

金利上昇で財政悪化の誤解

～過去はむしろ金利上昇局面で財政改善、
名目経済成長率と金利の関係が重要～

第一生命経済研究所 経済調査部 首席エコノミスト **永濱 利廣**



永濱 利廣氏

■ 1. 財政に対する懸念材料とされる長期金利の上昇

近年の財政指標は改善が続いている。日銀の資金循環統計によれば、24年6月末の一般政府債務残高/GDP比はコロナ前の水準まで戻っている。また、純債務/GDP比に至っては、実に15年ぶりの水準まで下がっている。しかし、足元の長期金利上昇で利払い費が増えることを理由に、

財政悪化を懸念する向きも少なくない。

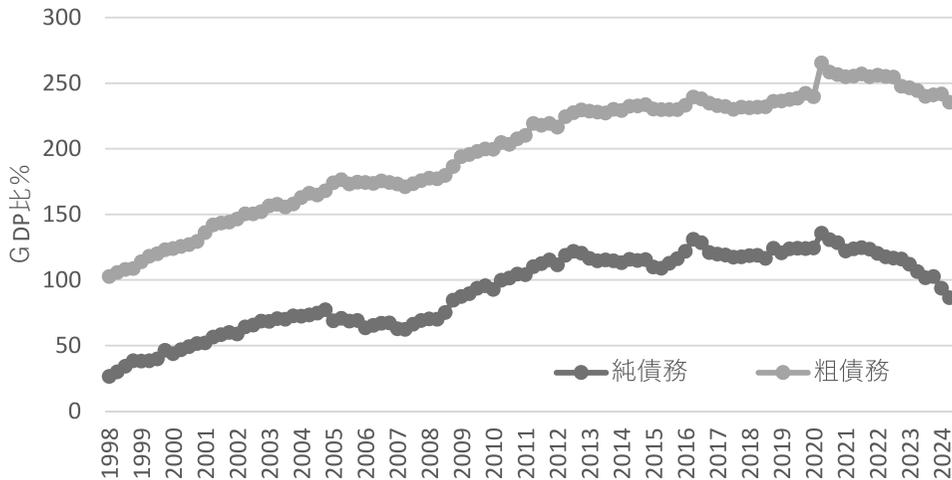
ただ、長期金利の上昇がインフレ率や名目経済成長率の上昇に基づくものであれば、一方で税収も増えるため、必ずしも長期金利の上昇が財政悪化に直結するとは限らない。

そこで本稿では、長期金利と財政の関係について検討し、今後の政策対応について考えてみたい。

■ 2. 金利上昇局面でむしろ財政改善

まず、日本の代表的な財政指標であるプライマリーバランス/GDP比（以下、PB/GDP）と長期金利の関係をみると、むしろ長期金利が上がる局面でPB/GDPが改善し、下がる局面で悪化する関係にあることがわかる。特に80年代後半のバブル期には長期金利

(図表1) 政府純債務/GDPは15年ぶり90%割れ
 ～経済対策未執行と円安による資産膨張～



(出所) 日銀、内閣府

が上がる中でPB/GDPが黒字幅を拡大し、90年以降のバブル崩壊期には長期金利が下がる中でPBは赤字に転換している。また、戦後最長の景気回復期となったいざなぎ景気時も、長期金利が小幅上昇する中でPB/GDPは赤字幅を大幅に縮小している。そして、コロナショックでPB/GDPが大幅悪化して以降も、長期金利が上昇する中で赤字幅を縮小している。

この背景には、①そもそも長期金利が上昇する局面というのは名目経済成長率も高まる局面であり、金利上昇に伴い利払い費が増える以上に税収が増加する。②金利上昇に伴い利払い費が増えるとはいえ、一義的には国債の新規・借換発行分の利払い費が増え、既存分を含めたトータルの利払い費の増加は限定的である—こと等が考えられる。実際に、名目経済成長率と長期金利には明確な正の相関関係がある一方で、国債の平均利回りは長期金利ほど大きく変動していない。

というのも、フィッシャー方程式という金利決定の理論に基づけば、長期金利は期待インフレ率と、実質金利の代理変数となる潜在成長率と、リスクプレミアムを反映して決まるとされている。そして、期待インフレ率は実際のインフレ率に左右され、潜在成長率も実質経済成長率の影響を受けることが知られている。なお、リスクプレミアムについては、足元でソブリンCDS価格をG7で比較すれば、日本はドイツについて二番目に低リスクとなっている。このため、その足し算となる名目経済成長率と長期金利が関係することは、

理論的にも説明できるといえよう。

このように、長期金利が上昇する局面では名目経済成長率も高まって税収が増えやすくなること、長期金利が上昇しても国債の平均利回り上昇は限定されること等により、金利上昇時にむしろPB/GDPが改善する要因となってきたといえよう。

■ 3. 重要な名目経済成長率と長期金利の関係

しかし、そもそも財政の健全性を判断する国際標準的な指標は先に見た政府債務残高/GDPであり、こちらで判断すれば財政の健全性に対する評価も変わってくる可能性が高い。

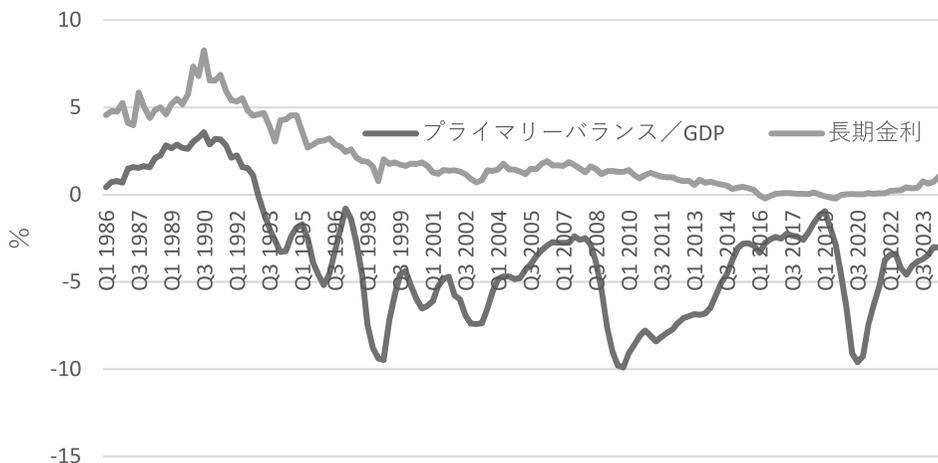
具体的には、政府債務残高/GDPの上昇を抑制することが財政安定化の国際標準であり、こうした問題を考えるひとつの目途としてPB黒字化がある。というのも、政府債務残高をD、名目GDPをY、基礎的財政収支をPB、長期金利をr、名目経済成長率をgとすると、政府債務残高/GDPとPBの関係は以下の式で与えられることが知られている。

$$D/Y = PB/Y + (1+r) D(-1)/(1+g) Y(-1)$$

この式が示すように、PBが0であり、 $r = g$ となれば前期の政府債務残高/GDPと今期のそれは等しくなる。しかし、マクロ経済学の最適成長論の考え方によれば、資本や労働力といった生産要素が全て同じ率で成長する状態において、長期的に最適な成長を促す場合、労働分配率が目先の消費を最大にする場合よりも小さくなる。つまり、最適成長の場合は相対的に少ない資本で賄う分、資本の効率性で決まる実質利子率が、実質経済成長率よりも高くならなければいけないことになる。そして、長期的に最適な成長を促す場合には、実質利子率が経済成長率よりも高くなることが示されるため、日本は政府債務残高/GDPの上昇を抑制するためにPB黒字化を目標としている。

ただ、ここでいう実質利子率とは、民間企業の発行する長期社債の利回りや株式の資本収益率も含まれており、財政に直接関わる国債の利回りは、リスクプレミアム分だけ民間の長期社債や株の配当利回りよりも低くなる。このため、経済理論によって民間の実質利子率が成長率より高く決まるからといって、国債利回りのほうが経済成長率より高くなるとは必ずしもいえない。実際、長期的な歴史的事実関係を見ても、多くの主要国について名目成長率が国債金利を上回っている局面が多い。つまり、財政を議論するときに、長期

(図表2) 長期金利と財政の関係
 ～長期金利が高いほど財政改善～



(出所) 日本相互証券、OECD

金利が名目経済成長率より平均的に高くなると考えるのは正しいとはいえない。

■ 4. 債務残高/GDP低下の主因はインフレ

そして、以上の式を用いて、政府債務残高/GDPが低下した要因について、その前年差を基礎的財政収支要因と利払い費要因を合わせた「財政収支要因」、「経済成長率要因」、「インフレ率要因」に分解した結果を見ると、2023年度の低下幅（▲11.0%ポイント）のうち、経済成長率とインフレ率要因の押し下げ幅が財政収支要因の押し上げ幅を大きく上回っており、低下幅の9割以上がインフレ要因であることがわかる。

なお、23年は単年の改善幅としても、現基準の資金循環統計が開始された98年以降で過去最大となっているが、そもそも政府がPB目標を掲げてきた背景には、この政府債務残高/GDPの上昇を抑制することがある。というのも、先の債務残高の要因分解に基づけば、名目成長率 = 国債利回り、かつ基礎的財政収支が0であれば、債務残高/GDPは一定となる。このため、今回の要因分解を見てもわかるとおり、財政収支が必ずしも黒字でなくても、名目経済成長率（= 経済成長率 + インフレ率）が国債利回りを大きく上回っていれば、債務残高/GDPは低下することになる。しかし、過去の経験則では、常に名目成長率が長期金利を上回り続けるとは限らないため、PB黒字化が目標になっているという経

緯がある。

とはいえ、足元では日本でもインフレが定着しつつあり、財政の持続可能性にもその分余裕が出てきている。事実、バーナンキ元FRB議長も日本はインフレ率を高めることで財政の持続可能性を高めることができると、2017年に日銀が開催したシンポジウムで主張している。

そこで以下では、インフレが政府債務残高/GDPに及ぼす影響を踏まえ、PB黒字化に代わる新たな財政指標を検討してみたい。というのも、すでに日本経済にインフレが定着しているのであれば、多額の政府債務の負担が実質的に軽減されることで、財政リスクを高めずに将来の成長に向けた財政支出の自由度が高まり、拙速な財政引き締めリスクを軽減できるためである。

■ 5. 名目成長率>長期金利の局面ではインフレ加味したPB黒字化が適切

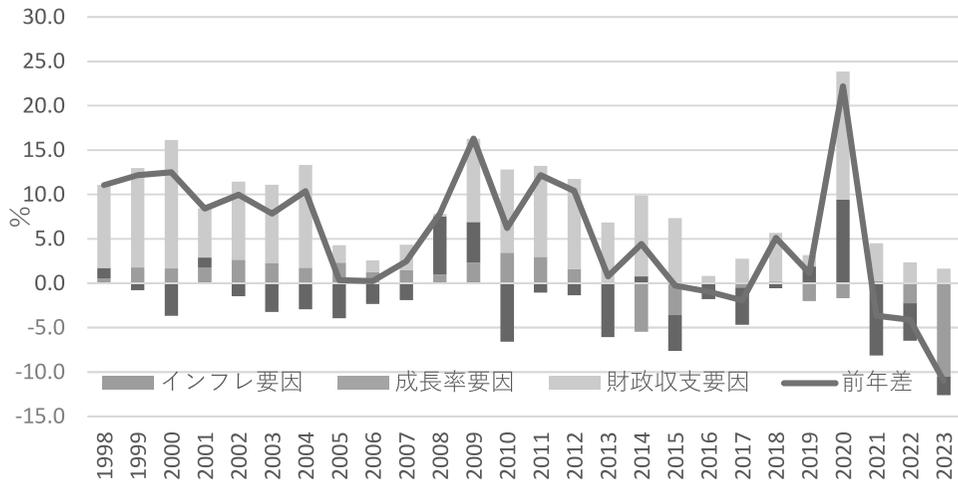
まず、内閣府が2024年7月に公表した「中長期の経済財政に関する試算」（以下、内閣府試算）を用いて、インフレが将来の政府債務残高/GDPに与える影響を見てみよう。内閣府試算では、インフレ目標が達成される成長移行ケース（実質成長率が前年比+1%台半ば程度、GDPデフレーターが同+1.4%程度で推移）と、達成されない過去投影ケース（実質成長率が前年比+0%台半ば程度、GDPデフレーターが同+0%台前半程度で推移）が想定され、それぞれのケースにおける政府債務残高/GDPも示されている。

とはいえ、そもそもインフレ目標が達成されなければ財政健全化は拙速となる。このため、今回は内閣府試算のデータからインフレ目標が達成される成長移行ケースを基に、2033年にかけての政府債務残高/GDPの変化を寄与度分解してみたのが下図である。これによれば、長期的なインフレ要因による押し下げ幅はGDP比で年▲2.1~▲2.7%ポイント、金額で年▲16兆円程度となる。

この結果は、日本経済にインフレが定着すれば、財政の持続可能性がかなり改善することを示しており、今後の財政運営上、インフレ率は重要な要素になることを意味している。

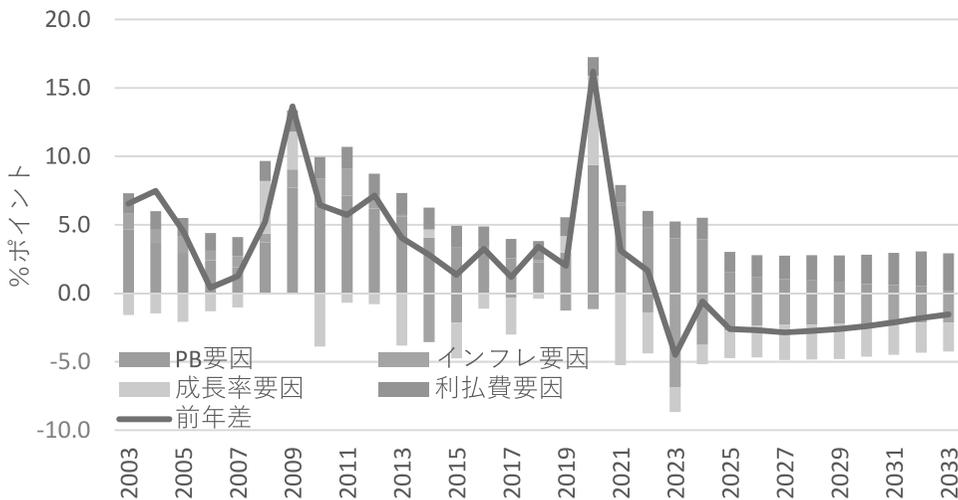
そして、少なくとも「名目成長率>長期金利」の状況下ではPB黒字化しなくとも債務残高/GDPを下げられる余地があることからすれば、「純粹PB」よりも「インフレ要因を加味したPB」($=PB + d \times B(-1)$)を目標にしたほうが、拙速な財政引き締めで経済の好循環を遮るリスクを低下させることができるだろう。

(図表3) 政府債務残高/GDPの要因分解
～インフレで大幅改善～



(出所) 日銀、内閣府データを基に筆者作成

(図表4) 政府債務残高/GDPの寄与度分解 (成長投影ケース)
～大きく影響するインフレ率要因～



(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」を基に作成

そこで、実際に先の成長実現ケースでインフレを加味したPBを試算して、純粋PBと比較してみた。すると、長期的にインフレ要因が純粋PBを+16兆円程度押し上げる要因となり、それだけ財政の自由度を高めながら債務残高/GDP上昇を抑制することができる

ことになる。

■ 6. GDPギャップ >0 かつ名目成長率 $<$ 長期金利局面では純粋PB目標にシフト

とはいえ、もちろん名目成長率 $>$ 長期金利が常に続くとは限らない。経済が過熱して国内の資金需給がひっ迫することで、名目成長率を長期金利が上回る可能性もあろう。そして、こうした状況であれば、逆に財政を緊縮気味にしたほうがクラウドイン効果に伴う金利低下を通じて経済成長率にはプラスに作用する可能性がある。

以上を勘案すれば、「名目成長率 $>$ 長期金利」の局面では「インフレ率を加味したPB」黒字化を目標にすることでワイズスペンディングを積極化する一方で、GDPギャップがプラスの中で「名目成長率 $<$ 長期金利」の状況になったら、「通常のPB」黒字化を目標にシフトすることで財政規律を重視するというメリハリのある財政運営が可能となろう。なお、先の成長移行ケースでも2032年以降は名目成長率 $<$ 長期金利が想定されている。

そして、先の内閣府試算のインフレ目標達成ケースに基づけば、インフレ要因で国と地方を合わせたPBを年+16兆円程度の押し上げ要因となる。このため、現状のような「名目成長率 $>$ 長期金利」の局面では、純粋PBで見ってしまうと16兆円の引き締め効果となってしまうため、まさに政府がワイズスペンディングを積極的に行うべきだろう。

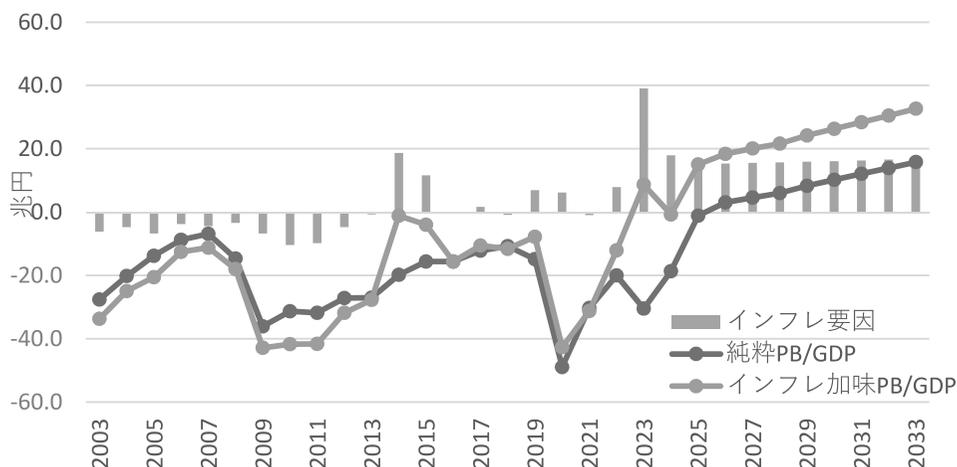
なお、元IMFチーフエコノミストのブランシャール氏は、良い財政の使い道として人口増を促す子育て支援や国内の生産性向上を促す分野等と定義している。そして、完全雇用すなわちGDPギャップがプラスの中で「名目成長率 $<$ 長期金利」の状況となったら、純粋PB黒字化を目標にシフトすることが財政運営の目安となるのではないだろうか。

■ 7. インフレ期とデフレ期で異なる g と r の関係

そこで、実際に過去四半世紀にさかのぼって日本の名目成長率と長期金利の関係を計測してみた。推計方法は次のとおりである。GDPデフレーターの前年比を用いて、それがマイナスの時期をデフレ期、プラスの時期をインフレ期として、名目経済成長率 g と長期金利 r の大小関係を確認した。そして、それぞれの期における $g > r$ の発生確率を計測した。

下図は、名目経済成長率と長期金利の関係を時系列で比較したものである。そして、イ

(図表5) インフレを加味したPB (成長移行ケース)
 ～目標達成で16兆円 (GDP比2%) 程度PB押上げ～



(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」を基に作成

インフレ期とデフレ期で名目経済成長率が長期金利を上回った確率を計測すると、インフレ期には約71%の確率で $g > r$ になっているが、デフレ期には28%の確率にとどまっていることがわかる。こうしたことから、デフレ期よりもインフレ期のほうが $g > r$ の関係を作りやすく、財政が健全化しやすい環境となることがわかる。

そして、 $g > r$ の時に金利が上昇しても財政が改善しやすくなることを直観的に説明すれば、 r は政府支出に対する資金調達コスト、 g は経済成長に伴うリターンとなる。そして、当然 r が上昇すれば、その分払い利費負担が増えることになる。しかし、 r よりも g が高い局面であれば、利払い負担を上回る税収の増加が期待され、必ずしも財政が悪化するとは限らないことがわかる。

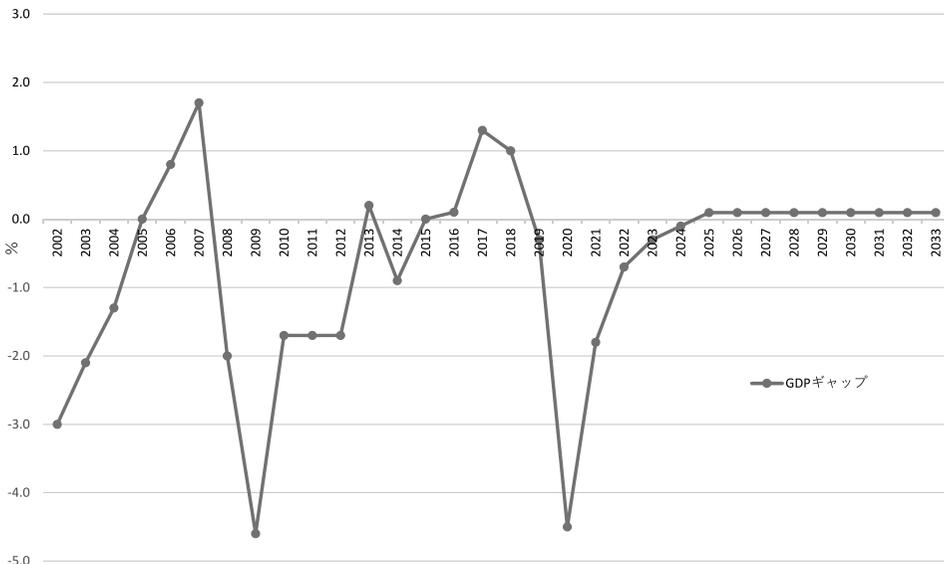
そして何よりも、インフレの局面では $g > r$ の環境が整いやすくなることが重要である。つまり、バブル崩壊からアベノミクス以前のデフレの局面では長期金利に非負制約があることから $g < r$ になりやすく、結果として財政が悪化しやすい環境にあった。しかし、アベノミクス以降のインフレ局面では黒田日銀による緩和効果もあり $g > r$ になりやすい環境にあり、特に足元のようにインフレが定着しつつある局面で金利上昇の側面のみを取り上げて議論すると、財政への影響をミスリードしてしまう可能性がある。

(図表6) 名目成長率と長期金利の推移
 ～成長実現ケースでは2032年度以降～



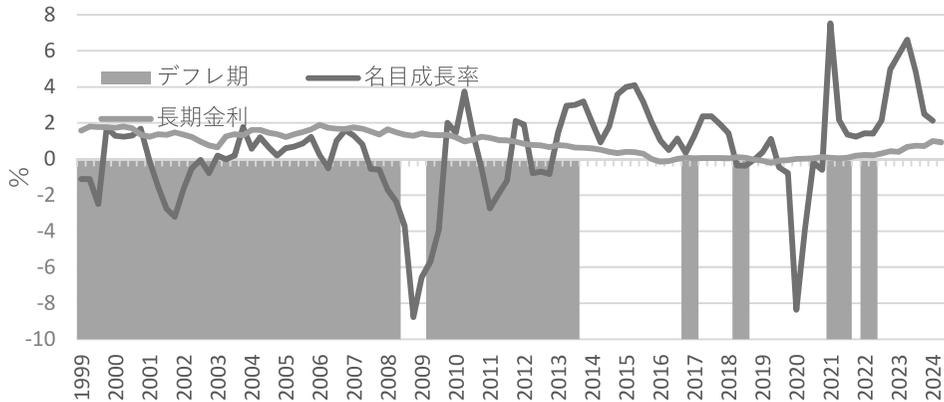
(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」

(図表7) GDPギャップ
 ～25年度からプラス（成長移行ケース）～



(出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」

(図表8) 長期金利と名目成長率の関係
 ～インフレ期はおおむね $g > r$ ～



(出所) 内閣府、日本相互証券、デフレ期はGDPデフレ率前年比マイナス

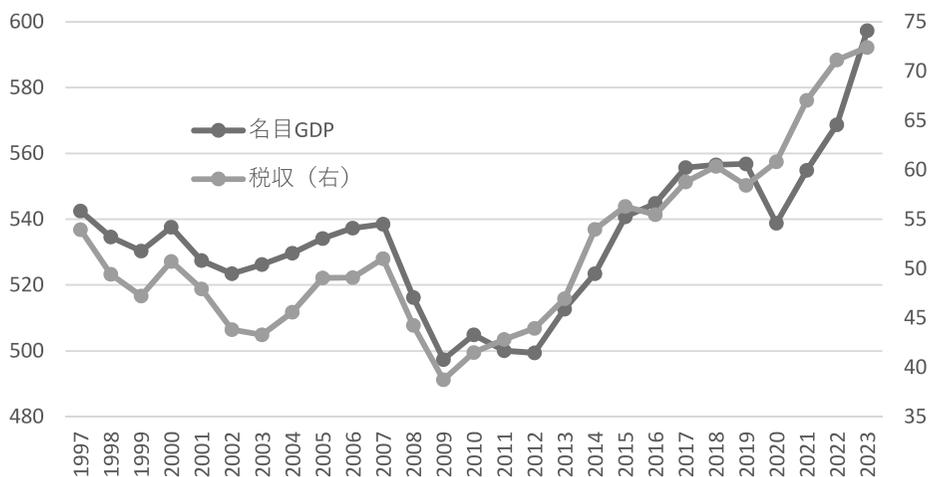
■ 8. g と r の関係で求められる財政目標の組み合わせ

つまり、特に2021年以降に歳出が大きく減らない中でも政府債務残高/GDPが大きく改善している背景には、世界的なインフレにより企業の価格転嫁メカニズムが復活し、 $g > r$ の環境が整いやすくなったことがある。そして、こうしたマクロ環境の変化を無視して、デフレ期と同様に財政規律を過度に意識して行き過ぎた緊縮財政路線を進めてしまうと、民間部門から政府部門への過度な所得移転をもたらす危険性があり、財政は改善しても多くの国民が経済成長の恩恵を受けられなくなる可能性がある。実際に、税収と名目GDPの関係を見ると、特にインフレが定着した2021年以降にそれまでの名目GDPとの関係よりも税収が大きく伸びていることがわかる。

こうしたことからすれば、政府は少なくとも $g > r$ となっている局面では純粋なPB黒字化に過度にこだわらず、財政規律を柔軟化する手段をとるべきだろう。そして、将来の経済成長に役立つような賢い支出を増加させ、拙速な負担増には慎重に対応するスタンスが重要といえよう。

事実、マクロ経済学の世界的権威であるオリヴィエ・ブランシャール氏らは「21世紀の財政政策」(日本経済新聞出版社)の中で、財政政策について「純粋財政」と「機能的財政」のアプローチがあるとしている。そして、長期停滞により金融政策の余地が大幅に失われている想定の中では、マクロ経済安定化のために財政政策に焦点を当てる「機能的財政ア

(図表9) 名目GDPと税収の関係 (兆円)
 ～インフレはステルス増税～



(出所) 内閣府、財務省

「プローチ」が望ましいとする一方で、金融政策によってGDPを潜在水準に維持できる状況で政府債務が大きければ「純粹財政アプローチ」により政府債務の縮小に焦点を当てるべきとし、民間需要の強さに応じてそれぞれのアプローチを適切に組み合わせるべきとしている。

こうしたことからすれば、例えば現状のような $g > r$ の局面ではインフレによる財政改善を加味したPB目標を検討することで財政規律を柔軟化する一方で、仮に経済が過熱して $g < r$ となる環境になった暁には、純粹なPB目標にシフトするというように、経済環境に応じて財政目標を柔軟に変更するようなことを検討すべきだろう。

〔参考文献〕

- ・オリヴィエ・ブランシャール、田代毅『21世紀の財政政策』（2023年、日本経済新聞出版）
- ・ベン・S・バーナンキ（2017）「日本の金融政策に関する一考察」金融研究、第36巻第4号、日本銀行金融研究所

