実効金利は国・地方ベースの総利払い費を総債務残高で除した値によって算出。各国について年ごとのサンプルから分布を作成した。

(注 2) 総債務残高対 GDP 比の中央値を年ごとに算出し、各年の中央値よりも高い場合を「高債務状態」、低い場合を「低債務状態」と分類した。

(出所) IMF、各国統計、Haver Analytics より大和総研作成

「高債務状態」と「低債務状態」でドーマー条件の成立可能性が異なり得る背景を考えるため、債務残高が名目実効金利と名目 GDP 成長率に与える影響を整理しよう。

債務残高対 GDP 比の高まりが名目実効金利に与える影響として、リスクプレミアム（長期間資金提供を行うことに対して投資家が要求する追加的な利回り）の拡大が挙げられる。長期金利は、先行きの短期金利の見通しの平均値と、リスクプレミアムによって構成されと考えられる。一般的に国の経済規模に対して政府の債務残高が大きいほど、国債のデフォルトのリスクが高まると考えられ、その分リスクプレミアムは大きくなるため¹、長期金利は上昇しやすくなる。高利回り（≒高い表面利率）の国債が累積していくことで、名目実効金利も高まりやすい。

もっとも、日本の長期金利は低位で安定的に推移しており、リスクプレミアムは急激に高まっているとはいえない。背景の一つには、日銀が国債を大量に保有し、リスクプレミアムが抑制されていることがあるとみられる。だが、日銀は2024年7月に発表した「長期国債買入れ減額計画」²に沿って国債の買入れ額を縮小させている。日銀の国債保有残高も減少し始めており、そのペースは今後加速していくことが見込まれる³。これに伴い、投資家が要求するリスクプレミアムが高まれば、将来的には日本でも長期金利は上昇しやすくなるだろう⁴。

次に、債務残高対 GDP 比の高まりが名目 GDP 成長率に与える経路としては、**Public Debt Overhang** が挙げられる。公的債務の増加が実質経済成長率を低下させるというメカニズムであり、例えば、**Reinhart, Reinhart and Rogoff (2012)**は、公的債務対 GDP 比が90%を超えると、経済成長率が年率1.2%pt低下すると指摘している。

このように債務残高という観点に着目し、各国のデータから得られる示唆を「高債務状態」である日本に当てはめると、今後はドーマー条件が成立しにくくなるという示唆が得られる。

以上をまとめると、インフレ経済への転換局面を迎えている日本では当面の間はドーマー条件が満たされる可能性がある。だが、インフレ率の高まりによって同条件が成立し続ける可能性は小さく、日本の高水準の債務残高を踏まえても、中長期的にはドーマー条件が成立しないことを前提とした財政運営が望ましいということだ。

当面の間、ドーマー条件が満たされる状況に甘んじて PB の大幅な赤字が継続するなど財政健全化の取り組みが遅れれば、いずれドーマー条件を満たすことが困難となった時に、債務残高対 GDP 比の急上昇に直面する可能性は否めない。財政の持続可能性を確保するためには、大規模な補正予算編成からの脱却やワイズ・スペンディング（賢い支出）の徹底を通じて、PB を黒字化させることが不可欠だ。

¹ 神田・瀬戸・久後・中村(2022)では、データの取得が可能な OECD 加盟国のうち、1人あたり GDP が世界30位以内の国を対象としてパネル推計を行った結果、一般政府債務残高対 GDP 比が1%pt上昇すると、長期金利が0.02%pt高まるとしている。

² 日本銀行「[金融市場調節方針の変更および長期国債買入れの減額計画の決定について](#)」（2024年7月31日）参照。

³ 久後・吉田・山口・中村・石川(2024)では、2030年代中頃までは比較的早いペースで日銀保有国債の残高の減少が進み、その後は減少ペースが鈍化する見込みであると指摘している。

⁴ 久後・吉田・山口・中村・石川(2024)では、日銀保有国債の減少による需給の緩和と保有構成の変化によって、2040年時点で長期金利は最大7%程度まで高まり得ると指摘している。

【参考文献】

神田慶司・瀬戸佑基・久後翔太郎・中村華奈子「[日本のインフレ展望と将来の財政リスク](#)」（大和総研レポート、2022年5月25日）

久後翔太郎・吉田亮平・山口茜・中村華奈子・石川清香「[国債需給に見る 2040 年までの金利上昇リスクと経済への影響](#)」（大和総研レポート、2024年8月28日）

内閣府(2023)「令和5年度 年次経済財政報告（経済財政政策担当大臣報告）一動き始めた物価と賃金―」2023年8月29日

Reinhart, Carmen M., Vincent R. Reinhart, and Kenneth S. Rogoff. 2012. "Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800." *Journal of Economic Perspectives*, 26 (3): 69–86.