

金利の上昇が財政に与える影響

～“金利オナーズ”は試算上軽微～

<要旨>

金利の上昇は、政府の負債に対する支払利子を増加させるだけではなく、保有する資産からの受取利子や、個人や法人の利子所得に係る所得税収を増加させる。過去 2003 年からの金利上昇局面は、支払利子よりも受取利子の増加が大きく、財政にとってプラスに寄与した。

もっとも現在では、負債が資産の2倍近くまで膨れ上がっているため、金利上昇時にネットの支払利子は増加するだろう。ただし、国債の平均償還年限が8年以上に長期化していることもあり、新発債の発行利回りが 1.0% 上昇したとしても、負債残高に対する利払いコストは毎年 0.10～0.15%ポイント程度しか変わらない。よって、異次元緩和の出口における金利上昇時の債務/GDP 比率を考えると、名目成長率の上昇が債務/GDP 比率を押し下げる効果が上回る。

金利の上昇による財政負担“金利オナーズ”は試算上は軽微であり、財政に対する配慮から日銀が異次元緩和の縮小や利上げをためらう懸念は小さい。

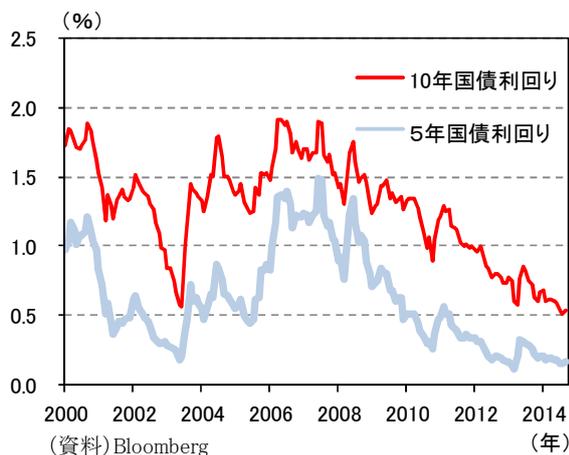
1. 金利上昇で増加する受取利子や税収

2008 年のリーマンショック以降、長期金利は低下基調にあり(図表1)、政府の負債に対する利払いの増加を抑えている。しかし、将来訪れるであろう量的・質的金融緩和(以下 QQE)の出口局面等で金利が上昇すれば、支払利子の増加によって財政が悪化すると考えられる。

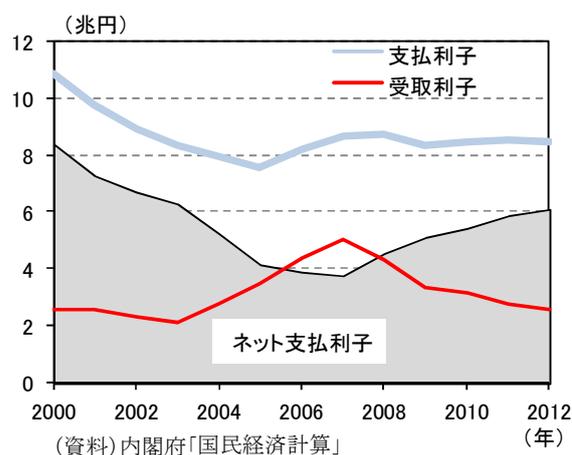
もっとも、金利の上昇は、支払利子を増加させるだけでなく、保有する資産からの受取利子(貸付金利子や有価証券利子)も増加させる。過去 2003 年からの長期金利上昇時の一般政府の支払利子と受取利子の動きを見ると、受取利子の増加額が大きかったため、ネットの支払利子は 2007 年までに約 4.3 兆円縮小し、財政にとってプラスに寄与した(図表2)。

さらに、金利上昇によって、家計や法人の利子所得に係る源泉所得税も増加しており、財政収支の改善に貢献していた(次頁図表3)。

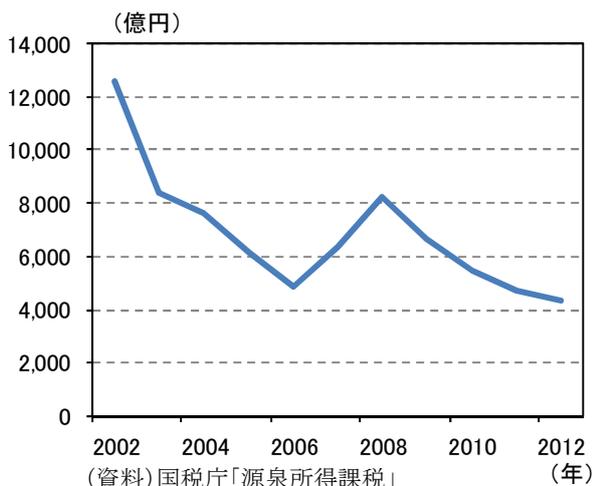
図表1 長期金利の推移



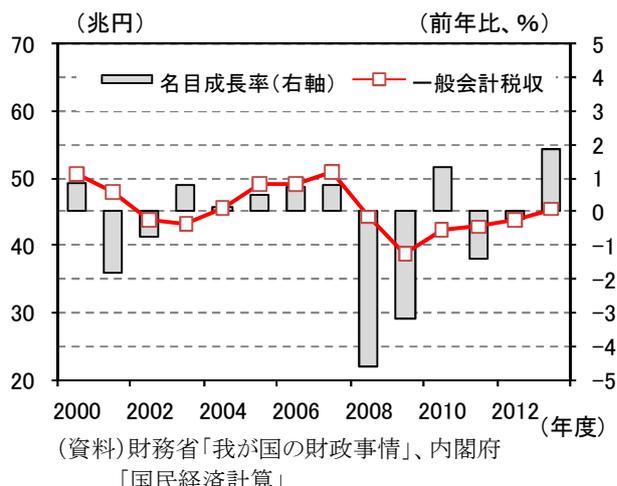
図表2 一般政府の支払利子と受取利子



図表3 利子所得に係る源泉所得税



図表4 名目 GDP 成長率と一般会計税収

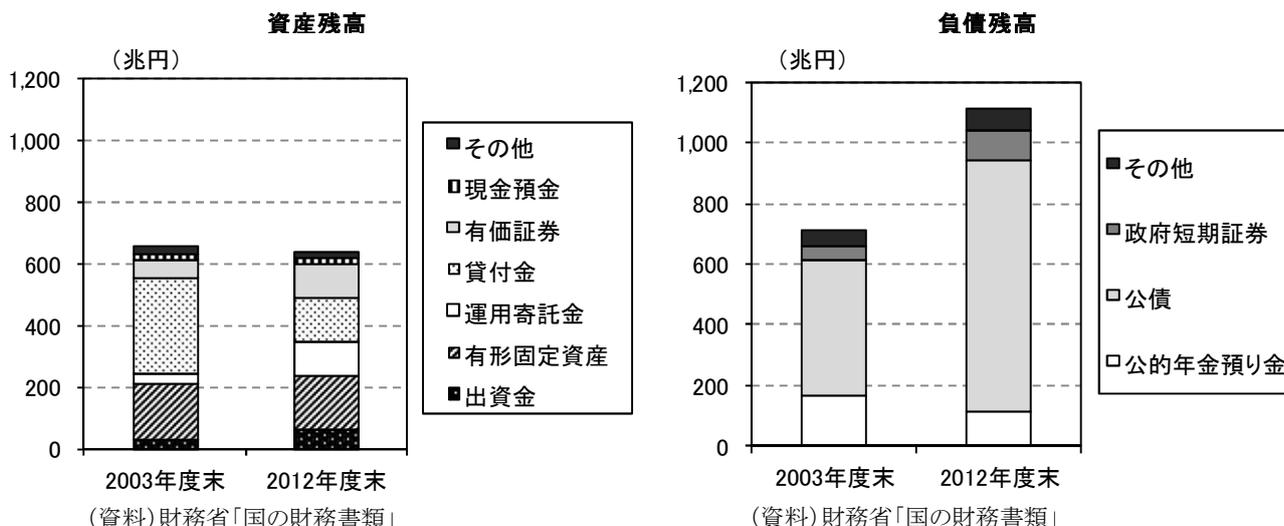


なお、上記の利子所得に係る源泉所得税は、金利上昇によって直接的に増加する税収であるが、金利上昇が経済成長を伴う場合、他の税収も増加する(図表4)。例えば、2013 年度の名目 GDP 成長率は前年比 1.9%で、税収の伸びは同 3.4%(43.9 兆円から 45.4 兆円)である。これに従うならば、名目 GDP 成長率1%に対して、税収は約 1.8%増加することになる¹。

2. 金利上昇で低下する債務/GDP 比率

前節で見た過去の金利上昇局面の傾向は、現状でもそのまま当てはまるわけではない。過去金利が上昇し始めた2003年度末時点では、負債と資産の残高に大きな差はなかったが、2012年度末までに負債が約400兆円増加している一方、資産が増加していないため、今後の金利上昇局面ではネットの支払利子が増加することになるだろう。

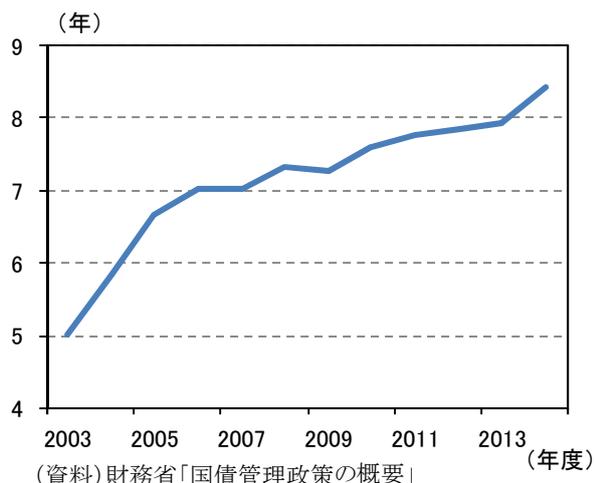
図表5 一般政府の資産残高と負債残高



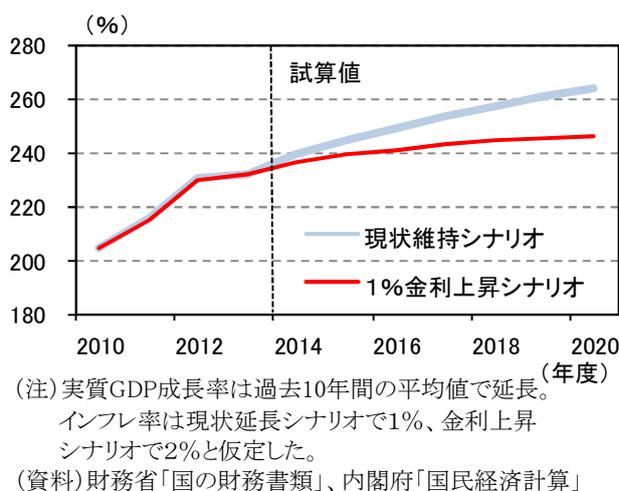
¹ 名目 GDP の上昇は歳出も増加させる可能性がある。財務省では、実質成長を伴わずに物価が上昇する場合には、物価上昇1%に対する歳入の変化率は1%強、歳出の変化率は1%弱としている。

ただし、政府は国債管理政策として、発行する国債の平均償還年限を8年を超えるまでに長期化させている(図表6)。そのため、新発債の発行利回りが1.0%上昇したとしても、負債残高に対する利払いコストは毎年0.10~0.15%ポイント程度(≒1.0%/8年)しか変わらない。一方、インフレ率が2%に達した場合、実質GDPには変化がないと仮定しても、名目GDPは毎年2%増加することになる。よって、QQEの出口における金利上昇時の債務/GDP比率を考えると、ネットの支払利子が増加することで債務残高は増加するが、名目GDP成長率の上昇が分母を増加させる効果の方が大きいことから債務/GDP比率の伸びは低下することになる(図表7)。

図表6 国債の平均償還年限



図表7 一般政府の債務/GDP比率の試算



3. 金利上昇で増加する日銀の支払利子

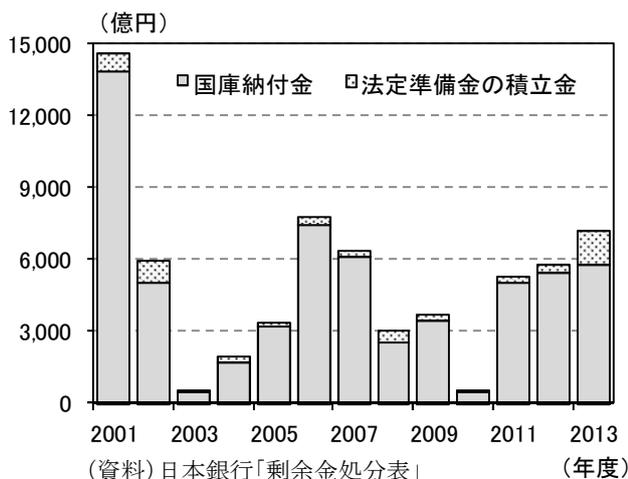
日銀の最終利益は国庫納付金という形で政府に還元されており、その変動は財政にも影響を与える。例えば2001年から2003年の金利上昇時期には、国債利息や外国為替関係利益の減少によって、国庫納付金は2年間で1.3兆円程度減少した(次頁図表8)。

日銀は2013年4月にQQEを開始してから、保有する国債を1年に約50兆円ペースで増やしており(次頁図表9)、それに伴って受け取る国債利息が増加している(次頁図表10)。また、負債サイドでは当座預金のうち所要準備を超える金額(超過準備)が拡大し、その利払い費用も増加している²。QQEの出口で政策金利を上げる場合には、政策金利の水準から一定の数値を差し引いた利率とすることが原則とされている超過準備への付利も上がるため³、利払い費が増加する。一方で、国債の再投資を停止して、償還によって保有残高を減らしていくとすると受け取る国債利息が増加することはない。

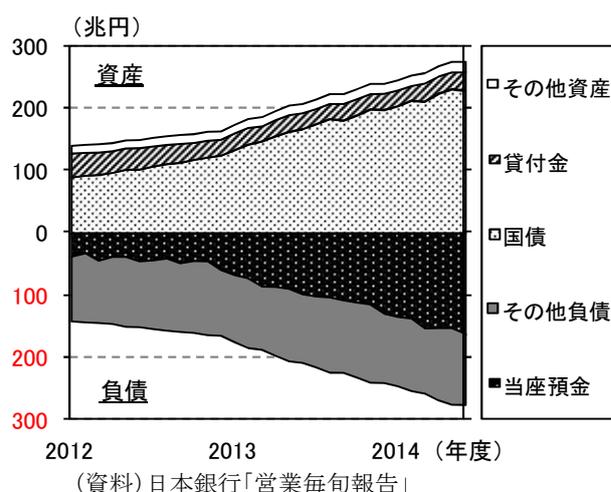
² 2008年10月に導入された補完準備預金制度に基づいて、日銀は超過準備に利息を付している。

³ 超過準備に対する付利は、補完準備預金制度導入の当初、日銀が誘導目標とする翌日物無担保コール金利から0.2%差し引いた水準と規定されていたが、08年12月に誘導目標が0.1%まで引き下げられたため、付利も0.1%に設定されることになった。

図表8 日銀の国庫納付金と法定準備金



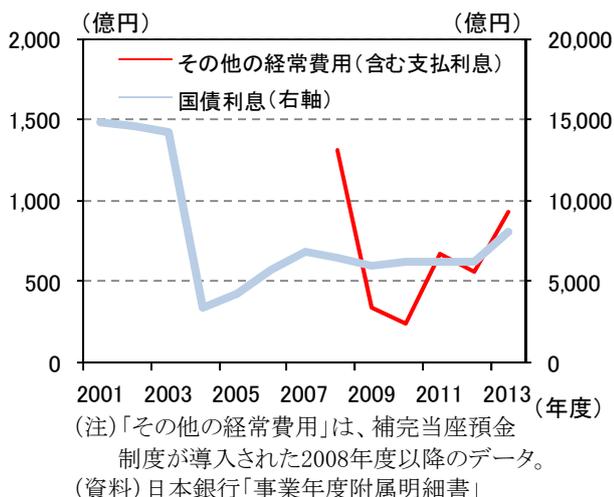
図表9 日銀のバランスシートの推移



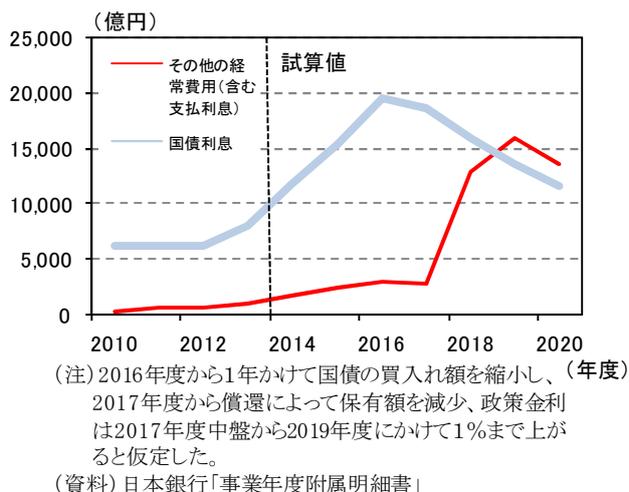
仮に、政策金利が2017年度中盤から2018年度末にかけて1.0%まで上昇するとして試算をした場合、最も多い年で支払利子が受取利子を2,000億円程度上回ることになり、日銀の最終利益はマイナスになる可能性がある(図表11)。もっとも、過去の推移からすると政策金利がこの先1.0%に達するというのは強めの仮定であり、ネットの支払利子が2,000億円程度であれば日銀の自己資本(2013年度末で65,357億円)で補えると思われるため、日銀の支払利子の増加が政府の損失補填を招いて財政を大きく悪化させる可能性は低いと思われる⁴。

2013年度は、日銀は国債利息の増加によって経常利益が増加し、国庫納付金を増やすだけでなく、自己資本へ積み立てられる法定準備金を前年から約1,200億円増やした(前頁図表8)。日銀はQQEによって国債だけでなくリスク資産の保有も増加させたこともあり、剰余金から法的準備金に充てる割合を通常の5%から20%に引き上げて財務の健全性を高めた。

図表10 日銀の受取利息と支払利息



図表11 日銀の受取利子と支払利子の試算



⁴ 日銀が損失を計上した場合の、政府の損失補填規定は、1998年の新日銀法制定によって廃止された。しかし、特別融通が必要な場合には、その都度特別法を制定して処理する可能性がある。

4. 金利上昇による財政負担への影響は軽微

金利が上昇した場合、政府の負債に対する支払利子を増加させるだけではなく、中央政府が保有する資産からの受取利子や、個人や法人の利子所得に係る所得税収が増加する。過去2003年からの金利上昇局面では、支払利子よりも受取利子の増加が大きく、財政にとってプラスであった。

もともと現在では、負債が資産の2倍近くまで膨れ上がっているため、金利上昇時にネットの支払い利子は増加するだろう。ただし、国債の平均償還年限が8年以上に長期化していることもあり、新発債の発行利回りが1.0%上昇したとしても、負債残高に対する利払いコストは毎年0.10～0.15%ポイント程度しか変わらない。よって、QQEの出口における金利上昇時の債務/GDP比率を考えると、ネットの支払利子が増加することで債務残高は増加するが、名目GDP成長率の上昇が分母を増加させる効果の方が大きいことから債務/GDP比率の伸びは低下するだろう。

また、日銀がバランスシートを縮小させながら政策金利を1.0%まで上昇させると仮定して試算をすると、日銀の支払利子が受取利子を最も多い年で2,000億円程度上回ることになるが、日銀の自己資本で補えるであろう金額であり、政府の損失補填によって財政が大きく悪化する可能性は低いと思われる。

以上より、金利の上昇による財政負担“金利オーナス”は試算上は軽微であり、財政に対する配慮から日銀がQQEの縮小や利上げをためらう懸念は小さい。

(経済調査チーム 登地 孝行 : Toji_Takayuki@smtb.jp)