

# 財政健全化の遅れが招く負のスパイラル

## <要旨>

「骨太 2018」で示された財政健全化目標のうち、「2025 年度基礎的財政収支の黒字化」は達成困難と見られるが、「債務残高対 GDP 比の安定的な引下げ」は長期金利が名目 GDP 成長率を明らかに下回り続けることから、達成されると見られる。

このことは、基礎的財政収支の黒字化という財政健全化の出発点にすら辿り着けない中で、財政健全化の道筋がついたとの誤った認識・主張が台頭しかねない危うさをはらむ。その場合には、基礎的財政収支黒字化がまたも安易に先送りされるのみならず、「金融抑圧の固定化」「財政健全化の遅れと金融政策の出口戦略の遅れの相互作用」「草食系バブルの広がり」「テールリスク発生時のマグニチュードの蓄積」といった事象がスパイラル的に進行していくことが懸念される。

財政健全化の遅れは財政に止まらず、その影響は様々な領域に及ぶことを念頭に置いたリスク認識と、健全化に向けた着実な取り組みと進捗の監視が、従来にも増して求められる。

「骨太 2018」において新たな財政健全化目標が示され、基礎的財政収支の黒字化目標が従来 の 2020 年度から 2025 年度に先送りされた。さらに7月には「中長期の経済財政運営に関する試算(以下「財政試算」)」が更新・公表され、財政健全化目標の前提となる主要経済金融指標の見通し<sup>1</sup>が、既往の政策がその効果を十二分に発揮する成長実現ケース、これまでの実績を踏まえて政策効果を現実的かつ慎重に見るベースラインケースに分けて示された(次頁図表1)。

これらの素材からは、とかく目が向けられがちな基礎的財政収支以外にも、今後の財政事情の姿やその関連領域への影響について、以下のような重要な示唆を得ることができる。

## 1. 道筋が見えない基礎的財政収支の黒字化

第一は、2025 年度の基礎的財政収支の黒字化は困難であるということである。これは既に多くの論者から指摘されており、もはや多くの説明は不要であろう。

すなわち、①成長実現ケースでは、2023 年度には潜在成長率も実質 GDP 成長率も消費者物価上昇率も2%まで高まる、②それでも国の基礎的財政収支は、2025 年度においても対名目 GDP 比▲1.4%(▲9.9 兆円)の赤字となる、③しかし地方の基礎的財政収支は、同+1.1%(+7.5 兆円)の黒字となり、国の赤字の相当部分を穴埋めする、④それでもなお残る同▲0.3%(▲2.4 兆円)の赤字については、何らかの努力で収支改善を図ることで2024 年度の黒字化も視野に入れる—というシナリオは非現実的であり、信頼に足るものではない(次頁図表1)。2025 年度に設定された基礎的財政収支黒字化目標は、さらに先送りされる可能性が高い。

<sup>1</sup> 「財政試算」では「成長率、物価及び金利などはモデルから試算されるもの」となっているが、本稿では想定値・予測値に相当するものと解する。

地方の基礎的財政収支の見通しを比較的楽観的に見ているのは、「財政試算」における現実的かつ慎重シナリオであるベースラインケースでも同様であり、2018年度では対名目GDP比+0.1%(+0.8兆円)と見込まれる地方政府の黒字が、2027年度には同+0.7%(+4.6兆円)まで拡大する姿となっている。

確かに、地方政府の貯蓄投資差額(概ね財政収支に相当)を見ると、90年代までは年度平均▲10兆円超の投資超過(資金不足)だったのが、近年は収支ゼロ近傍まで改善してきた。しかしその中身を見ると、収支の改善は税収入が増えたためではなく、利子支払いの減少と固定資本形成(公共投資)の圧縮に因るところが大きかった(図表2)。

しかし今後は、金利に低下余地はほとんどなく、固定資本形成(公共投資)も、老朽化した公共インフラの更新や震災・風水害等災害対策の必要性を考えれば更なる圧縮は難しいだろう。人口動態から考えれば、税収入の安定的な伸びは期待し難い一方、社会保障関連の支出は増加していくことは避けられない。地方交付税交付金等を通じた国からの資金移転(図表2では受取項目中の「その他の経常移転」)があるため、地方の基礎的財政収支が国と同様の大幅赤字に転じることはないとしても、黒字が拡大するかどうかについては、不透明感が拭えない。

図表1 中長期の経済財政運営における主要経済指標

【成長実現ケース】 (％)

年度	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
実質GDP成長率	1.2	1.6	1.5	1.5	1.4	1.6	1.8	2.0	2.0	2.0	2.1	2.0
名目GDP成長率	1.0	1.7	1.7	2.8	2.8	3.0	3.3	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5
消費者物価上昇率	▲0.1	0.7	1.1	1.5	1.8	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
長期金利	▲0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.8	1.4	2.0	2.6	3.2	3.5
基礎的財政収支 対名目GDP比率	▲3.0	▲2.9	▲2.8	▲2.3	▲1.5	▲1.4	▲1.2	▲0.9	▲0.6	▲0.3	0.0	0.3
国	▲3.5	▲3.3	▲3.0	▲2.5	▲2.2	▲2.1	▲1.9	▲1.8	▲1.6	▲1.4	▲1.2	▲1.1
地方	0.5	0.4	0.1	0.2	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1	1.2	1.4
公債等残高 対名目GDP比率	187.6	188.2	189.2	186.9	183.7	180.3	176.3	172.0	167.9	164.0	160.4	157.1

【ベースラインケース】 (％)

年度	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
実質GDP成長率	1.2	1.6	1.5	1.5	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.1
名目GDP成長率	1.0	1.7	1.7	2.8	2.1	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.6
消費者物価上昇率	▲0.1	0.7	1.1	1.5	1.4	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
長期金利	▲0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	0.7	1.3	1.8	2.0	2.1	2.1
基礎的財政収支 対名目GDP比率	▲3.0	▲2.9	▲2.8	▲2.3	▲1.5	▲1.5	▲1.5	▲1.4	▲1.3	▲1.3	▲1.2	▲1.1
国	▲3.5	▲3.3	▲3.0	▲2.5	▲2.2	▲2.1	▲2.1	▲2.1	▲2.0	▲1.9	▲1.8	▲1.8
地方	0.5	0.4	0.1	0.2	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7
公債等残高 対名目GDP比率	187.6	188.2	189.2	186.9	185.0	183.8	182.7	181.7	180.9	180.3	179.8	179.8

(資料)内閣府「中長期の経済財政運営に関する試算(平成30年7月)」

図表2 地方政府の貯蓄投資差額の推移(年度平均)

(兆円)

年度	95~99	00~05	06~10	11~16
貯蓄投資差額	▲12.1	▲4.5	▲0.4	▲0.3
受取	74.5	73.2	72.3	75.6
間接税	16.9	17.7	17.0	17.4
直接税	18.7	17.1	20.3	18.8
その他の経常移転	26.5	27.9	24.7	29.4
支払	86.5	77.6	72.7	76.3
利子配当支払	5.4	3.6	2.3	1.9
その他の経常移転	6.2	7.8	11.6	13.6
国公立諸施設維持管理	16.5	15.6	14.5	14.3
一般行政サービス・警察等	26.9	28.3	27.2	27.3
純固定資本形成	13.4	5.8	0.9	1.2

(資料)内閣府「国民経済計算年報」

## 2. 懸念される「債務残高 GDP 比率の安定的低下」の誤解釈

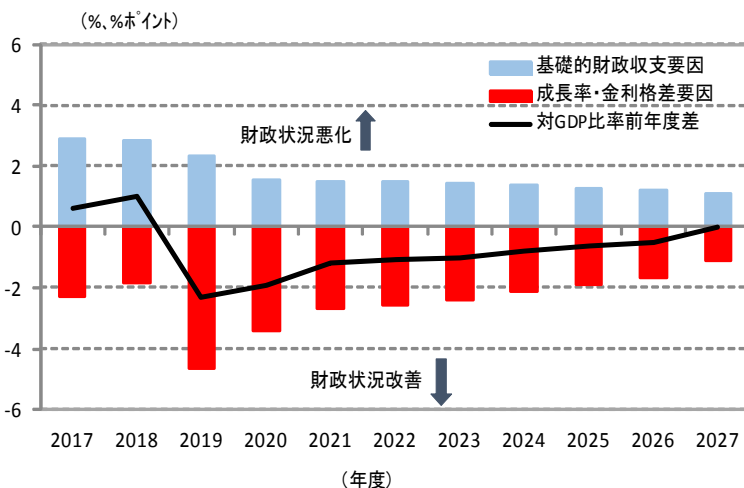
第二は、このように基礎的財政収支の黒字化が依然見通せない中であっても、2020～2021年度にかけては、我が国の財政は健全化に向かい始め、維持可能性が改善しつつあるとの見方が浮上しかねないことである。

これは、「骨太 2018」において「2025 年度基礎的財政収支の黒字化」とともに健全化目標に掲げられた「債務残高対 GDP 比率の安定的低下」が、向こう2～3年程度の間は達成される蓋然性が高いためである。「財政試算」でもそのような姿となっており、成長実現ケースではもちろん、ベースラインケースにおいても、公債等残高対名目 GDP 比率は 2018 年度をピークに緩やかに低下している(前頁図表1)。

既に知られるように、公債等残高対名目 GDP 比率が前年度より上昇するか低下するかは、①基礎的財政収支の赤字が増加することによる同比率押し上げ効果(基礎的財政収支要因)と、②名目 GDP 成長率が長期金利<sup>2</sup>(ここでは国債金利)を上回ることによる同比率押し下げ効果(成長率・金利格差要因)によって左右される。

ベースラインケースにおける公債等残高対名目 GDP 比率の低下の中身を上記2要因に分けてみると、①基礎的財政収支の赤字は続くことから、基礎的財政収支要因は同比率を押し上げる方向に寄与し続ける、②名目 GDP 成長率は、消費税率引き上げに伴う振幅を除けば概ね 1.7%程度で推移する一方、長期金利は 2020 年度まで 0%が続き、その後の上昇ピッチも極めて緩やかである、③このため、2023 年度までは名目 GDP 成長率が長期金利を上回り続ける、④このため、成長率・金利格差要因は同比率を押し下げる方向に寄与し続け、2019 年度以降はその度合いは基礎的財政収支要因を上回る、⑤このため公債等残高対名目 GDP 比率は低下し続ける一ことが分かる(図表3)。

図表3 公債等残高対名目 GDP 比率の変動要因(前年度差)



(注) 要因分解は下記ドーマーの条件式に基づく。右辺第 1 項が成長率・金利格差要因、第 2 項が基礎的財政収支要因。第 1 項については、「財政試算」ではストックベースの長期金利は不明なので、対 GDP 比率前年度差全体から第 2 項を差し引いた分を第 1 項の寄与度とみなした。

$$Dt/Yt - Dt-1/Yt-1 = Dt-1(i-g)/Yt - St/Yt$$

$$S = T - G$$

D: 公債等残高 Y: 名目 GDP i: 長期金利  
g: 名目 GDP 成長率  
S: 基礎的財政収支 T: 税収 G: 政府支出(除く利払費)

(資料) 内閣府「中長期の経済財政運営に関する試算(平成 30 年 7 月)」

<sup>2</sup> ここでの長期金利は日々、市場で観察されるフローベースではなく、ストックベースである。「財政試算」に示されているのはフローベースである。

ベースラインケースにおいて、名目 GDP 成長率の想定(1.7%程度)は、2012年度～2017年度の年度平均成長率が2%強であることと比較しても特段高いものではない。従って、公債等残高対名目 GDP 比率が低下する主因は、長期金利が2020年度まで0%が続き、その後も極めて緩やかにしか上がらないという想定にある。

この長期金利の「2020年度まで0%」との想定は、①日本銀行は今なお、「2%物価上昇目標」「オーバーシュート型コミットメント」を掲げており、政策委員会のメンバー構成から見ても、これらが近い将来大幅に変更されるとは考えにくいこと、②日銀は長期金利操作においてコントローラビリティを発揮しており、長期金利は0%近傍の水準が2年半続いていること(図表4)、③「貿易戦争」「地政学」など海外にリスク要因が存在する中では、日銀は景気回復に水を差しかねない円高を回避すべく、長期金利誘導目標の引き上げには慎重にならざるを得ないこと一を勘案すると、向こう2～3年の間は、「0%不動」とまでいかななくとも、「0%～(名目 GDP 成長率を明らかに下回る)ごく小幅のプラス」というレンジで現実化する蓋然性は相応にあると考えられる。

かくして公債等残高対名目 GDP 比率はベースラインケースに示された姿に近い形で、2020～2021年度までは低下ないし横ばい圏内で推移すると見られる(前掲図表1)。



(資料)日本経済新聞(経済指標ダッシュボード)

公債等残高対名目 GDP 比率は、財政の維持可能性を判断する指標として、財政健全化指標の中で最も重視されてよい。だが、これが「安定的に低下する」と言い切るためには、名目 GDP 成長率が常に長期金利を上回ることが保証されない以上(実際、「財政試算」でも対象期間の終盤は長期金利が名目 GDP 成長率を上回る想定となっている)、基礎的財政収支が黒字化し、その黒字幅が拡大し、財政収支の黒字さらには債務残高の圧縮までも視野に入ってくるのが必須要件である。

従って、公債等残高対名目 GDP 比率が低下したとしても、基礎的財政収支の赤字が続いている以上、財政の維持可能性が改善したとみるのは不適切である。懸念されるのは、こうしたロジックが十分理解されないまま、財政が健全化に向かい始めた(少なくとも最悪期は越えた)との誤った解釈が広がり、基礎的財政収支の黒字化への意欲・覚悟が薄れ、財政出動を要請する声すら出てくることである。長期金利を超低位水準に抑えこむことの副作用として、財政赤字に対するアラーム機能が発揮されない点が指摘されるが、まさにそれが起こることでもある。

政府は公債等残高対名目 GDP 比率が低下したからと言って、財政健全化が進んだかのように説明することは慎むべきであり、歳出・歳入改革の手を緩めてはならない。

### 3. 明らかになる「金融抑圧」の固定化

第三は、「金融抑圧(長期金利を人為的に低く抑えることにより、政府債務や利払い負担を減らすこと)」と「財政ファイナンス」の固定化が一層、明らかになることである。

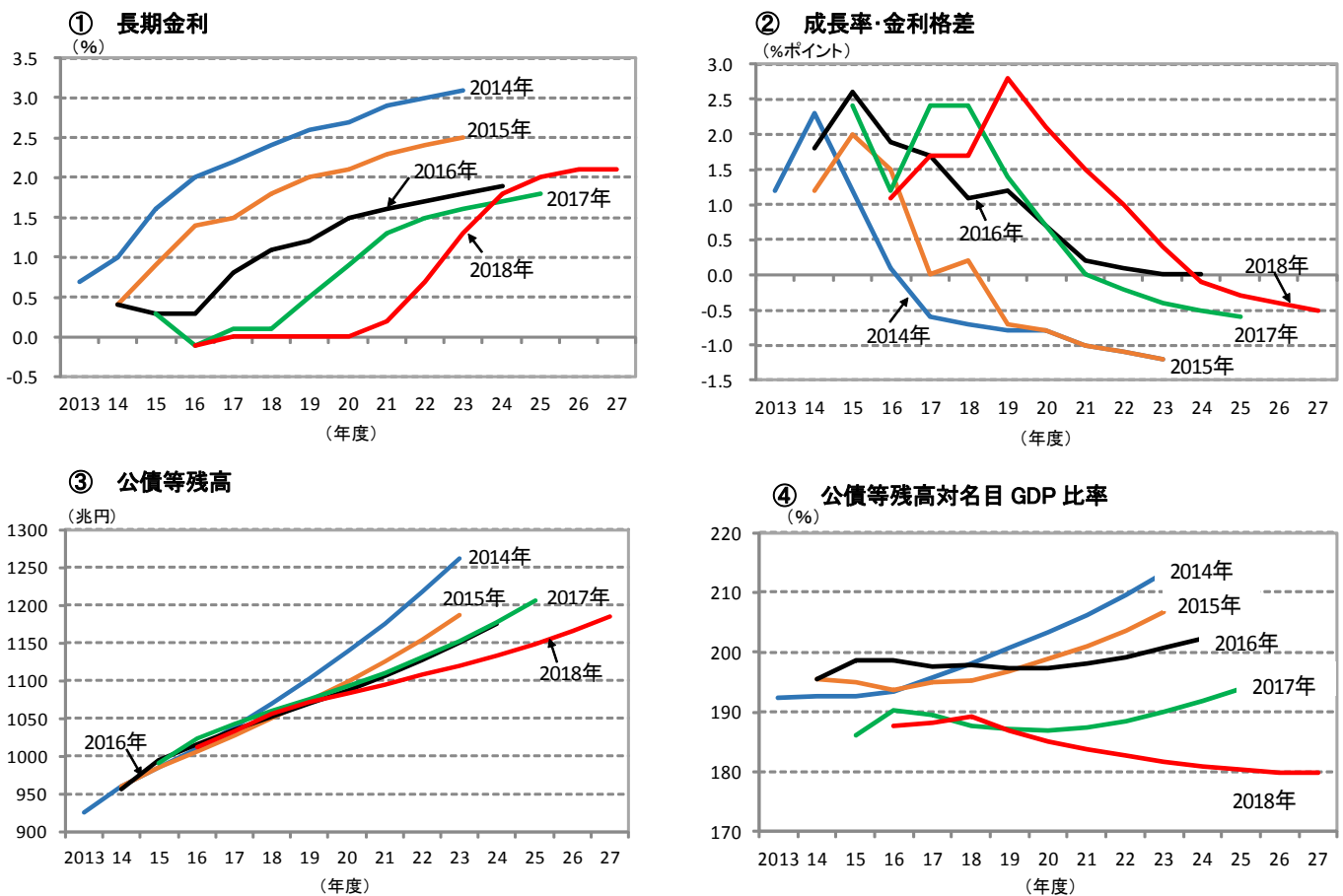
これは基礎的財政収支が赤字から脱せない中、公債等残高対名目 GDP 比率の低下は、国債大量買入れや指値オペを通じた「長期金利0%政策」によってもたらされることから見て当然であり、政府が日銀にそれを強いたものではなくとも、現れた現象は「金融抑圧」と解するべきであろう。

「金融抑圧」の進行は、既に「財政試算」にも表れている(図表5)。

2014年度から2018年度にかけての「財政試算」における想定値・予測値の推移を見ると、①長期金利は下方修正され(2020年度の長期金利は、2014年度試算:2.7%→2016年度試算:1.5%→2018年度試算:0.0%)、②名目GDP成長率と長期金利の格差は広がり(2020年度の成長率・金利格差は、2014年度試算:▲0.8%→2016年度試算:0.7%→2018年度試算:2.1%)、③公債等残高が増え続ける中でも、④公債等残高対名目GDP比率は低下した(2020年度の同比率は、2014年度試算:203.4%→2016年度試算:197.3%→2018年度試算:185.0%)。

財政健全化指標の見かけ上の改善を、長期金利の超低位安定すなわち日銀の「量的・質的金融緩和」「長短金利操作」に頼り、そのスタンスが年々強まっていることが分かる。金融政策の独立性が危ぶまれる姿でもある。

図表5 各年度「財政試算」における主要指標の推移



(資料)内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(各年度7月公表分)

#### 4. 財政健全化の遅れと出口戦略の遅れのスパイラル

第四は、さまざまな領域で金融の歪みが徐々に進行し、テールリスク発生時のマグニチュードが蓄積されることである。

2016年1月末から始まった長期金利0%近傍が2020～2021年度まで続いた場合、投融資機関が直面している厳しい運用難、収益減少傾向も続くことになる。このため、①投融資機関は、リスクを抑えつつ、少しでもリターンが乗る安全資産に集中的に投融資し、この結果、安全資産の価格がバブル的水準まで上昇する、②投融資機関はやむなく準／準々安全資産まで運用対象を広げ、その結果、準／準々安全資産の価格もバブル的水準まで上昇する—という「草食系バブル」が進行し、投融資機関にはリスクリターンのバランスを失調し、大幅な価格下落リスクを内包した資産が蓄積されることが懸念される。

また、日銀が出口戦略を進める際には、不可避的に長期金利に上昇圧力がかかるため、これを長期金利の急騰を招くことなくスムーズに進めるためには、日本国債に対する信認が維持されなければならない。にもかかわらず、基礎的財政収支の赤字は続き、赤字が続くゆえに(対名目GDP比率は一時的に低下するとは言え)公債等残高の増加にも歯止めがかからない。日本国債の信認に係る不透明な要素が増し、日銀の出口戦略の妨げとなる可能性がある。

こうして、財政健全化の遅れが日銀の出口戦略を遅らせ、出口戦略の遅れが長期金利を0%～ごく小幅なプラスという超低位に留め、それが公債等残高対名目GDP比率の低下を招き、そのことが財政事情への危機感を弛緩させ、財政健全化を遅らせることに陥りかねない。

それは何かしらをきっかけに長期金利が急騰した際、利払費急増による財政事情の大幅な悪化、日本国債の格下げ、(保有国債の会計処理は償却原価法を採用しているとは言え)国債を大量に保有する日銀の資産の急速な悪化といった、テールリスク発生時のマグニチュードが膨らみ続けるということでもある。

以上のように、向こう3年間程度を展望すると、①2025年度の基礎的財政収支黒字化の達成は困難であることが明らかになる、②公債等残高対名目GDP比率は低下ないし横ばい圏内で推移するので、財政事情の悪化に歯止めがかかったとの誤った認識が台頭する、③それとともに、「金融抑圧・財政ファイナンスの固定化」「財政健全化の遅れと出口戦略の遅れの相互作用」「草食系バブルの広がり」「テールリスク発生時のマグニチュードの蓄積」といった負のスパイラルが進行することが予想される。

財政健全化の遅れは財政のみに止まらず、その影響は様々な領域に及ぶということを十分念頭に置いたリスクの把握、シナリオの吟味が必要ということでもある。むろん、財政健全化に向けた着実な取り組みと進捗の監視が最も重要であることは言うまでもない。

(フェロー役員 調査部主管 主席研究員 金木 利公 : Kaneki\_Toshikimi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。