

我が国財政の利払費に関する一考察

～持続的な経済成長の実現と利払費増加の関係～

財政金融委員会調査室 吉田 博光

1. はじめに

我が国はこれまでに多額の国債を発行し、巨額の債務残高を抱えるに至った。その結果、歴史的な低金利が続いているにもかかわらず、一般会計では8.1兆円(平成25年度決算)もの利払費を負担しなければならない状況となっている。この利払費の規模は公共事業関係費(平成25年度決算で8.0兆円)に匹敵し、利払費を1分当たりに換算すると1,542万円、1秒当たりでは26万円となる¹。他方、視点を変えれば、現在の低金利は低成長を続ける経済と表裏一体の側面もあり、成長率の高まりが利払費の増加につながる可能性がある。

平成24年12月26日に発足した第二次安倍内閣は、大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略から成る「三本の矢」を推進し、デフレからの脱却を目指してきた。ところが、平成26年7-9月期の実質経済成長率(1次速報)が前期比年率マイナス1.6%成長となり²、平成26年4月に実施された消費税率8%への引上げに伴う反動減からのV字回復は実現しなかった。これを受け、安倍総理は脱デフレを確実にするために消費税率の再引上げを延期することを表明するに至った。このような景気優先の取組が効果を上げ、我が国経済が成長軌道に乗れば、我が国財政にとってもプラスの効果が期待される³。他方、そのような経済状況が実現されれば、日本銀行が実施している量的・質的金融緩和の出口戦略とあいまって、将来的には金利が上昇に転じるとの指摘もなされている。

IMFの統計によると、我が国一般政府⁴の債務残高(対GDP比)は245.1%の見込みであり⁵、先進国で唯一200%を超える水準にある。また、普通国債残高(以下「国債残高」という。)は、平成26年度末で780兆円(当初予算ベー

¹ 国立天文台(大学共同利用機関法人 自然科学研究機構 国立天文台)のホームページを参考に、1年を365.24219日として計算した。

² 平成26年12月8日に公表された2次速報では年率マイナス1.9%成長に下方修正された。

³ 経済成長に伴う自然増収等が期待される反面、消費税率再引上げの延期は、我が国財政にとってマイナスのインパクトが大きいことも忘れてはならない。

⁴ 一般政府は中央政府、地方政府及び社会保障基金の合計。

⁵ IMF “World Economic Outlook Database, October 2014”による平成26年末の推計値。

ス)になると見込まれている。このため、ひとたび金利が上昇すれば利払費が増加し、我が国財政に負の影響をもたらすことも懸念される。

そこで本稿では、国債残高や利払費を中心に財政の現状を概観した上で、内閣府が行っている将来試算を前提として一般会計利払費等の将来像を試算し、金利上昇に伴う我が国財政への影響について定量的な分析を加える。あわせて、長期金利の変動要因を確認することにより、巨額の債務を抱える我が国財政と金融政策との関係についても言及したい。

2. 我が国財政の現状

2-1. 国債発行額と国債残高の推移

我が国における国債発行の歴史を振り返ると、規模の大小はあるものの、昭和40年度以降、常に国債の発行が続けられている（図表1）。そして、歳出総額（平成26年度当初予算ベースで95.9兆円）と税収（同50.0兆円）が大きく乖離した状況が続いており、巨額の国債発行に依存せざるを得ない状況に陥っている。

このような流れについて年代を区切って見てみると、まず、昭和40年代終わりから昭和50年代にかけて国債発行額が膨らんだ後、平成元年度にかけて減少したことで一つの山が形成されたという特徴が見られる⁶。この期間での国債発行額の増加は、昭和48年の「福祉元年」以降における社会保障関係費の急増や二度の石油危機（昭和48年、昭和54年）などが要因となっている。その後、昭和から平成にかけてのバブル経済に伴って税収が伸び、国債発行額は減少していった。この間、昭和51年に策定された特例国債からの脱却目標は2回にわたって先延ばしされ⁷、平成2年度に至って目標が達成された。バブル経済が崩壊すると、経済対策に伴う歳出の追加や減税が次々と実施され、社会保障関係費の増加等もあいまって国債発行額が増加していった。平成6年度に特例国債の発行が再開されると、平成7年度には国債発行額が20兆円を突破し、平成10年度には30兆円を突破した。さらに、リーマン・ショックの影響が大きく現れた平成21年度には50兆円を突破するに至った。

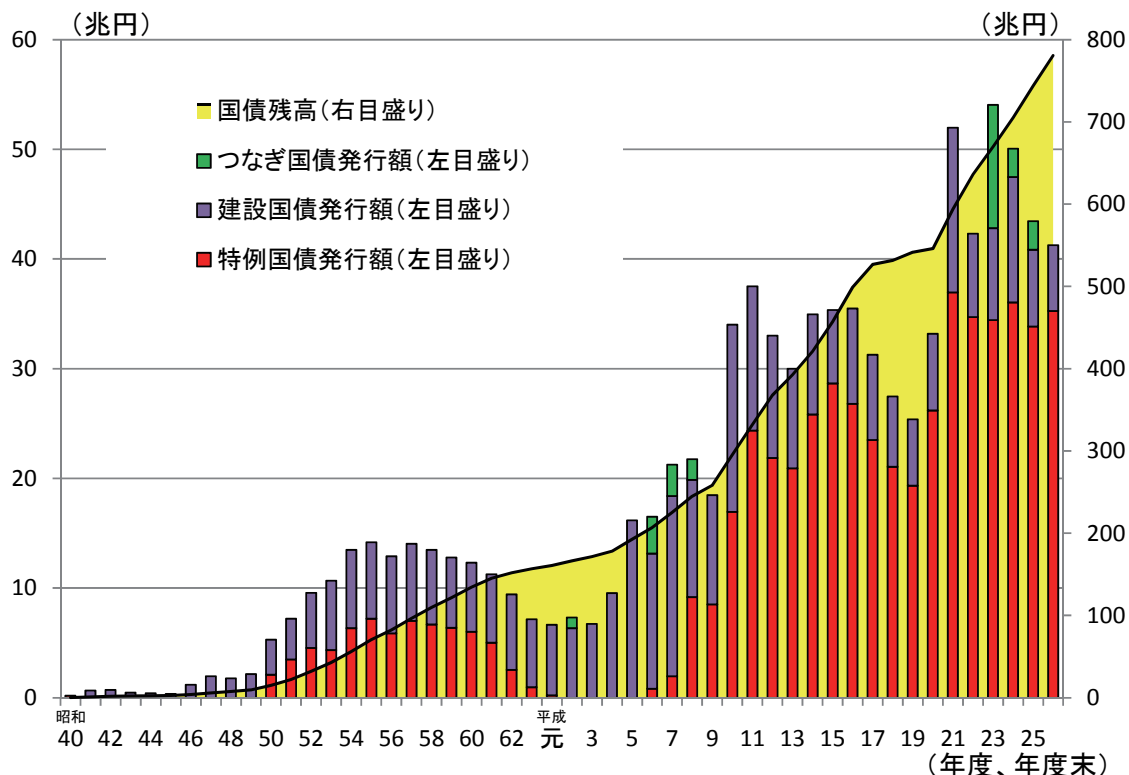
このような国債発行の歴史を背景に、国債残高は増加を続け、平成26年度末

⁶ 平成元年度の国債発行額は6.6兆円、平成2年度は7.3兆円となっているが、平成2年度には、湾岸地域における平和回復活動を支援する財源を調達するために1.0兆円の臨時特別国債が発行されており、これを除くベースでは、平成2年度の国債発行額の方が少なくなっている。

⁷ 当初は昭和55年度に特例国債から脱却する目標を掲げていたが、その目標は昭和59年度、平成2年度へと先延ばしされた。

には 780 兆円に達する見込みとなっている。特に、近年における国債残高の増加は著しく、平成 21 年度以降の 6 年間では 234.5 兆円増加しており、これは、国債残高の 30.0%を占める規模となっている。

図表 1 国債発行額と国債残高の推移



(注 1) 平成 25 年度までは決算、平成 26 年度は当初予算ベース。
 (注 2) つなぎ国債は、臨時特別国債 (平成 2 年度)、減税特例国債 (平成 6 年度～平成 8 年度)、復興債 (平成 23 年度)、年金特例国債 (平成 24 年度、平成 25 年度)。
 (注 3) 国債残高のみ年度末の数値。
 (出所) 財務省「国債統計年報」、「決算の説明」等より作成

2-2. 国債残高、金利の推移と利払費の関係

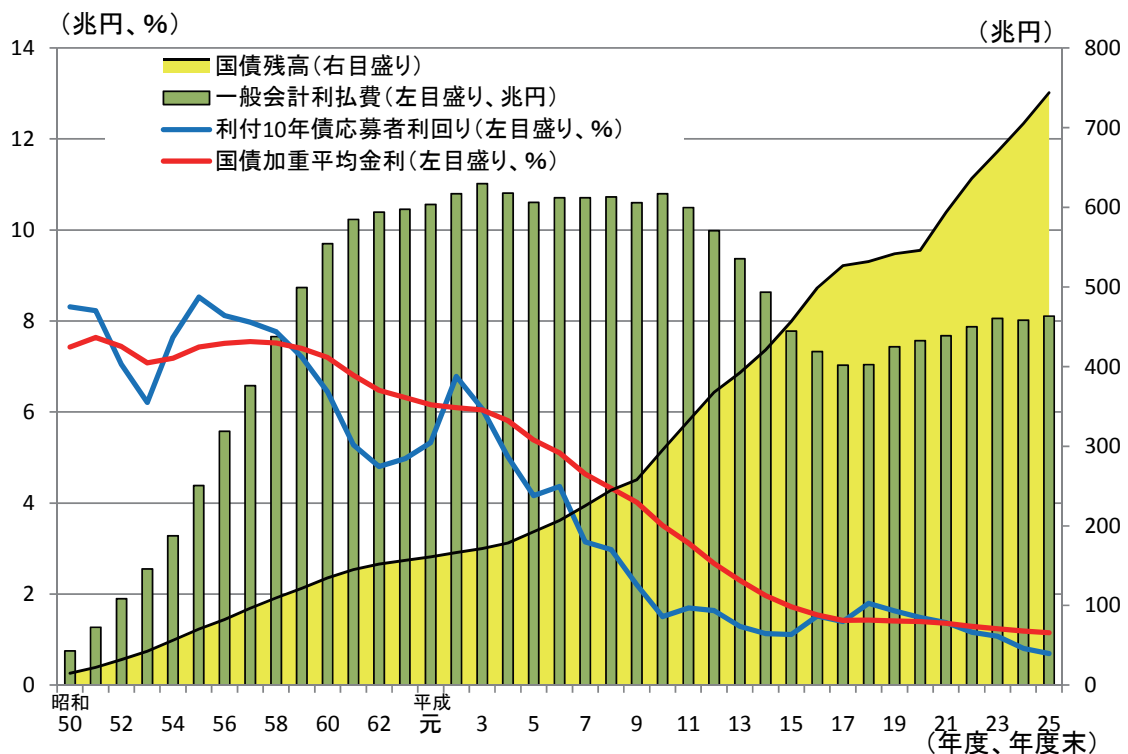
多額の国債発行に依存する財政運営により国債残高が巨額に積み上がった結果、多額の利払費を負担しなければならない状況に陥っている⁸。ただし、利払費の推移を見ると、ピークは平成 3 年度の 11.0 兆円であり、平成 12 年度以降は 10 兆円を下回る水準に抑えられている (図表 2)。国債残高が増加する一方で利払費が抑制された要因は、長期的に低下を続けた金利の動向にある。

図表 2 で利付 10 年債応募者利回りを見ると、昭和 55 年度の 8.5%から平成

⁸ 一般会計の利払費は、国債の利払費のほか、借入金等に伴う利払費も含まれているが、多くの利払費は国債に起因するものとなっている。

25年度には0.7%に低下している。これに伴い、既発債の平均金利であり利払費と関係が深い普通国債利率加重平均（以下「国債加重平均金利」という。）についても、昭和57年度の7.55%をピークに低下傾向が続いている。このような金利の動向が利払費の抑制に寄与してきたが、国債加重平均金利がほぼ横ばい圏で推移するようになった平成18年度以降、利払費は緩やかな増加傾向に転じている。ただし、我が国財政は依然として低金利に伴う多大な恩恵を受け続けており、平成25年度の利払費8.1兆円（国債残高は744兆円）は、昭和58年度の7.7兆円（同110兆円）や昭和59年度の8.7兆円（同122兆円）と同程度の水準にとどまっている。

図表2 国債残高、金利、利払費の推移



(注1) 数値は全て実績ベース。

(注2) 国債加重平均金利及び国債残高は年度末時点の数値。

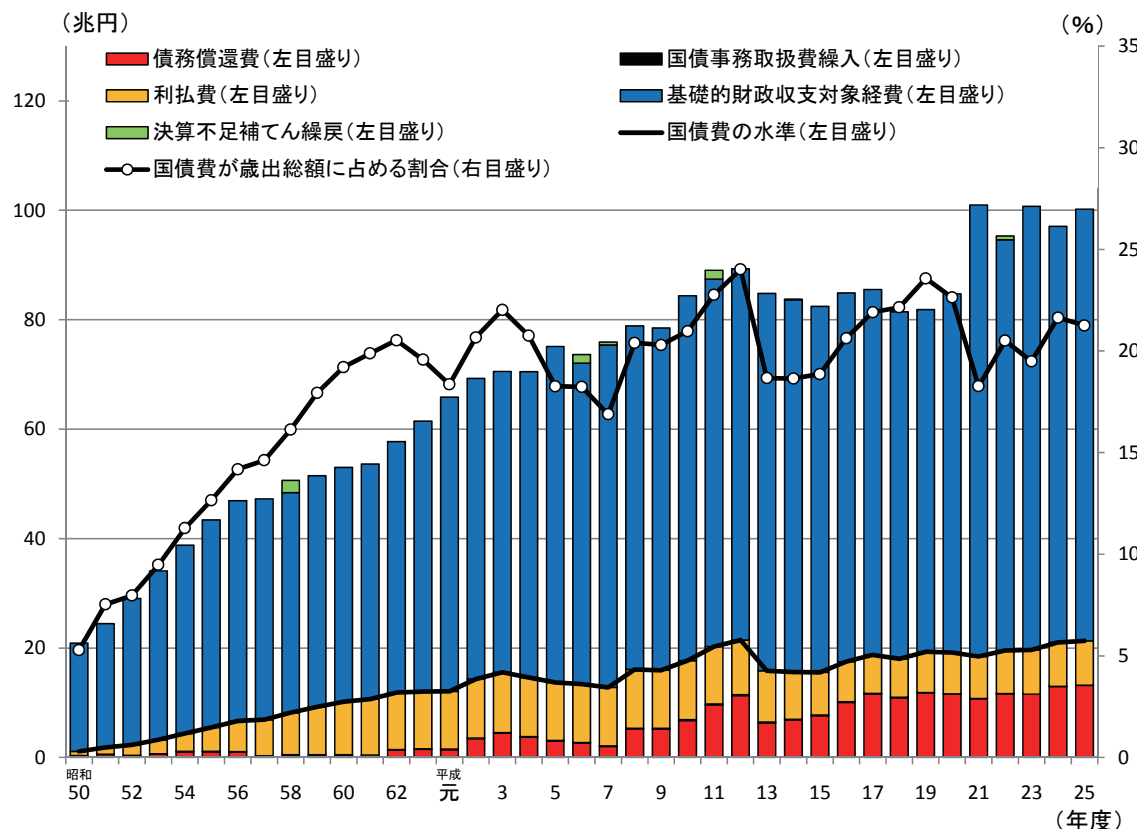
(出所) NEEDS-FinancialQUEST、財務省「決算の説明」、「国債統計年報」、財務省ホームページ資料等より作成

2-3. 一般会計歳出の全体像

一般会計歳出の内訳は、国債費（利払費、債務償還費等）や基礎的財政収支

対象経費⁹等に分類することができる。上述の利払費は、国債費の内訳を構成するものであるが、ここでは、国債費やその内訳の動向等を概観することにより（図表3）、国債残高が歳出に与えてきた影響について見てみたい。

図表3 一般会計歳出の推移



(注1) 数値は決算ベース。

(注2) 国債費の内訳を債務償還費、利払費、国債事務取扱費繰入に分類して図示しているが、国債事務取扱費繰入は金額が少ないため、図表中では判別できない。

(出所) 財務省「決算の説明」より作成

国債費については、昭和57年度から平成元年度、平成5年度から平成7年度に行われた定率繰入の停止によって債務償還費が少なくなった年度はあるものの¹⁰、国債残高の累増に伴って債務償還費は増加する傾向にある¹¹。このため、

⁹ 政策的経費を税収等（公債金を除く歳入）でどれだけ賄えているかを示す指標である基礎的財政収支の算定対象となる経費。

¹⁰ 特別会計に関する法律第42条第2項では「国債（中略）の償還に充てるために繰り入れるべき金額は、前年度期首における国債の総額の百分の一・六に相当する金額とする。」と規定している。一般会計から国債整理基金特別会計への債務償還費の繰入れのうち、本規定に基づく繰入れが定率繰入であり、財政運営に必要な財源を確保する観点から定率繰入が停止された。

¹¹ 預金保険機構特例業務勘定（平成14年度末に廃止）に対して交付された国債の償還財源に

低金利の恩恵を受けて利払費が減少していた間も国債費が増加した年度が見られる。他方、一般会計歳出の大きな割合を占める基礎的財政収支対象経費については、対前年度比で減少した年度があるものの、社会保障関係費の増加などの影響から拡大基調をたどっている。以上の結果、国債費が歳出総額に占める割合は20%前後の水準が続いている。

3. 長期金利の決定要因と利払費への影響

3-1. 名目経済成長率と長期金利の関係

金利の低下に伴って、我が国財政の利払費負担が軽減されてきたが、国の利払費については、その多くが国債に由来するものであるため、利払費の多寡には長期金利の動向が直接的な影響を与えている。

長期金利の動向を長期的に規定する要因については、期待インフレ率、期待潜在成長率、リスクプレミアムを挙げる伝統的な考え方がある¹²。この要因のうち、潜在成長率の代理変数として実質経済成長率を採用すれば、長期金利は（期待）名目経済成長率¹³とリスクプレミアムによって決まることとなる。また、戦後の我が国では、財政危機に伴う急激かつ大幅な金利上昇は経験しておらず、長期金利に大きなリスクプレミアムが含まれることはなかったと考えられることから、名目経済成長率と長期金利には正の相関が見られるはずである。

実際に図表4で確認すると、長期金利（利付10年債応募者利回り）と名目経済成長率には関連性が見られる。データの推移について、長期金利を被説明変数、名目経済成長率を説明変数として回帰分析を行うと、名目経済成長率の回帰係数は0.56となり¹⁴、正の相関が認められる¹⁵。

期待インフレ率や期待潜在成長率は足元のインフレ率等と完全に一致するものではないが、現実のインフレ率等の変動が期待の形成に大きな影響を与える点を踏まえれば、伝統的な長期金利決定理論と実際のデータは整合的であると考えられる。そうであるなら、名目経済成長率の低下が近年の利払費負担軽減

についても債務償還費に計上されるなど、国債残高の規模に影響されずに突発的に発生する債務償還費もある。

¹² 長期金利の変動要因に関しては、白川（2008）、中里等（2003）や日本銀行ホームページ掲載の「長期金利の決まり方」（2006年1月）を参考に記述している。

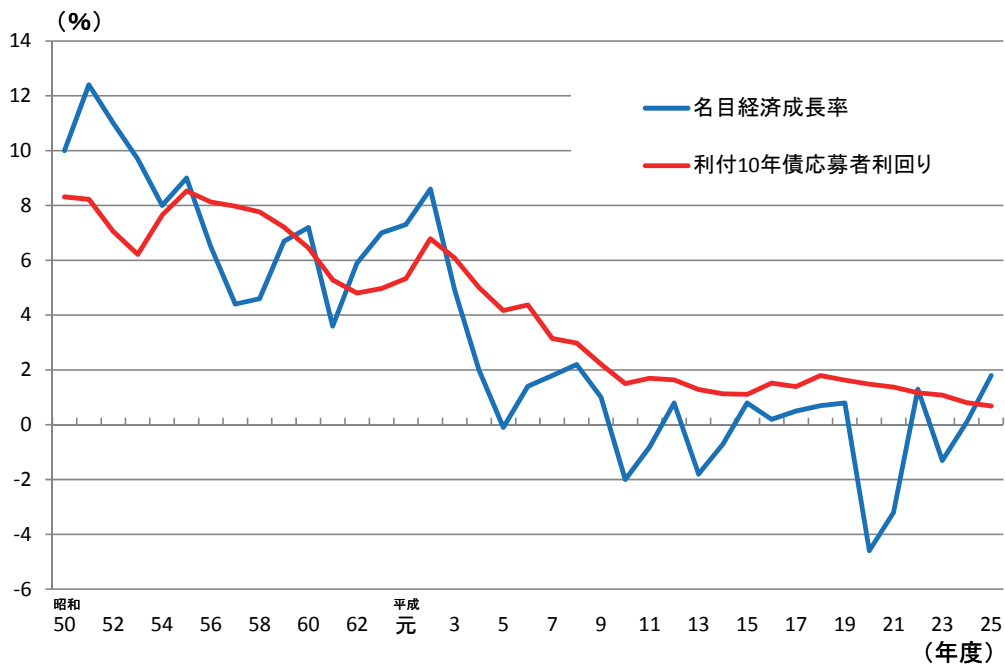
¹³ 名目経済成長率＝インフレ率（GDPデフレーター変化率）＋実質経済成長率

¹⁴ 回帰分析によって求められた回帰式は、長期金利＝2.2737＋0.5578×名目経済成長率である（自由度修正済み決定係数は0.7409）。なお、名目経済成長率の回帰係数は統計学的に有意である。

¹⁵ 期待が実現されるとの前提で、説明変数の名目経済成長率を前方5年移動平均とすると、名目経済成長率の回帰係数は0.6492（自由度修正済み決定係数は0.7787）となる。この場合も、名目経済成長率の回帰係数は統計学的に有意である。

の一因になっているとすることができよう。ただし、景気低迷に伴う経済対策により歳出の追加や減税が実施され、自然増収も期待できない中で国債残高の累増につながった点を踏まえれば、低成長下での利払費抑制は単なる副次的恩恵であって、低成長は財政健全化の阻害要因（あるいは財政悪化の要因）であることに変わりはない。

図表4 名目経済成長率と長期金利の関係



(注) 名目経済成長率は、昭和50年度から昭和55年度までは「平成10年度国民経済計算（平成2年基準・68SNA）」、昭和56年度から平成6年度までは「平成21年度国民経済計算（平成12年基準・93SNA）」、平成7年度以降は「平成26年7-9月期四半期別GDP速報（2次速報値）」による。
 (出所) NEEDS-FinancialQUEST、内閣府「国民経済計算」より作成

3-2. 日本銀行の金融緩和と長期金利の推移

長期金利の変動要因としては、上述のような長期的変動を規定するもののほか、短期的な変動を規定するものとして、債券市場の需給環境や景気循環に対する金融政策の対応を挙げる考え方がある¹⁶。特に、現在日本銀行が実施している量的・質的金融緩和では、マネタリーベースの増加を目的に日本銀行が債券市場で大量の国債を買い入れることで需給がひっ迫（金利が低下）しており、金融政策が長期金利の形成に大きな影響を与えている側面がある¹⁷。

¹⁶ 中里等（2003）より。

¹⁷ 鎌田（2014）は、中央銀行のアナウンスメント（量的・質的金融緩和の実施やコミュニケーション戦略等）とこれに対する投資家の確信が長期金利に影響を与えるとの分析を行っている。

日本銀行は、ゼロ金利政策や量的金融緩和政策を含め¹⁸、長期にわたって金融緩和の政策を実施してきた¹⁹。バブル経済崩壊後、日本銀行は累次にわたって公定歩合を引き下げ、平成7年には事実上操作目標を無担保コールレート・オーバーナイト物（以下「無担保コールレート」という。）とし、平成11年にはゼロ金利政策が導入された。これらの政策により、無担保コールレートはゼロ%近傍まで低下傾向を続け、短期金利の動きに歩調を合わせるように長期金利も低下傾向を続けた（図表5）²⁰。さらに、黒田東彦総裁の下で平成25年4月4日に導入された量的・質的金融緩和では、イールドカーブ全体の金利低下を促す観点から長期国債の買入れを大規模に実施すること等を行うとしており²¹、日本銀行が実施している金融政策が債券市場に与えるインパクトが大きくなり、結果として長期金利の動向に多大な影響を与えるに至っている。なお、平成26年10月31日に決定された量的・質的金融緩和の拡充に伴い、日本銀行は毎月発行される国債の9割程度に相当する国債を市場で買入れることとなり²²、国債保有額は平成28年末に国債残高の4割に達する規模になるとされている²³。

我が国の債務残高は累増を続けており、本来であれば、リスクプレミアムの拡大が顕在化して長期金利が上昇しても不思議ではない。ところが、日本銀行が大量の国債を買入れることによって、「日銀が事実上、価格（金利）をコントロールしている状態で、価格を決める市場の機能が失われている」²⁴とアナリストが指摘するような状況となっている。このようなマーケットの認識は、

¹⁸ 日本銀行は、平成13年3月19日に量的金融緩和政策を導入したが、平成18年3月9日に公表した「金融市場調節方針の変更について」において同政策は解除され、金融市場調節の操作目標を日本銀行当座預金残高から従来の無担保コールレート（オーバーナイト物）に変更した。

¹⁹ 金融政策の変遷に関する記述については、白川（2008）と田中（2008）を参考にしている。

²⁰ 翁邦雄（2003）では、「1998年3月から2003年2月までの月次データを使ってイールドカーブの動きを分析し、（中略）時間軸効果は、短期金利の将来経路に関する金融市場の期待を安定化させるうえで、きわめて有効であり、長期金利を低位・安定化させることに寄与してきた」と結論づけている。

²¹ 平成25年4月4日の政策委員会・金融政策決定会合では、金融市場調節の操作目標を、無担保コールレートからマネタリーベースに変更し、マネタリーベースが、年間約60～70兆円に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行うこと等が決定された。また、平成26年10月31日の政策委員会・金融政策決定会合では、マネタリーベースが、年間約80兆円（約10～20兆円追加）に相当するペースで増加するよう金融市場調節を行うこととし、長期国債について、保有残高が年間約80兆円（約30兆円追加）に相当するペースで増加するよう買入れを行うこと等が決定され、量的・質的金融緩和が拡充された。

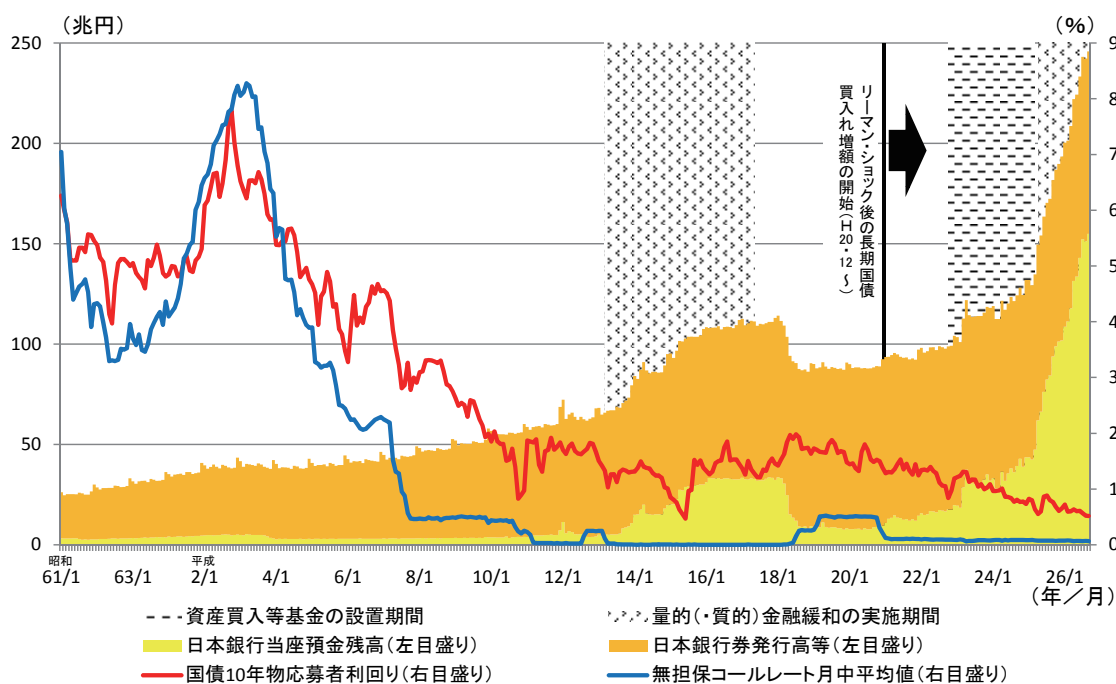
²² 『日本経済新聞』（平26.11.21）

²³ 『日本経済新聞』（平26.11.22）

²⁴ 『毎日新聞』（平26.11.22）

「仮に2%の物価安定目標を達成した後で日銀が国債を買う金額を減らすと、国債の買い手が減って長期金利が上昇しかねない」²⁵といった懸念につながっていると考えられる。

図表5 日本銀行の金融緩和と金利の状況



(注1) 日本銀行券発行高等は、日本銀行券発行高と貨幣流通高の合計。
 (注2) 日本銀行当座預金残高と日本銀行券発行高等の合計がマネタリーベース。
 (注3) 日本銀行当座預金残高と日本銀行券発行高等は月中平均残高の値。
 (出所) NEEDS-FinancialQUEST、日本銀行ホームページ資料より作成

3-3. 金利が利払費に与える影響

日本銀行の金融政策が長期金利の低下に大きな影響を与えているが²⁶、利払費への影響については、時間の経過とともに浸透していく姿となっている。つまり、一般会計が負担する債務の大部分は固定金利であり、このような固定利付国債は、市場の金利が変動したとしても、発行した時点での金利水準によって利払いが行われるため、市場の動向が既発債の利払費に影響するものではない²⁷。他方、新たに発行される国債や変動利付国債の金利水準は市場の金利動

²⁵ 『日本経済新聞』(平 26. 11. 20)

²⁶ 『日本経済新聞』(平 26. 11. 29) では、日本銀行による国債買入れと金融機関のニーズが重なって東京市場で国債の品薄感が一段と強まり、平成 26 年 11 月 28 日には、新発 2 年物国債がマイナス 0.005% で取引され、利付国債の金利が初めてマイナスになったと報じている。

²⁷ ただし、個人向け国債(変動金利型 10 年満期)のように金利が変動する国債では、市場金

向に影響される。このため、市場の動向は時間の経過とともに国債加重平均金利に影響を及ぼしていくのである。図表2において、国債加重平均金利が利付10年債応募者利回りの水準を追うように推移しているのはそのためである。

以上の理由から、毎年財務省が公表している試算では、金利の変動が次第に利払費（国債費）の増減に影響していく姿が描かれている。図表6は「平成26年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」において、金利変動が国債費の増減に与える影響について示したものである。この試算によると、平成27年度以降に金利が1%上昇した場合、平成27年度は国債費の増加が1.0兆円にとどまるものの、平成28年度には2.5兆円増加し、平成29年度には4.1兆円増加して金利上昇の影響が強まっていく。

図表6 金利の変化が国債費に与える影響

(単位:兆円)、()書きは「国債費」の額

金利 ([試算A-1]の前提からの変化幅)	平成26年度 (2014年度)	平成27年度 (2015年度)	平成28年度 (2016年度)	平成29年度 (2017年度)
+2%	— (23.3)	+2.0 (26.8)	+5.0 (32.0)	+8.1 (37.5)
+1%	— (23.3)	+1.0 (25.9)	+2.5 (29.5)	+4.1 (33.6)
-1%	— (23.3)	-1.0 (23.9)	-2.5 (24.5)	-4.0 (25.4)

(注)「[試算A-1]の前提からの変化幅」のうち、「[試算A-1]の前提」として掲げられた金利（10年国債）は、平成26年度が1.8%（予算積算金利）、平成27年度が2.0%、平成28年度が2.2%、平成29年度が2.4%。

(出所)財務省「平成26年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」より抜粋

4. 内閣府の試算から描かれる将来の利払費

これまで、利払費や長期金利の現状等について見てきたが、以下では、平成26年7月25日に内閣府が公表した「中長期の経済財政に関する試算」（以下「内閣府試算」という。）で示された数値をベースに将来の利払費等を推計し、金利の上昇が我が国財政にどのような影響を与えるのかについて具体的に探りたい。

4-1. 内閣府試算が描く将来の経済・財政状況

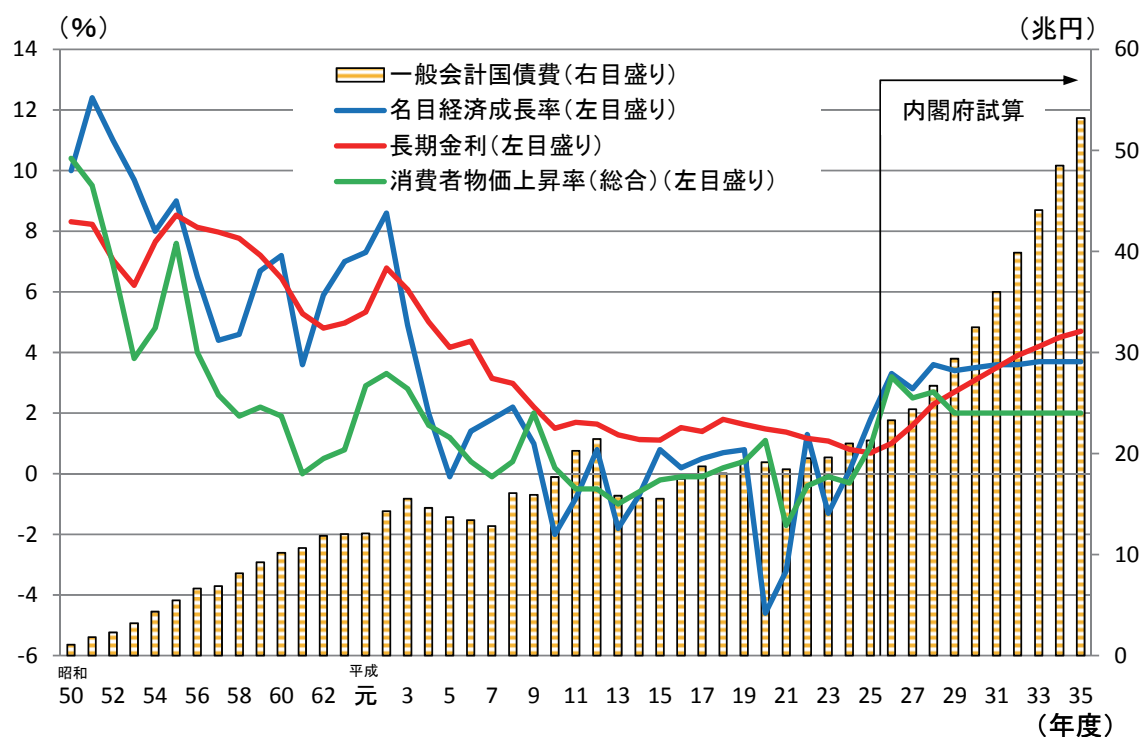
内閣府試算のうち、「経済再生ケース」で描かれている長期金利や名目経済成長率等を実績値に接続して示したものが図表7である²⁸。内閣府試算の「経済

利の変動に伴って既発債の利払費も増減する。

²⁸ 内閣府試算では、「三本の矢」の効果が着実に発現し、今後10年間（平成25年度～平成34年度）の平均成長率が実質2%程度、名目3%程度となる「経済再生ケース」のほか、内外経

再生ケース」は政府が描く経済の将来像を前提としているため、名目経済成長率は今後10年間の平均で3%程度、物価上昇率は将来的に2%と設定されており、長期金利は上昇を続ける姿となっている。なお、名目経済成長率と消費者物価上昇率が将来的にはほぼ横ばいで推移する一方、長期金利のみが上昇を続けるとされているが、「物価安定の目標」の安定的持続が実現できれば、日本銀行の量的・質的金融緩和が縮小されると考えられ²⁹、長期金利が4%を超える水準に上昇していくことは十分想定される内容であると思われる。そして、このような経済前提に基づいて国債費が急増する姿が描かれているのである。

図表7 内閣府が描く将来像



(注1) 名目経済成長率の実績値は、昭和50年度から昭和55年度までは「平成10年度国民経済計算（平成2年基準・68SNA）」、昭和56年度から平成6年度までは「平成21年度国民経済計算（平成12年基準・93SNA）」、平成7年度以降は「平成26年7-9月期四半期別GDP速報（2次速報値）」による。

(注2) 長期金利の実績値は利付10年債応募者利回り。

(出所) NEEDS-FinancialQUEST、内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」、財務省「決算の説明」、内閣府試算等より作成

済がより緩やかな成長経路となり、今後10年間の平均成長率が実質1%程度、名目2%程度となる「参考ケース」について試算を行っている。本稿で取り上げる内閣府試算は、メインシナリオとなっている「経済再生ケース」によっている。

²⁹ 平成25年4月4日に黒田総裁の下で導入された量的・質的金融緩和は、同年1月22日に白川総裁（当時）の下で導入された2%の「物価安定の目標」の早期実現を裏打ちする施策として、2%の物価上昇を安定的に持続するために必要な時点まで継続するとしている。

4-2. 金利上昇に伴う利払費への影響

内閣府試算で描かれた金利水準は現行の低金利から大幅に上昇する姿となっている。我が国は巨額の債務残高を抱えていることから、このような金利の上昇によって利払費が高水準となり、財政運営に大きな影響を与えるおそれがある。そこで、内閣府試算を活用して将来の利払費を推計し、金利の上昇が利払費の増加を通じて我が国の財政運営にどのような影響を与えるのかを検証したい。

具体的には、内閣府試算で公表されている長期金利や公債等残高等のデータから将来の利払費や債務償還費等を推計し、その合計額が内閣府試算で公表されている国債費と一致するように、推計によって得られた内訳の割合で内閣府試算の国債費を按分した。なお、実際に行った推計方法については文末の補論（内閣府試算を活用した国債費内訳の推計について）を参照されたい。

図表8で推計結果を見ると、将来的に利払費が急増する姿が描かれた。国債残高の増加に伴って債務償還費も増加を続けるものの、金利上昇に伴う利払費の増加は甚大である。さらに、基礎的財政収支を2020年度（平成32年度）までに黒字化するなどの財政健全化目標を達成できない状況に陥れば、リスクプレミアムの高まりから金利の更なる上昇につながる可能性もあり、債務残高の一層の増加とあいまって、利払費と債務償還費がともに上振れする可能性もある。

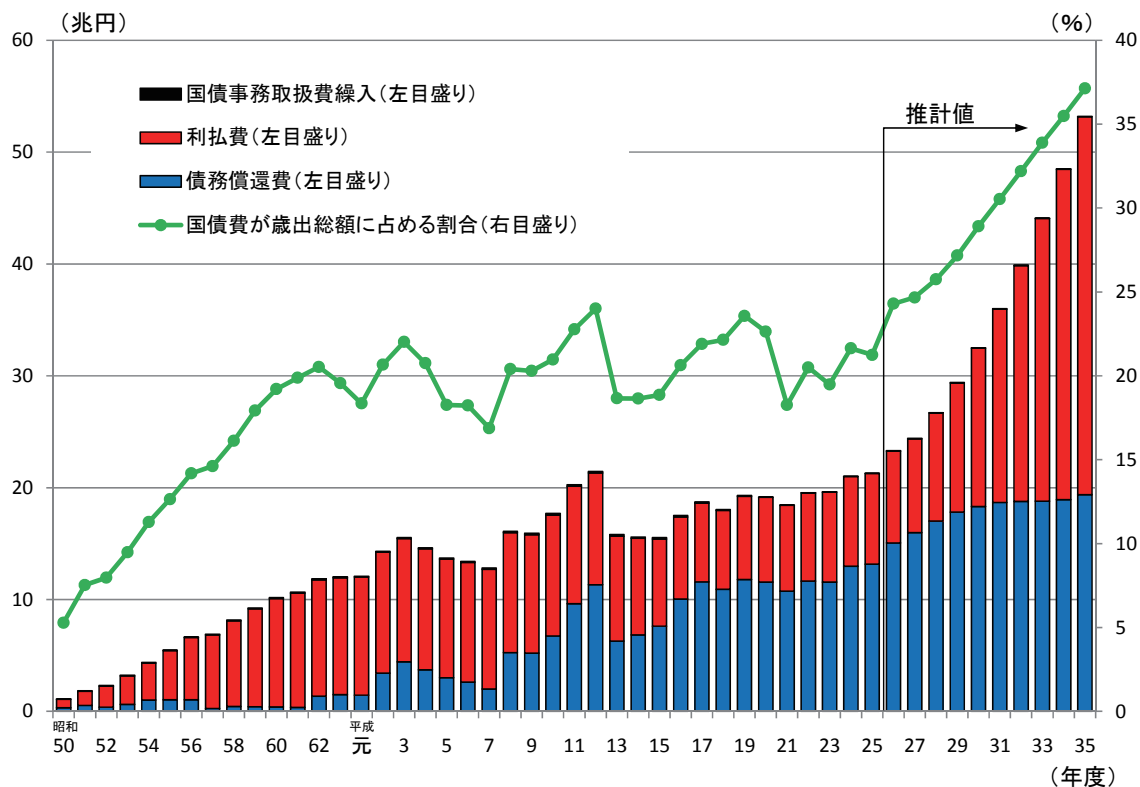
なお、図表8の「国債費が歳出総額に占める割合」については、内閣府試算で示されている一般会計歳出総額と一般会計国債費から計算したものであり、内閣府試算が示す姿そのものとなっている。これを見ると、直近の実績値である平成25年度の21.3%から平成35年度には37.1%程度に上昇することとなる。平成25年度決算を見ると、社会保障関係費が歳出総額の29.2%を占めているが、高齢化の一層の進展が想定される我が国において、社会保障の抜本的見直しを行ったとしても、社会保障関係費の割合が大きく低下することは想定しがたい。そのような中で国債費が歳出総額の4割弱を占めることとなれば、我が国財政は一層硬直化し、新規施策を弾力的に実施する余力が失われていくと考えられる。

内閣府試算は安定的な経済成長を前提としており、税収の増加を見込んでいるが³⁰、経済が成長して物価が上昇すれば年金の支給額が増加するなど、政策

³⁰ 内閣府試算における税収は、平成25年度決算の47.0兆円から平成35年度には77.0兆円程度に増加するとしている。

的な経費も必然的に増加してしまう。加えて、本稿で示したように利払費も急増することによって、歳出の硬直化が進むおそれがあるのである。このような試算結果は、経済成長だけで財政健全化が劇的に進むという楽観的な見通しがいかに危険であるかを如実に物語っているのではなかろうか。

図表8 国債費の将来像



(注1) 推計方法は補論参照。

(注2) 債務償還費の実績値には、金融危機に伴う交付国債の償還財源の繰入れや定率繰入の停止など、特殊要因による影響が含まれているが、推計値の試算に当たっては、将来時点での発生が不確実で散発的な特殊要因による影響は考慮していない。ただし、吉田(2009)も参考にしつつ、一定規模の予算繰入は継続的に行われるものとしている。

(注3) 数値は全て国の一般会計に係るもの。

(注4) 国債事務取扱費繰入は金額が少ないため、図表中では判別できない。

(出所) NEEDS-FinancialQUEST、財務省「決算の説明」、「国債統計年報」、「参議院予算委員会提出資料」、財務省ホームページ資料、内閣府試算等より作成

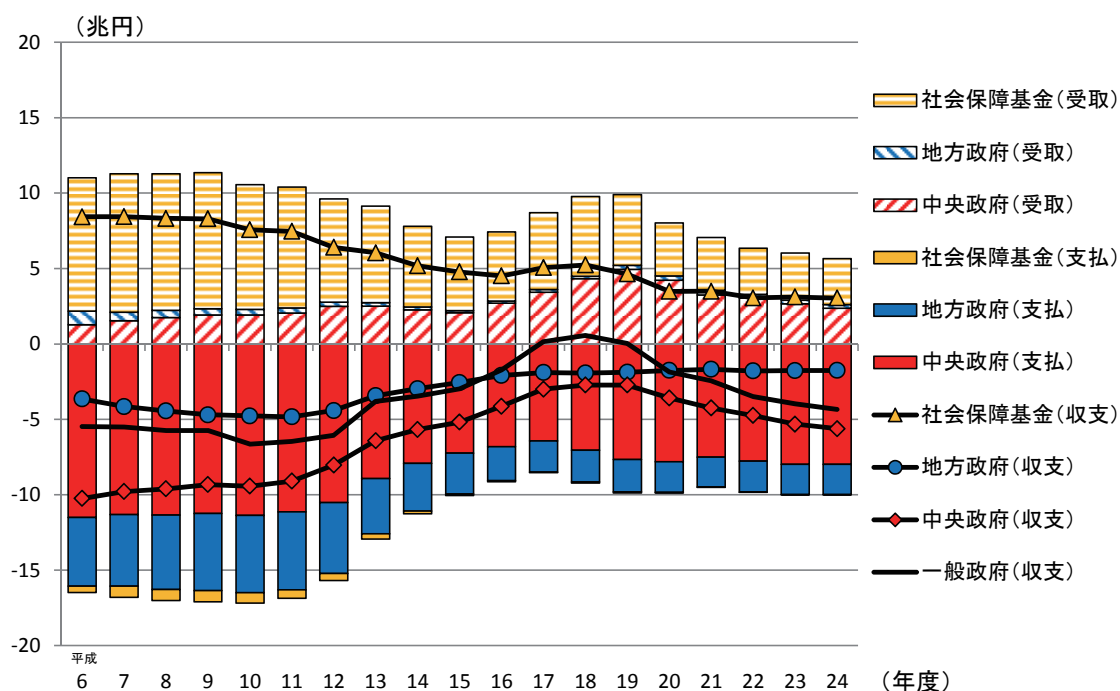
4-3. 利払費負担の大きい中央政府

政府の債務を見ると、総債務に着目すべきか純債務で見るべきか意見が分かれるところである。このうち、純債務を重視する考え方によれば、将来的に利払費が増加しても、政府が保有する資産から得られる収入があるため、実質的な負担はそれほど大きくならないとの結論が導き出される可能性がある。こ

の点については、国の資産は基本的に収益を上げることがを目的に保有しているものではなく、金利上昇に伴う収入の増加がそれほど期待できない点を踏まえて議論すべき問題でもある。

一般政府の利子の受取と支払について、国民経済計算を活用して、政府の区分（中央政府、地方政府、社会保障基金）ごとに現状を確認すると、年金積立金を保有している社会保障基金は大幅な黒字である一方、中央政府は大幅な赤字となっている（図表9）。これは、社会保障基金の金融資産残高が平成24年度末で211兆円であり負債残高が同11兆円であるのに対し、中央政府は同247兆円の金融資産残高の一方、同940兆円の負債残高を抱えていることに起因する。このことから、今後金利が上昇すれば、社会保障基金は積立金の運用利回りが向上する可能性がある一方、中央政府が受けるダメージは大きいと想定される。つまり、金利の上昇に伴って中央政府が支払う利子が大きく増加し、収支が一層悪化する可能性があるのである³¹。

図表9 政府部門別利子の受取・支払の状況



(出所) 内閣府「国民経済計算」より作成

³¹ 中央政府が保有する金融資産には外国為替資金特別会計が保有する多額の外貨資産が含まれているほか、国立大学法人への出資金等も含まれており、資産収入が（国内の）金利動向に影響されない面が大きい点には注意が必要である。

4-4. 量的・質的金融緩和の出口戦略との関係

量的・質的金融緩和が長期金利の動向に大きな影響を与えていることは既に述べたとおりである。つまり、量的・質的金融緩和の出口戦略は国の利払費の増加に直結し、我が国の財政運営に大きな影響を与える可能性があるのである。

日本銀行の黒田総裁は、出口戦略について議論することは時期尚早であると国会で答弁しているものの³²、平成 26 年 10 月 31 日に開催された政策委員会・金融政策決定会合では、「2015 年度下期には、2%の『物価安定の目標』の安定的な達成が十分視野に入ると考えられ、そうであれば、その時期には、出口戦略の議論が開始できる状況になる可能性もある」との発言を行った委員がいる³³。また、宮尾龍蔵政策委員会審議委員が平成 26 年 11 月 12 日に行った講演では、「先行きの 2%目標の安定的な達成が相応の確からしさを持って見通せるようになります。したがって、今回の措置が実行されることで、私としては、具体的な出口戦略の議論（中略）も、2%目標の実現が可能とみている 2015 年度後半の時期には開始できる可能性が高いと考えている」としている。そして同時に「名目金利は、先行きの経済・物価情勢に関する見通しにターム・プレミアムが加わって形成されるものです。現在、日本銀行が国債買入れを行い金利に低下圧力を加えていますが、今後、経済・物価情勢が改善していくもとで金利上昇圧力が強まっていけば、国債買入れが続く中であっても金利は下げ止まったり、上昇に転じていくことも考えられます」と発言しているのである³⁴。

他方、安倍総理が消費税率の再引上げを平成 29 年 4 月に延期すると表明したことを受け、日本銀行による長期国債の買入れが長引くのではないかとの指摘も見受けられる。これは、日本銀行が描く物価安定目標は 2015 年度（平成 27 年度）中の達成を目指すものであることから、平成 28 年度にかけて国債買入れを減額する可能性があったが、財政の健全化が遅れば、緩和縮小によって金利が急上昇するリスクがあるとの考え方によるものである³⁵。つまり、物価上昇率が目標の 2%に到達してデフレから脱却できれば、量的・質的金融緩和を縮小する必要が生じる一方、財政健全化が遅れる中で日本銀行が国債買入れを縮小させれば、国債の需給が緩み金利が上昇しかねないというのである³⁶。

しかし、我が国経済が成長軌道に乗った後の金利水準については、日本銀行

³² 第 187 回国会参議院財政金融委員会会議録第 3 号 8 頁（平 26.10.28）

³³ 日本銀行「政策委員会 金融政策決定会合 議事要旨（2014 年 10 月 31 日開催分）」より。

³⁴ 日本銀行「わが国の経済・物価情勢と金融政策—長崎県金融経済懇談会における挨拶要旨—」（平成 26 年 11 月 12 日）より。

³⁵ 『日本経済新聞』（平 26.11.20）

³⁶ 『日本経済新聞』（平 26.11.20）

が適切な金融政策によって判断すべきものであって、財政運営に配慮して行うことがあってはならないと考えられる。日本銀行が多額の国債を買い入れることにより金利を押し下げ、副次的に政府部門が利払費の抑制という果実を得ることは一時的な幸運と捉えるべきであり、あるべき金利の姿を受け入れられない財政運営はもはや破綻していると言っても過言ではなかろう。その意味で、日本銀行が財政運営を考慮せずに量的・質的金融緩和からの出口戦略を実行に移せるよう、政府は財政健全化を推し進める責務があると言えるのではなかろうか。

5. おわりに

我が国財政は、景気浮揚策の実施や社会保障の充実、国土の均衡ある発展など、様々な役割を果たしてきた。他方、相対的に国民負担が小さかったため、多額の国債発行に依存せざるを得なかった。家計部門のみならず、企業部門までが黒字（資金余剰）主体となって久しいが、このような経済状況において、経済の縮小を食い止めるべく、政府部門が率先して赤字主体となってきた。消費税率の再引上げは経済に対して直接的な悪影響を及ぼすものである一方、政府部門の赤字を縮小する政策でもあったが、安倍総理の判断によって増税は延期されることとなった。

他方、財政部門を検証すれば、自然な形で金利上昇さえ耐えられるか疑問なほど脆弱な姿となっている。政府は、平成 27 年度に超長期債を増発する方針であり、「低金利が続いているうちに超長期債の割合を増やし、将来の利払費を抑える狙いだ」とされている³⁷。足元の低金利は量的・質的金融緩和の恩恵と言えるが、「日銀の国債購入は財政規律を緩め、財政破綻を早める恐れもある」との指摘もなされている³⁸。また、「日銀の追加緩和で、債券市場が財政リスクに鈍感になっているとの指摘も増えつつある」との報道もある³⁹。

政府は、国・地方の基礎的財政収支を黒字化し、その後、債務残高（対 GDP 比）を安定化するという財政健全化目標を掲げているが、財政制度等審議会財政制度分科会（平成 26 年 4 月 28 日開催）で議論された「我が国の財政に関する長期推計」では、平成 32 年度（2020 年度）に国・地方の基礎的財政収支を黒字化したとしても、更なる収支改善を行わなければ、高齢化の進展や利払費の増加といった要因により債務残高（対 GDP 比）は発散するとの試算結果

³⁷ 『日本経済新聞』（平 26. 11. 25）

³⁸ 『日本経済新聞』（平 26. 11. 24）

³⁹ 『日本経済新聞』（平 26. 11. 18）

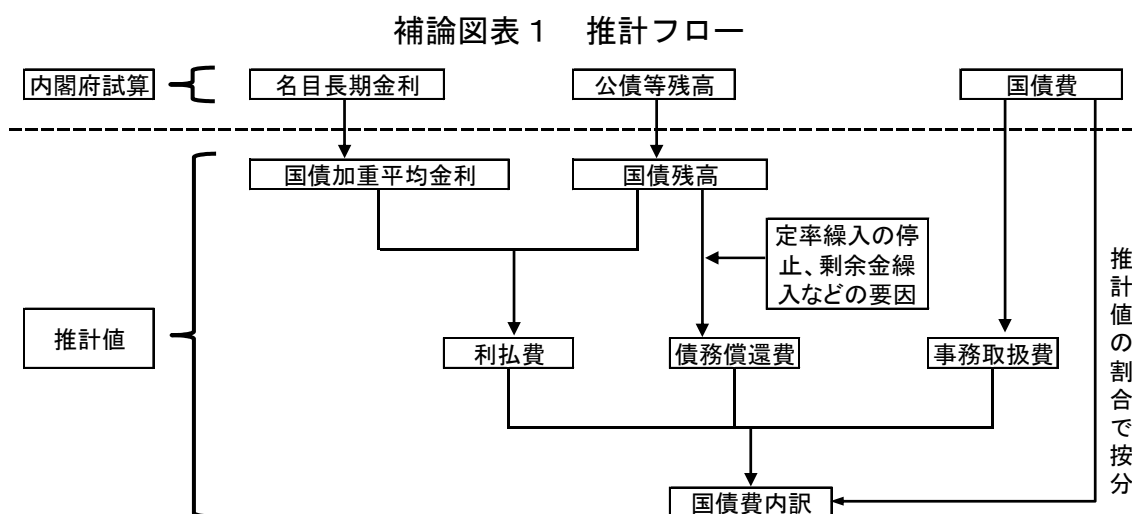
が示されている。また、財政健全化の進捗を遅らせると「遅延コスト」が発生することも示されている⁴⁰。したがって、消費税率再引上げの延期は、単年度赤字の拡大や債務残高（対GDP比）の縮減に向けた遅延コストの発生という多面的な影響を及ぼしうるものとなっている。

経済の持続的な成長がなければ、財政健全化を成し遂げることは困難であるが、利払費の影響のみを取り上げても、持続的な経済成長が財政健全化を劇的に進展させるということに過大な期待を寄せることは危険である。つまり、持続的な経済成長は我が国財政の健全化にとって必要条件ではあるものの、十分条件ではないということ念頭に置いて財政運営を行っていく必要があるだろう。我が国財政に対する信認を失わないように細心の注意を払う必要があるものであり、今後は、債務残高（対GDP比）を安定的に引き下げていくために、経済成長に伴う自然増収という果実も加えつつ、まずは、社会保障関係費を始めとした抜本的な歳出削減に取り組むことが必要である。さらに、消費税率の引上げを含めた税制全体で歳入増を図っていくことが求められている。

⁴⁰ 遅延コストは「段階的な収支改善を行う場合と直ちに収支改善を行う場合と対比したときに、追加的に必要になる収支改善幅」（財政制度等審議会財政制度分科会（平成26年4月28日開催）議事録より）として示されたが、「利払費という国民負担が発生し、最終的に必要な収支改善幅が大きく」（同）なるために生じるものであり、この考え方は消費税率再引上げの延期に通じる。

補論 内閣府試算を活用した国債費内訳の推計について

内閣府試算によって公表されているデータを活用して国債費の内訳(利払費、債務償還費及び事務取扱費(国債事務取扱費繰入)の合計額)を算出するため、補論図表1の段階を経て、補論図表2のとおり回帰分析を行うことにより推計値を求めた⁴¹。このように、内閣府試算で公表されている将来の経済データをベースにして必要な値を推計しているが、内閣府試算のデータが非常に限られていることから説明変数の数が限定的となっており、推計結果は幅を持って見る必要がある。



利払費の具体的な推計方法については、国債由来の利払費が大部分を占める点に着目し、国債加重平均金利と国債残高から算出することとした。このうち、国債加重平均金利は内閣府試算で公表されている長期金利から推計することとし、国債残高は内閣府試算で公表されている公債等残高を活用した。

債務償還費については、その大部分を占める国債の定率繰入に着目し、国債残高から推計したが、この際、定率繰入の停止によって債務償還費の実績値が国債残高の規模に比べて過少となっていた年度や剰余金繰入⁴²が行われたこと

⁴¹ この推計では、経済予測を行うための一手法である段階的接近法の考え方を参考にしている。つまり、実績値によって得られた回帰式を使用し、内閣府試算の将来データを回帰式の説明変数(名目長期金利等)に適用することによって被説明変数(国債加重平均金利等)の将来の値を求め、この増減率を用いて実績値を引き伸ばすことによって推計している。

⁴² 財政法第6条第1項では、「各会計年度において歳入歳出の決算上剰余を生じた場合においては、当該剰余金のうち、二分の一を下らない金額は、他の法律によるものの外、これを剰余金を生じた年度の翌年度までに、公債又は借入金の償還財源に充てなければならない。」と規定している。

によって債務償還費が通常より多く計上された年度があるなど、特殊要因があった年度については、ダミー変数を用いることによって処理した。

事務取扱費については、近年は国債費全体の0.1%前後で推移していることを踏まえ、将来的にも国債費の0.1%程度となることを前提に算出している。

以上の方法によって求めた国債費内訳の理論値を用いて、内閣府試算で公表されている国債費を按分することにより、国債費の内訳を算出した。

補論図表2 推計式一覧

○国債加重平均金利の推計

$$\text{国債加重平均金利} = 0.0045 + 0.9687 \times \text{名目長期金利(後方8年移動平均)}$$

(0.08) (87.60)

自由度修正済み決定係数: 0.9956

ダービン・ワトソン比: 0.4847

括弧内はt値(以下同じ)

推計期間: 昭和54年度～平成25年度

○国債残高の推計

$$\ln(\text{国債残高}) = -0.6804 + 1.0591 \times \ln(\text{公債等残高})$$

(-12.36) (109.42)

自由度修正済み決定係数: 0.9969

ダービン・ワトソン比: 0.0900

推計期間: 昭和50年度～平成24年度

ln: 自然対数値(以下同じ)

○利払費の推計

$$\ln(\text{利払費}) = -2.1401 + 1.1872 \times \ln(\text{国債残高} \times \text{国債加重平均金利}(\%) \div 100)$$

(-17.97) (111.89)

自由度修正済み決定係数: 0.9970

ダービン・ワトソン比: 0.6782

推計期間: 昭和50年度～平成25年度

○債務償還費の推計

$$\ln(\text{債務償還費}) = -2.5735 + 0.9083 \times \ln(\text{国債残高(前年度首)}) + 0.0048 \times \text{ダミー変数}$$

(-5.89) (29.86) (18.62)

自由度修正済み決定係数: 0.9732

ダービン・ワトソン比: 1.4023

推計期間: 昭和50年度～平成25年度

【参考文献】

一上響、清水雄平「長期金利の変動要因：主要国のパネル分析と日米の要因分解」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No. 12-J-6、日本銀行、2012年5月

翁邦雄、白塚重典「コミットメントが期待形成に与える効果：時間軸効果の実

証的検討」『金融研究』第22巻第4号、日本銀行金融研究所、2003年12月
鎌田康一郎「中央銀行の情報発信と市場心理：2013年中の日米における2つの
エピソードを巡って」『日銀リサーチラボ』No.14-J-1、日本銀行、2014年
12月

白川方明『現代の金融政策－理論と実際』日本経済新聞出版社、2008年5月
田中隆之『「失われた十五年」と金融政策』日本経済新聞出版社、2008年11月
中里透、副島豊、柴田(中川)裕希子、粕谷宗久「財政のサステナビリティと長
期金利の動向」『日本銀行ワーキングペーパーシリーズ』No.03-J-7、日本銀
行、2003年10月

吉田博光「国債管理政策の根幹を問い直す～60年償還ルールを中心として～」
『経済のプリズム』No.74、2009年12月

吉田博光「持続可能な財政運営を目指して～これまでの財政運営の特徴から得
られる教訓～」『経済のプリズム』No.84、2010年10月

(内線 75185)