

わが国の財政運営の先行きを試算する —中立的前提のもとで利払費や国債発行額が抱えるリスク—

調査部 主席研究員 河村 小百合

目 次

1. はじめに—日米両国の対照的な先行き財政見通し
2. わが国の政府部門公表の財政試算が示す内容
 - (1) OECDが示すわが国の財政の厳しい見通し
 - (2) 内閣府の楽観的な試算のからくり
 - (3) 先行きの鍵を握る利払費
 - (4) 内閣府と財務省の利払費試算の比較
3. 市場主義経済圏の国としての中立的な前提に基づくわが国の財政運営の先行き試算
 - (1) 財務省の利払費仮定計算の分解試算－既発行国債で確定済みの利払費は限定的
 - (2) 試算の前提－4通りの金利シナリオの考え方と国債発行年限配分の3パターン
 - (3) 利払費の試算結果－短期国債中心でも節約できる利払費は限定的
 - (4) 国債発行額の試算結果－発行年限短期化で膨張する財政破綻時の資金ショート額
 - (5) 税収と一般歳出の試算結果
4. わが国の課題
 - (1) 財政の安定的運営を確実にするうえで必要なのは財政収支の均衡・黒字化
 - (2) 新規国債発行ゼロの場合の利払費・国債発行額の試算結果
 - (3) わが国に求められる財政収支の改善幅は30兆円

本稿は、河村小百合・藤井亮二『持続不可能な財政 再建のための選択肢』（講談社、2025年1月）における河村拙稿「第2部 シミュレーション 日本の財政はどうなるか」の分析を基に、講談社様のご了解を得て、また、2025年1月以降に公表されたデータ等を踏まえ加筆、再構成したものである。

要 約

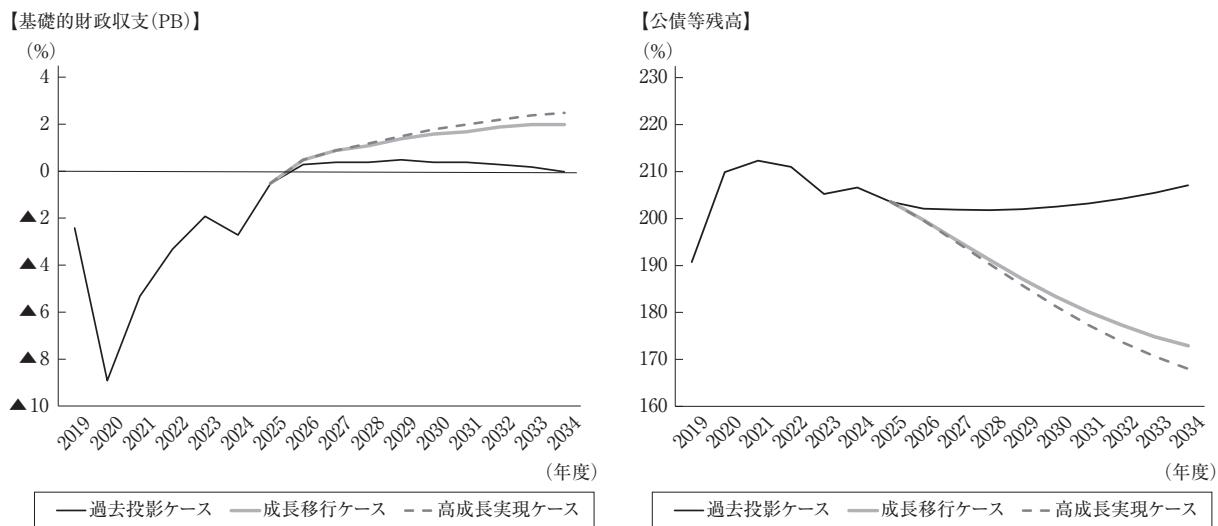
1. 2025年1月17日公表の内閣府の『中長期の経済財政に関する試算』においては、前年まで黒字化が見込まれていた2025年度の基礎的財政収支（PB）があっさりと赤字見通しに覆された。一方、先行きについては従前同様楽観的で、「経済成長すれば、国と地方の債務残高GDP比は2034年度には約173%にまで低下する」、「低成長にとどまるとしても債務残高GDP比はほぼ横ばいで推移する」との見通しが示された。他方、経済協力開発機構（OECD）によるわが国財政の先行きに対する見方は、対照的に厳しい。
2. そうした差が生じる理由は、内閣府試算の前提条件の設定にある。内閣府の場合、①潜在成長率を実力対比で高めに、②物価上昇は限定的にとどまるとして設定し、さらにケースによっては③長期金利が名目経済成長率や消費者物価上昇率を長期間にわたり下回る、という不自然な設定が行われている。
3. そこで本稿では、財務省公表の国債関係データを基に、市場主義経済体制のもとにある国として、理に適い過去の経験に沿う前提のもとで、わが国の先行きの利払費や国債発行額の試算を実施した。
4. わが国の場合、短・中期国債も多い国債の発行構造を映じ、既発債により利払費が確定している分は限定的で、年度を経るごとに今後の金利動向次第で利払費が変動する割合が増大する。全額10年債で発行すると仮定した場合の2033年度の利払費は、2.5%成長（物価2%）シナリオでは約25兆円、5.5%成長（物価5%）シナリオでは約49兆円に達する。これを全額1年債発行に切り替えたとしても、利払費の節減額は4兆円程度にとどまる。
5. 他方、2033年度の国債発行額は、全額10年債発行の場合は約67兆円で済むのに対して、全額1年債の場合は約817兆円に膨張する。これは、わが国の財政運営が万一行き詰った際の“財政資金ショート”の額に相当する。
6. 高インフレシナリオのもとでは、確かに税収の高い伸びが期待できる一方で、国債以外の一般歳出も高インフレ見合いで増額しなければ、国民は生活に窮する。試算結果によれば、高インフレ下でも税収だけでは利払費とインフレ見合いの一般歳出を到底まかないきれないことが明らかになった。
7. 財政運営の安定的な継続のためには、国の債務残高を減少に転じさせるべく、財政収支の均衡・黒字化を達成し、それを長期間維持する必要がある。そのための計画策定がわが国財政運営上の喫緊の課題である。

1. はじめに—日米両国の対照的な先行き財政見通し

2025年入り後ほどなくして、日米両国で最新の財政見通しが公表された。わが国では内閣府から、アメリカでは独立財政機関である議会予算局（CBO: Congressional Budget Office）から公表されたが、その内容は対照的なものであった。

内閣府が2025年1月17日に公表したわが国の財政運営の見通し（図表1）においては、前回見通しが公表された2024年7月時点での基礎的財政収支（＝プライマリー・バランス。以下PB）の黒字化が見込まれていた（名目GDP比で+0.1%）ものが、あっさりと赤字見通しへと覆された（同▲0.7%）。しかしながら、その先以降の見通しには大きな変更はみられない。見通しの対象の最終年度である2034年度の国・地方の公債等残高GDP比は「成長移行ケース」で172.9%にまで低下する、また「過去投影ケース」でも同207.1%と、足許（2024年度実績見込みは206.6%）との対比でほぼ横ばいで推移する、との楽観的な見通しが引き続き示されている。これはあたかも、「経済成長すれば、特段の緊縮努力などしなくても財政再建は自ずと達成される。低成長にとどまるとしても、財政事情が特段悪化するわけではない」と言っているように見受けられる。

（図表1）内閣府によるわが国の財政見通し（対名目GDP比）



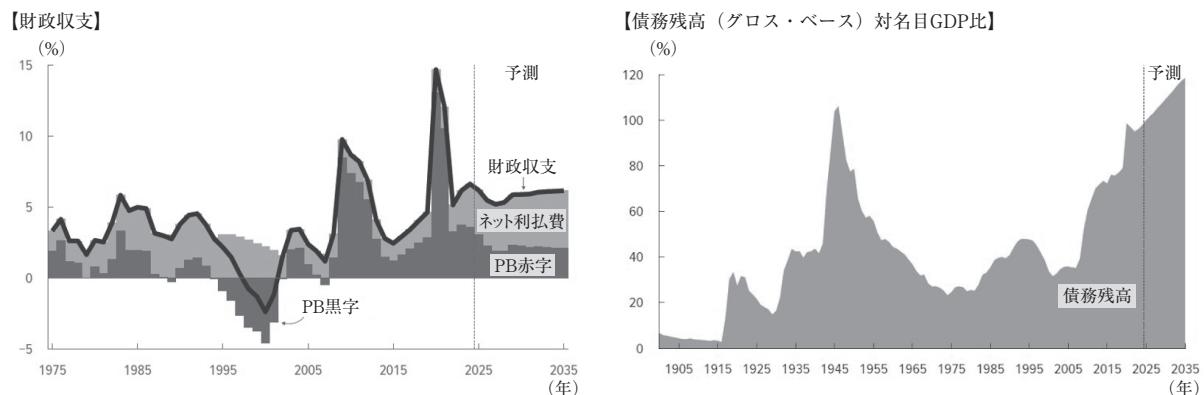
（資料）内閣府『中長期の経済財政に関する試算』（各年版）を基に日本総合研究所作成

これに対して、米CBOによる連邦政府の財政運営の先行きの見通しは極めて厳しい（図表2）。コロナ危機で急増した連邦政府の債務残高（GDP比）は、今後もPB赤字のみならず、利払費がかさみ続けることを主因に、第二次世界大戦直後を上回って史上最悪となった後も、さらに膨張し続ける、との見通しが示されている。

アメリカはコロナ対策の歳出の財源をすでに増税等によって確保しており、連邦政府の債務残高には元来、規模（名目GDP比）ではなく金額ベースでの上限を設定するなど、わが国と比較すればはるかに積極的に財政再建に取り組んでいる国もある。しかるに、この見通しの違いはどこから来るのか。本

稿は、その理由を明らかにしたうえで、市場主義経済体制下の国として、本来あるべき中立的な前提のもとでのわが国の財政運営の試算結果を提示し、わが国がこの先いかなる財政運営上のリスクを抱えているのか、を明らかにする。そのうえで、わが国が今後、財政運営を曲がりなりにも安定的に継続できるようにするうえで、どの程度の財政再建努力が必要になるのかを考えることとしたい。

(図表2) 米議会予算局(CBO)による米連邦政府の財政収支と債務残高(グロス・ベース)の規模(名目GDP比)の見通し



(資料) CBO, *The Budget and Economic Outlook: 2025 to 2035*, January 17, 2025, p4を基に日本総合研究所作成

2. わが国の政府部门公表の財政試算が示す内容

(1) OECDが示すわが国の財政の厳しい見通し

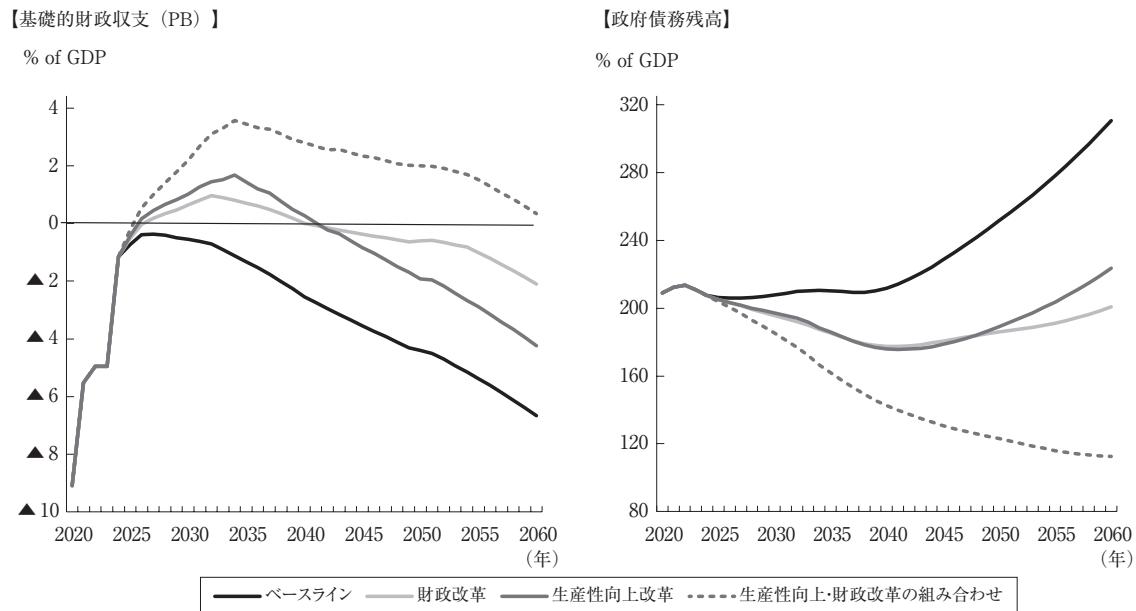
わが国の財政運営の先行きについて、国際機関はどのようにみているのか。

OECD（経済協力開発機構）が2024年1月時点ながら、図表3のようなわが国の財政の先行き見通しを示している。それによれば、わが国のPBは、OECDのベースラインの予測（特段の財政再建努力なし）でみると、目先は2026年頃にかけて改善しても、その後は悪化の一途をたどるという、内閣府とは対照的な見通しを示している。OECDはそれ以外に、財政再建努力によって、わが国のPBがベースライン・シナリオ対比で改善する予測も示しているものの、その際にOECDが想定している財政再建のための具体策（図表4）は、例えば、「2025年以降消費税率を毎年1%ずつ引き上げて、20%になるまで継続する」とか、「年金の受給開始年齢を、2031年から15年間かけて、65歳から70歳にまで引き上げる」といった、わが国の国内ではこれまでおよそ議論の俎上にすら載せていないような施策ばかりである。政府債務残高について、OECDが長期的に明確な低下トレンドをたどると見込むのは、これらの極めて厳しい財政再建策を組み合わせて実施し続けた場合のみとなっており、それ以外では、厳しい財政再建策を講じ続けてもなお、政府債務残高の規模は良くて横ばい、長期的には再び上昇する、とOECDは見込む。特段の財政再建努力をしないベースライン・シナリオでは、政府債務残高の規模は中長期的に上昇傾向をたどり、名目GDP比では実際に300%超に到達すると予測されている。

(2) 内閣府の楽観的な試算のからくり

内閣府とOECDとで、わが国の財政運営の先行きについて、なぜこれほどまでに対照的な見通しが示

(図表3) OECD経済サーベイにおけるわが国の国と地方の基礎的財政収支と政府債務残高の見通し(名目GDP比)



(資料) OECD, Economic Surveys Japan, January 2024, Figure1.14 (p32) を基に日本総合研究所作成
(原資料注) 国と地方（政府）の定義は内閣府と同じ。

(図表4) OECDが提言するわが国の財政再建策による財政収支の改善見通し

財政再建策	(%)		
	2030年	2040年	2050年
消費税率の年当たり1%ずつの引き上げを2025年に開始し、20%になるまで継続。その歳入の半分を、脆弱な（引用者注：低所得層の）家計の支援に充当。	+1.5	+2.6	+2.6
炭素税をCO ₂ 排出1トン当たり4,000円になるまで、2025年～2034年の間に正比例する形で引き上げ。その歳入の半分を、脆弱な（引用者注：低所得層の）家計の支援に充当。	+0.2	+0.1	0.0
デジタル化により社会保障やその他の歳出を改革（効率性を2025年から30年超かけて10%改善）。	+0.5	+1.6	+2.8
年金受給の適格年齢を、2031年から15年間かけて65歳から70歳まで引き上げ、1年遅らせるごとに年当たり4.2%の恩恵を積み増し。	0.0	+0.4	+0.3

(資料) OECD, Economic Surveys Japan, January 2024, Table1.4 (p34) を基に日本総合研究所作成

(原資料) 総務省、厚生労働省、内閣府、およびOECD推計。

(原資料注) 改善幅は中央・地方政府の財政収支に与えるインパクトを示す。

されているのか。内閣府の試算で、特段の財政再建策を講じないのにPBが改善する、いわば“バラ色”的見通しが示されている理由は、試算の経済前提の設定にある。そのポイントは次の3点である。

①名目経済成長率の水準

前提とする名目経済成長率を高く設定すればするほど、それについて税収も伸びると見込まれるため、財政収支は改善する。

②名目経済成長率と金利の関係

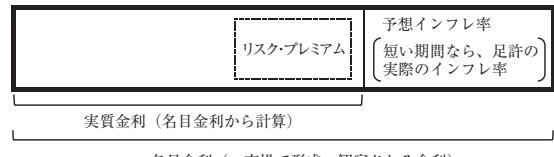
国内外の過去の経験を振り返れば、市場メカニズムが健全に機能しているもとでは、「名目経済成長率が金利を下回る」局面が実際に多く、通常の姿と考えられている。もっとも、これに反して「名目経済

成長率が金利を上回る」という前提を設定してしまえば、ごく単純化して考えれば、利払費よりも税収の伸びの方が相対的に高くなるため、財政収支は改善する。

③金利と物価上昇率の関係

市場メカニズムが健全に機能している経済では、「金利は物価上昇率を上回る」のが通常である。それは、物価上昇率（正確には予想インフレ率）が金利の一部を構成する要素である（図表5）ことによる。ゆえに、「金利は物価上昇率を上回る」のが、古今東西をみても通常で、さらに長期金利は短期金利の積み重ねであることからすれば、長期の金利になればなるほど、「金利は物価上昇率を上回る」となるのが当然といえる。にもかかわらず、「長期金利＝物価上昇率」、ないしは「長期金利<物価上昇率」などという前提を置いてしまえば、いかに高インフレが進行しようとも、利払費は増えずに済むことになる。

(図表5) 金利の構造（概念図）



(資料) 日本総合研究所作成

そこで、内閣府が実際に経済財政試算見通しにおいて用いている経済（名目GDP）成長率、物価、長期金利の前提値を示したものが図表6である。なお、内閣府は短期金利の前提値は公表していない。

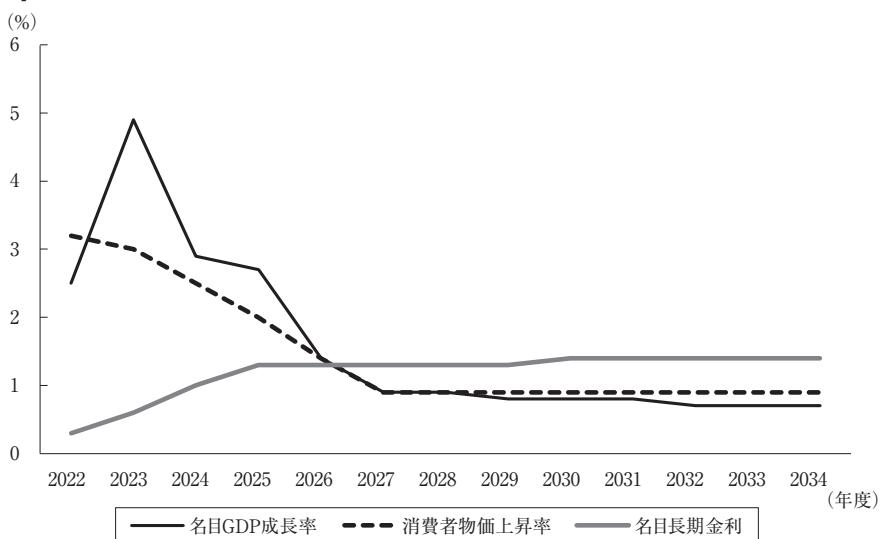
これらのグラフから明らかなのは、内閣府が長期金利の前提値を、経済成長率との比較でも、そして物価上昇率との比較でも、随分と低めに設定している、という点である。名目長期金利が名目GDP成長率を追い抜くのは、①過去投影ケースでは2027年以降、②成長移行ケースや③高成長実現ケースに至っては2033年以降である。物価上昇率との関係も然りで、名目長期金利が消費者物価上昇率を追い抜くのは、①過去投影ケースでは2027年以降、②成長移行ケースでは2030年以降、③高成長実現ケースでは2029年以降とされている。要するに、短期金利ではなく、長期金利が物価上昇率に満たない低水準で推移するという、世界の市場主義経済圏において当然の経済メカニズムやこれまで観察されてきた経験からすれば、不自然極まりない前提が設定されている。とりわけ、目立ちやすい目先数年間の名目経済成長率や消費者物価上昇率について、利払費が増えずに済むように恣意的な前提が設定されているといつても過言ではなかろう。なぜ、そのような前提とするのか。増税にせよ歳出削減にせよ、痛みを伴う話を国民に対して切り出したくない政府として、まともな財政再建策に取り組まずに当座をやり過ごすことには“お墨付き”を与えるためではないか、とも推測できよう。

さらに、内閣府の名目経済成長率の設定水準の高さも問題含みといえる。前掲図表6から明らかなように、内閣府は、物価上昇率は高くなったとしてもせいぜいこの先も2%程度で収まる状態が継続すると楽観視しつつ、名目経済成長率を高めに設定している。これはすなわち、実質経済成長率をかなり高めに設定していることを意味する。

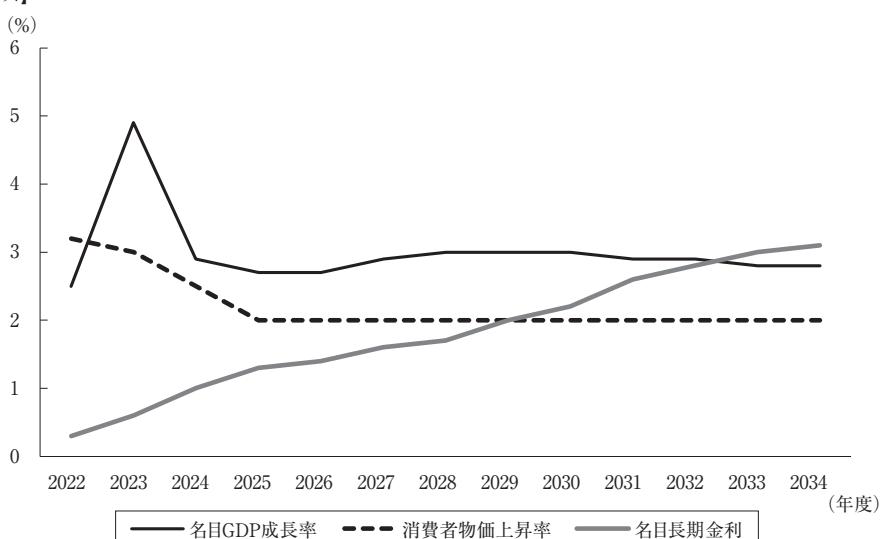
一国の「実質経済成長率」とは、短～中期的な景気変動要因を除外して考えれば、長期的には当該国の「潜在成長率」に等しくなる筋合いのもので、図表7（の右図）のように、ヒト（労働投入量）、カネ（資本投入量）、技術革新力（全要素生産性=図表7の右図のTFP）という三つの要因によって決定される。わが国の場合、「ヒト」要因（労働投入量）は、人口減少傾向にあるため、この先潜在成長率を押し上げ

(図表6) 内閣府経済・財政見通し(2025年1月)におけるわが国の名目経済成長率、物価上昇率、長期金利の前提

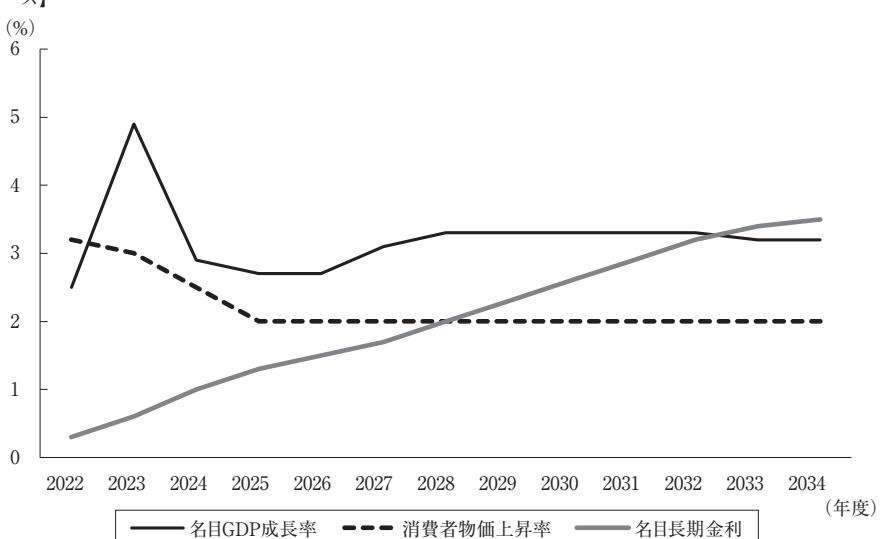
【過去投影ケース】



【成長移行ケース】

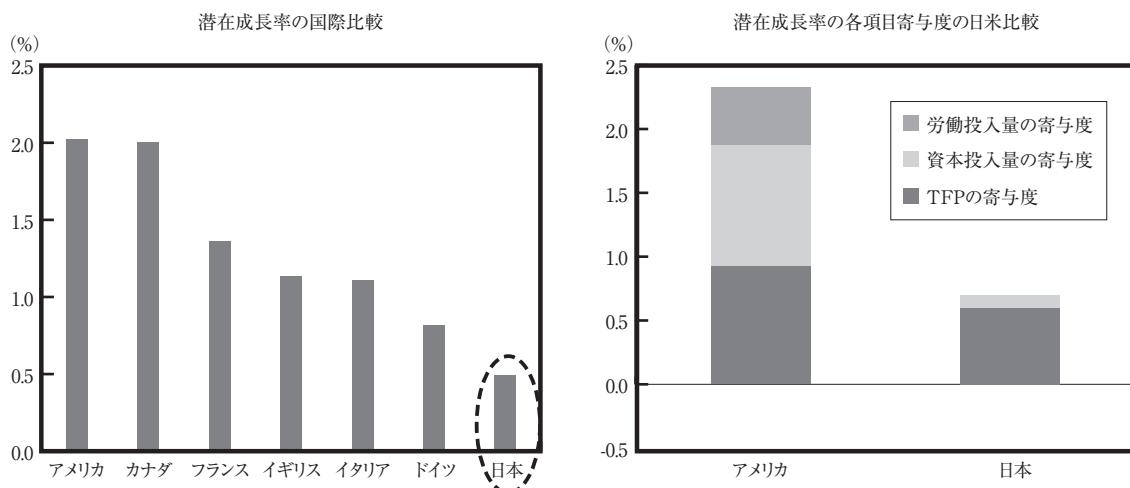


【高成長実現ケース】



(資料) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(令和7年1月17日経済財政諮問会議提出)を基に日本総合研究所作成

(図表7) 潜在成長率の国際比較



(資料) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(令和6年7月29日経済財政諮問会議提出)、p.8

(注) 日本は内閣府推計値、アメリカは米国議会予算局(CBO)推計値、その他の国はOECD「経済見通し」(2024年5月)により作成。左図は2023暦年値、右図は2012~2019年(暦年)平均値。なお、アメリカの潜在成長率の項目別寄与度は民間非農業部門の値。

る方向に寄与することがおよそ期待できないことは誰の目にも明らかである。移民を積極的に受け入れる気運は乏しく、押し上げ要因としては、女性や高齢者の労働参加率をどれだけ引き上げられるか、くらいしかないことからすれば、「ヒト」要因が潜在成長率を押し下げる方向に作用することをどこまでくい止められるか、というのがわが国の現実的な課題といえよう。これに対してアメリカでは、CBOが移民の流入増のペースが統計上明確になったという理由で、2024年春に公表した米国の経済見通しを引き上げたほど、人口要因は潜在成長率を押し上げる方向に寄与している。移民の流入が続いているのはカナダや欧州各国も同様であり、こうした背景もあって、主要先進国の中でも、わが国の潜在成長率は最低となっている(図表7の左図)。

こうした状況下、内閣府はこの3要素のうちの「ヒト」以外の要因、とりわけ全要素生産性(いわゆる「技術革新力」要因)を高めに見積もり、試算の前提となる潜在成長率を高めに設定している(図表8)。

(図表8) 内閣府試算(2025年1月)における全要素生産性(=技術革新力要因)と労働参加率(=「ヒト」要因)の見通しの前提

	TFP(全要素生産性)上昇率 (2023年度 0.5%)	労働参加率 (2023年度 62.9%)
過去投影	近年の動向を踏まえ、直近の景気循環の平均0.5%程度で推移	女性と高齢者を中心に一定程度上昇 (2034年度 65.1%)
成長移行	過去40年の平均1.1%程度に到達	女性と高齢者を中心に過去投影ケースよりも上昇 (2034年度 66.3%)
高成長実現	日本経済がデフレ状況に入る前の期間の平均1.4%程度に到達	同上

(資料) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(令和7年1月17日経済財政諮問会議提出)

(原資料注)「直近の景気循環」は2012年10~12月期~2020年4~6月期。「過去40年」は1980年4~6月期~2020年4~6月期。「日本経済がデフレ状況に入る前の期間」は1980年4~6月期~1999年1~3月期。

例えば、わが国の技術革新力を表す全要素生産性は、2023年度に0.5%であったと内閣府は推計しているが、先行きについては、①過去投影ケースでは直近の景気循環の平均0.5%程度で推移すると見込んでいる一方、②成長移行ケースでは過去40年の平均である1.1%程度に到達すると見込み、③高成長実現ケースに至っては、わが国経済がデフレ状況に入る前の期間の平均1.4%程度に到達すると見込んでいる。一国の技術革新力を決定する大きな要因である研究開発力が、わが国では国際的に低下していると言われるようになって久しい今日、ほんの目先の数年後から、それほど高い技術革新力を簡単に回復できるものなのか、疑問の念が拭えない。

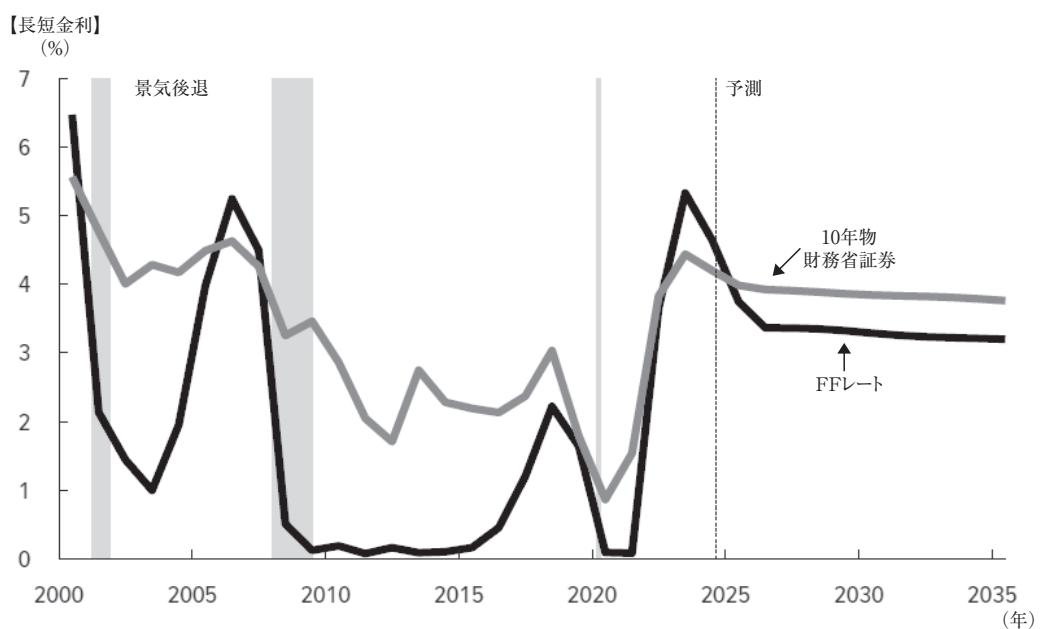
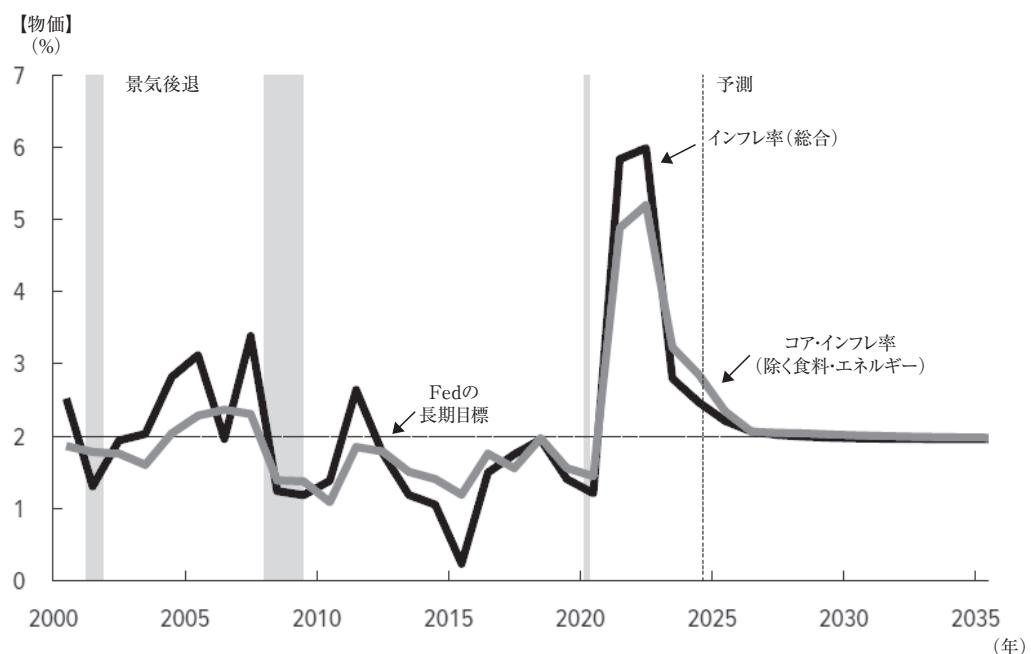
また、「ヒト」要因に関しても、試算の対象期間である2033年度まで、厳しい人口減少トレンドが続くであろうことは事実上確定しているため、限られる人口の労働参加率を高めに設定することで、何とか潜在成長率を高めに設定しようとしているように見受けられる。

このようにして内閣府は、潜在成長率の前提値について、2025年は三つのケース共通で0.8%、それ以降に関しては、①過去投影ケースでは2026～2028年度には0.6%、2029～2031年度には0.5%、2032～2034年度には0.4%と置いている一方、②成長移行ケースでは2026年度以降上昇し、2028～2030年度には1.6%に達し、その後2033年度にかけて1.4%に低下する、と置いている。③高成長実現ケースでは2026年度以降、成長移行ケースよりもさらに上昇し2029・2030年度には実に2.0%に達し、その後の3年間は1.9%で推移した後、2034年度には1.8%に低下する、と設定している。

ここまでして潜在成長率＝実質経済成長率の見通しを高く設定したいのは、それが税収の伸びにつながり、財政運営全体が好転するとの試算結果を導きやすくなるからとも推察できる。しかしながら、こうした、“実力度外視”、“現実度外視”的前提に基づく経済・財政見通しは、実際にはどのような結果になるのか。これまで内閣府の経済財政試算が何度も繰り返してきたように、今回の試算もまた“絵に描いた餅”に終わる可能性が高いといえよう。

これに対して、冒頭でとりあげた米CBOによる連邦政府の財政見通し策定の際の物価と長短金利の前提是図表9の通りである。高インフレが継続してきた物価に関しては2027年頃から、中央銀行である米連邦準備制度（Fed）が長期的な目標としている2%程度に収束していくとしているが、それと同時にFedの短期の政策金利（FFレート）は3%台央、10年物財務省証券（国債）金利は4%程度で推移する、との前提が設定されている。短期金利は物価上昇率を上回るレベルに設定されて金融引き締めが継続されるもとで、物価は前年比2%程度で推移すると想定され、長期金利はそうした短期金利水準をさらに上回る状態が継続すると想定されている。いずれも、市場主義経済圏における道理にかない、アメリカのみならず市場主義経済体制にある各国の過去の経験に照らして違和感のない前提となっている。CBOの財政試算では先述のように厳しい結果が示されているのは、何よりもこうした現実に即し、市場主義経済圏の国として理に適った中立的な前提が採用されているからであるといえよう。

(図表9) 米議会予算局（CBO）による米連邦政府の財政見通しの前提



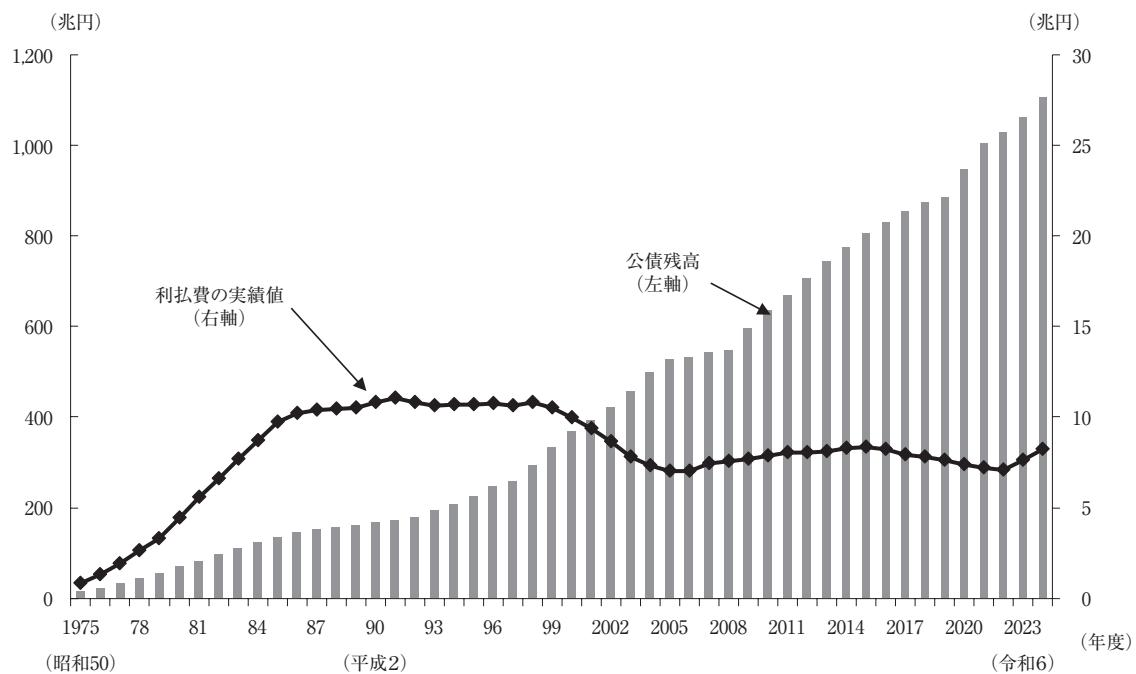
(資料) CBO, *The Budget and Economic Outlook: 2025 to 2035*, January 17, 2025, p 8 を基に日本総合研究所作成。

(3) 先行きの鍵を握る利払費

このような、国内外、および国際機関による財政見通しのバラツキからも推測されるように、一国の財政運営の先行きを試算してリスクの所在を見通すうえでは、前提となる名目経済成長率や物価上昇率、長短金利をどのように設定するかが重要な鍵を握る。

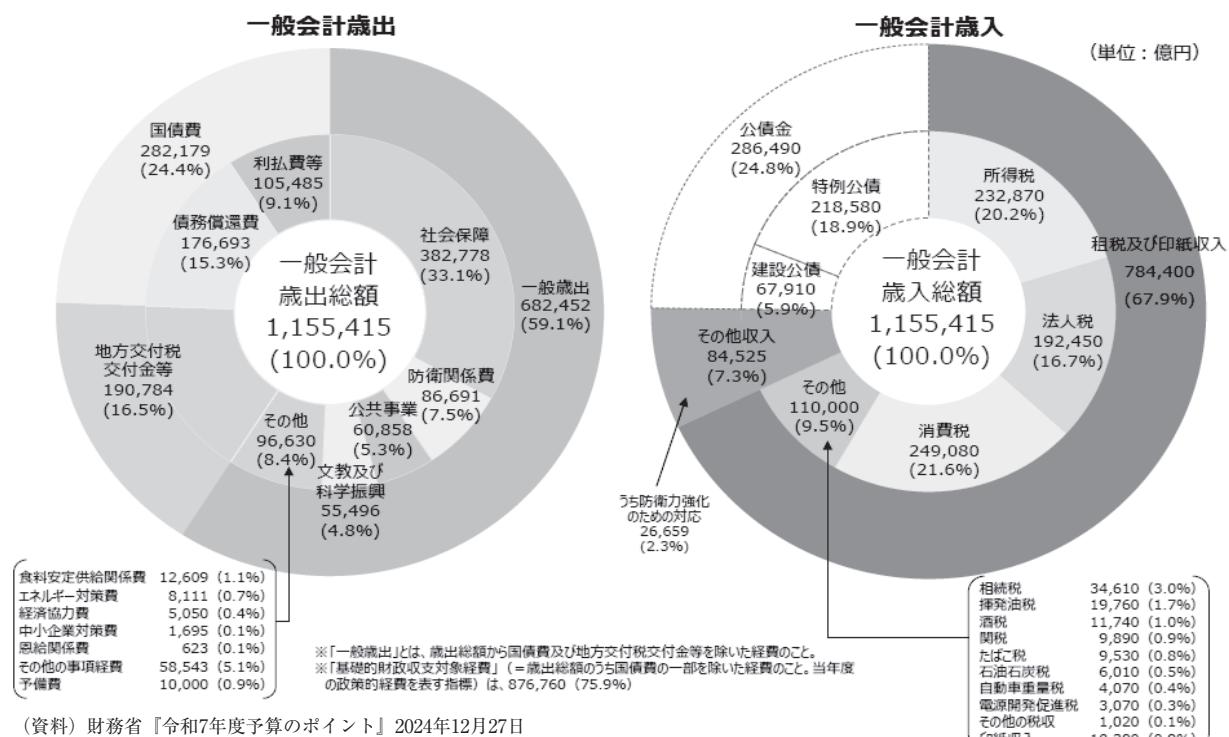
そもそも、わが国これまでの財政運営を振り返っても、1990年代のバブル崩壊以降、国の債務残高が一貫して膨張してきたにもかかわらず、支障なく財政運営を継続できた背景には、利払費が債務残高見合いでは増加しなかったことがある（図表10）。これには日本銀行の金融政策運営が大きく影響している。現在、国会で審議されている2025年度の一般会計予算政府案をみても、一般会計で発行される普通国債残高が1,000兆円を超えていたにもかかわらず、予算総額115.5兆円のうち、利払費はわずか10.5兆円で済んでいる（図表11）。

（図表10）わが国の公債残高と利払費の実績値の推移



（資料）財務省『日本の財政関係資料』、および参議院予算委員会調査室『財政関係資料集』各年版を基に日本総合研究所作成

(図表11) わが国の2025年度一般会計予算政府案の歳出・歳入の構成



(資料) 財務省『令和7年度予算のポイント』2024年12月27日

(注1) 計数については、それぞれ四捨五入によっているので、端数において合計とは合致しないものがある。

(注2) 一般歳出における社会保障関係費の割合は56.1%。

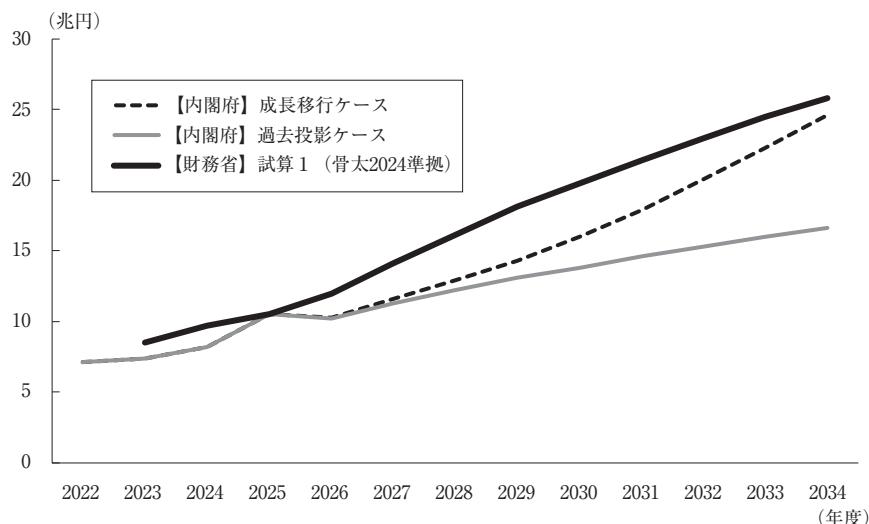
(4) 内閣府と財務省の利払費試算の比較

ちなみにわが国では、内閣府のほかに、財務省も毎年度の予算編成に合わせて、利払費の先行きの試算結果を公表している(『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』)。ところが、この両者の利払費の見通しを比較すると、かなりの開きが存在することがわかる(図表12)。内閣府側のケースによるものの、試算の対象期間の終盤の2033年度や2034年度では、内閣府の利払費の試算値は、財務省の試算値を1~9兆円下回っている。

そこで、利払費の試算の前提となっている長期金利について、内閣府と財務省がどのように設定しているのかをみると(図表13)、内閣府の①過去投影ケースにおける長期金利は一貫して財務省よりも低くなっている半面、②成長移行ケースや③高成長実現ケースでは、2030年~2031年頃に、内閣府の前提が財務省の前提を抜く形になっている。にもかかわらず、利払費の試算値は、内閣府(注1)の方が財務省の試算を下回る。内閣府の利払費の推計の際の詳細な前提や計算方法は一切明らかにされてはいない。ただし、少なくともこの両者の利払費の見通しにこれだけの差が出ていることは、国の利払費の総額とは、その時々の長期金利だけで単純に決まるものでもない、ということを物語っていると考えられる。

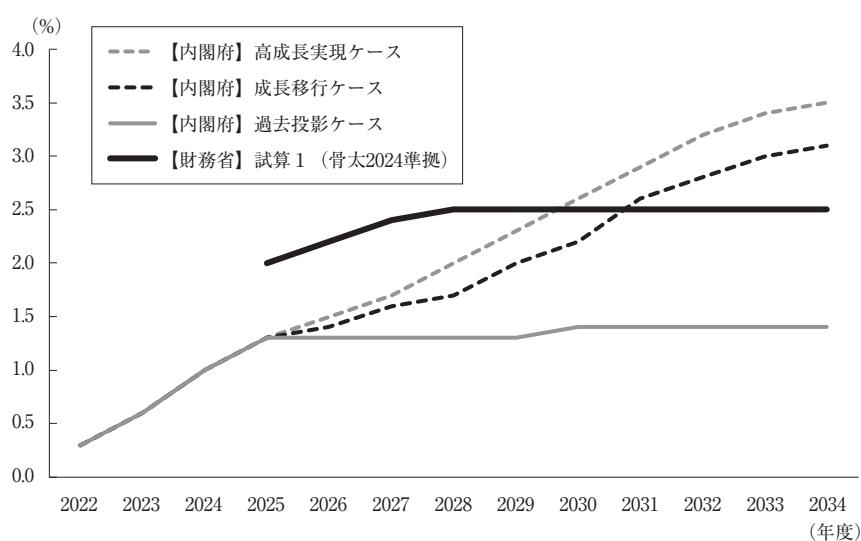
そもそも、利払費はどうやって決まるのかを考えれば、すでに発行済みの固定利付国債については、それぞの満期が到来するまでの間の毎年度の利払費は、発行時点ですでに確定している。他方、今後発行する国債に関しては、どういう年限で発行するのか(短期国債か、中期国債か、長期国債か、等々)、その際の前提金利を、短期~長期の金利のそれぞれについて、どのように想定するのか、によって利払

(図表12) 内閣府の利払費見通し（2025年1月）と財務省の仮定計算における利払費の見通し（2025年1月）の比較



(資料) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（令和7年1月17日経済財政諮問会議提出）、財務省「令和7年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」（令和7年1月）を基に日本総合研究所作成
 (注) 内閣府は2024年7月、および2025年1月の試算においては、「高成長実現ケース」の利払費を明らかにしていない。

(図表13) 内閣府の長期金利の前提（2025年1月）と財務省の仮定計算における長期金利の前提（2025年1月）の比較



(資料) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（令和7年1月17日経済財政諮問会議提出）、財務省「令和7年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」（令和7年1月）を基に日本総合研究所作成

費は大きく変動することになる。

内閣府や財務省の試算では、前提は長期金利（10年金利）しか明らかにされておらず、短期金利の前提値をどのように設定しているのかについては非公表である。さらに国債の発行年限の配分も、どのような前提としているのかは公表されていない。

(注1) 内閣府は2024年7月、および2025年1月に公表した「中長期の経済財政に関する試算」においては、「高成長実現ケース」の利払費の試算結果を明らかにしていない。

3. 市場主義経済圏の国としての中立的な前提に基づくわが国の財政運営の先行き試算

(1) 財務省の利払費仮定計算の分解試算－既発行国債で確定済みの利払費は限定的

すでにみたように、一国が財政運営をつつがなく継続していくかの鍵は、利払費が握っている。その利払費は、今後の経済・金融情勢の展開次第でどう変化するのか。長短金利や国債の発行年限の配分について、不自然な前提ではなく、市場経済圏における経済メカニズム上の理に適い、中立的な前提のもとで試算をしてみた場合、利払費はどうなるのかを考えたい。そこで、本稿では、財務省が先述の『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』や『後年度歳出・歳入への影響試算』のほか、予算編成過程で公表しているデータを基に、利払費を試算した。

まず、財務省による利払費の試算値（2024年2月時点）は、

- ① 2023年度までに発行済みの国債の利払費で、この先何年度に利息としていくらずつ支払わなければいけないかの金額がすでに確定している分、
および
- ② 2024年度以降に発行される国債の利払費で、2024年度以降の実際の長短市場金利がこれからどのように推移するかによって決定される分、

とに分解できるはずである。しかし、財務省はそれらの内訳を公表していないため、財務省の公表データを基に推計した。

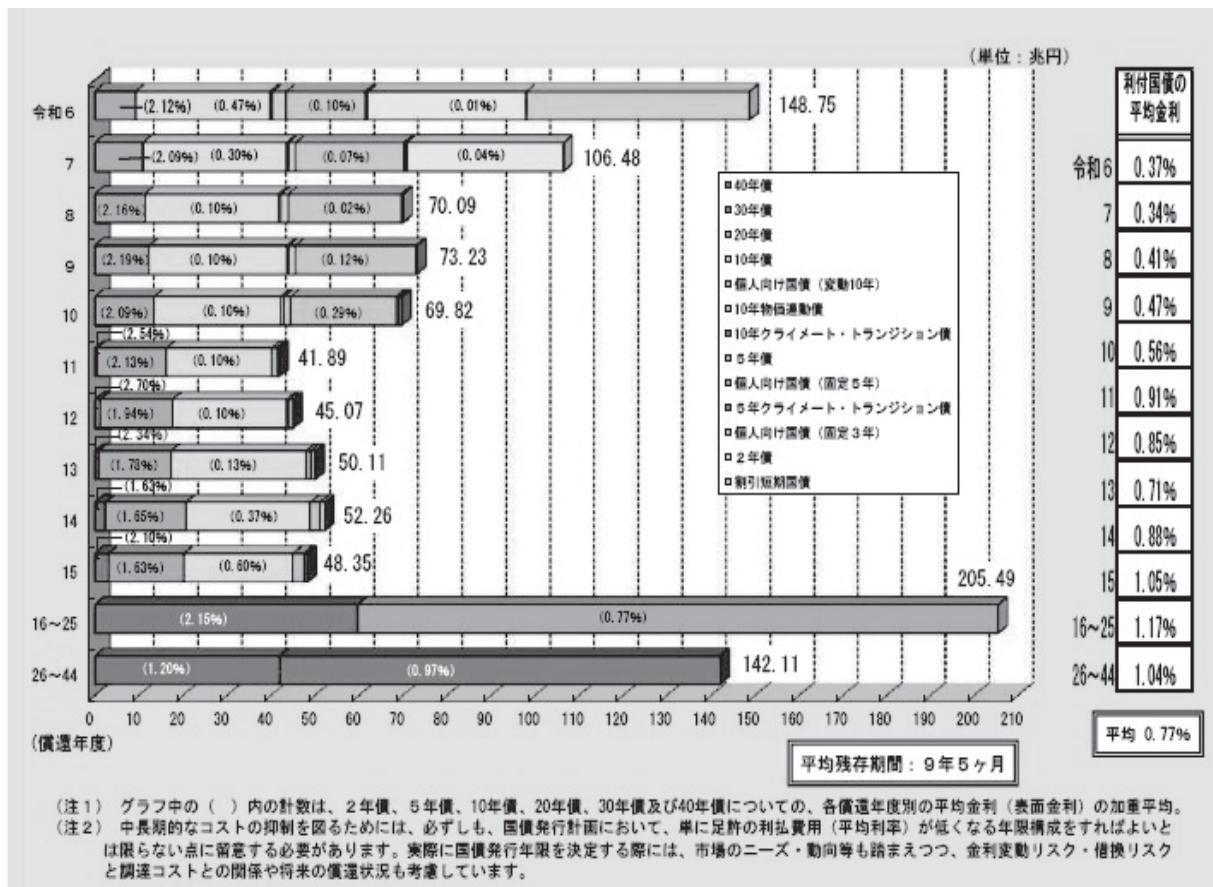
①の2023年度までに発行済みの国債の今後の利払費は、財務省理財局が毎年度の『債務管理リポート』に掲載している、「普通国債の償還年度別残高及び各償還年度の利付国債の平均金利」のグラフ（図表14）の今後の各年度において、各年限別の国債の償還（満期到来）残高に、その年限の国債につけられているクーポン（表面金利）の加重平均をかけ合わせ、それを足し上げたものに相当する。しかしながら、財務省理財局は、このグラフのバックデータを公表していない。

そこで、財務省が毎年度の当初予算政府案の国会提出に合わせて公表している『財政法第28条等による令和6年度予算参考書類』のなかの「普通国債の発行年度別償還年次表」に掲載されている建設国債と赤字国債のデータを償還年度別、発行年限別に拾い上げる方法で、国債の発行年限別・償還年度別残高を試算した。前倒債（注2）の発行分等を正確に見定めて拾い切れていない可能性は残るもの、国債の発行年限別・償還年度別残高の試算結果は、財務省理財局が公表するグラフ（図表14）の横棒グラフの見かけ上の長さとおおむね一致しているように見受けられる。それに、理財局が同グラフ上で公表している各発行年限の利付国債の加重平均金利をかけ合わせて、全年限分を足し合わせ、それをさらに、当該年度分からそれ以降の年度分まで足し合わせる形で、既発国債の各年度の利払費を算出した。

そのようにして、財務省公表の利払費の仮定計算の値を分解してみた結果は、図表15の通りである。本推計結果からは、確かに、足許の2024年度では、①既発国債の利払費の占める割合の方が大きくなってしまっているが、2027年度以降は逆転し、②2024年度以降に発行する国債の割合の方が大きくなる一方となることがみてとれる。

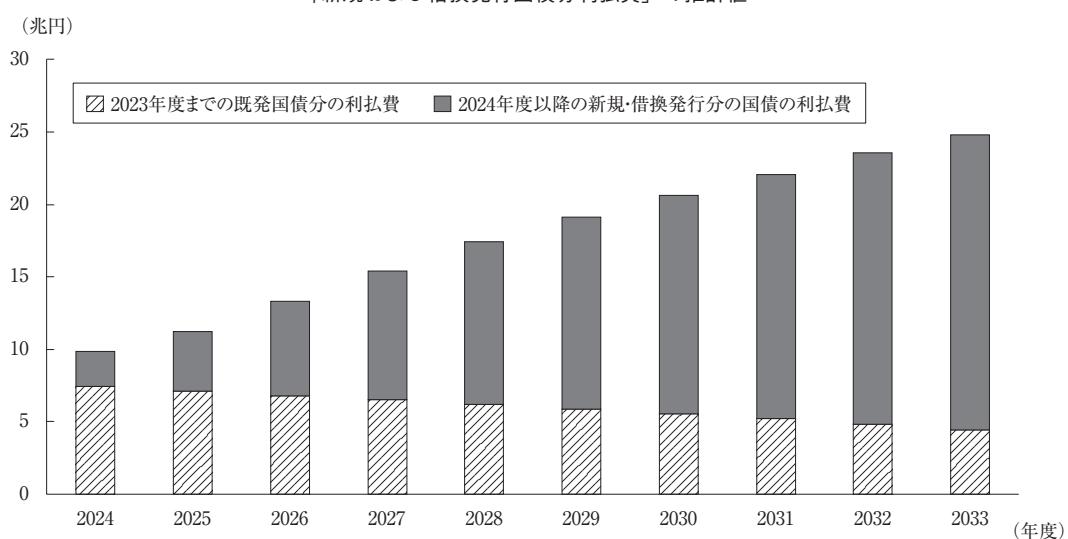
「わが国の国債の平均残存期間は9年5ヵ月であるゆえ、今後9年間は利払費はあまり増えないから心

(図表14) 普通国債の償還年度別残高及び各償還年度の利付国債の平均金利（令和5年度末、財務省理財局公表）



(資料) 財務省理財局『債務管理リポート 国の債務管理と公的債務の現状2024』、2024年7月、p159

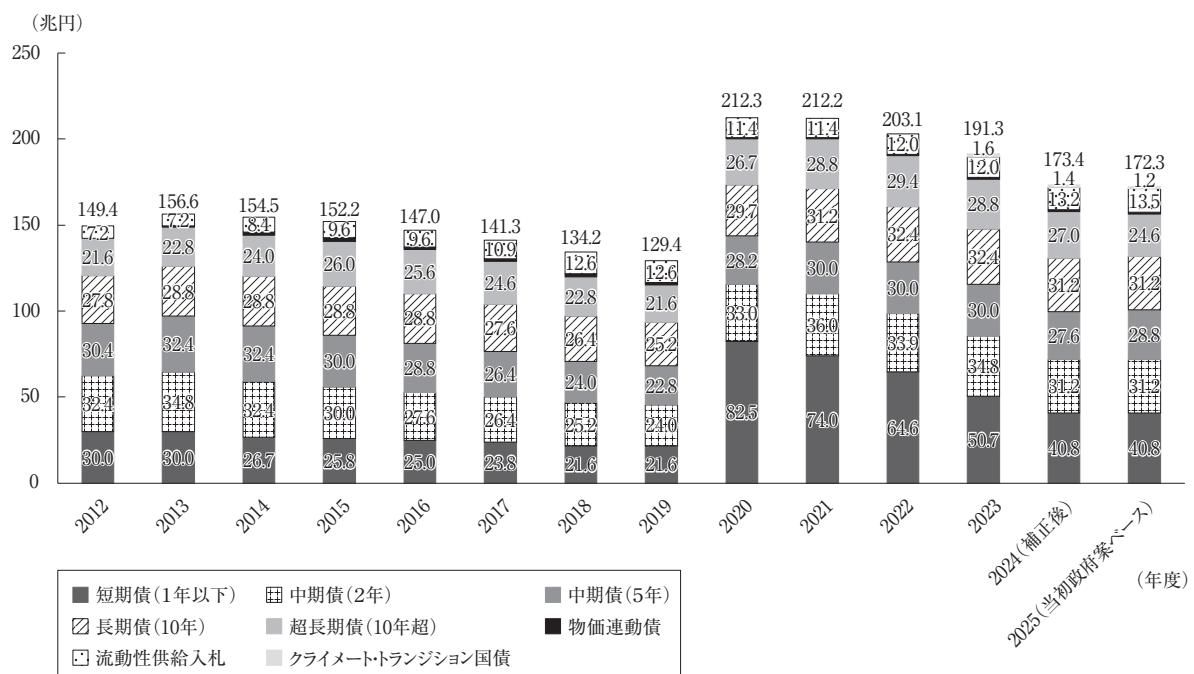
(図表15) 財務省が仮定計算で公表している利払費における「既発国債分の利払費」と「新規および借換発行国債分利払費」の推計値



(資料) 財務省『財政法第28条等による令和6年度予算参考書類』、『財政法第28条等による令和5年度予算参考書類』、『財政法第28条等による令和4年度予算参考書類』、財務省理財局『債務管理リポート 国の債務管理と公的債務の現状2024』のデータを基に日本総合研究所作成

配ない」との見解もきかれるものの、それが事実ではないことは図表15が如実に物語る。わが国の国債発行構造は、国債の平均残存期間が9年5カ月だといっても、「ほとんど10年債を発行しているから平均残存期間が9年5カ月になる」という構造では決してない(図表16)。同じ“平均残存期間9年5カ月”でも、「満期が20年、30年といった超長期国債も発行している一方で、短期国債や中期国債も多く発行し、全体の平均残存期間をはじくと9年5カ月になっている」という構造である。しかも、これだけの多額の短期国債や中期国債を発行している以上、目先の市場金利が上昇すれば、あっという間に利払費は膨れ上がるるのである。

(図表16) わが国の国債のカレンダーベース市中発行額の推移



(資料) 財務省『カレンダーベース市中発行額』各年度版を基に日本総合研究所作成

(注) 本図では、物価連動債のみデータラベルを非表示している。

(2) 試算の前提 – 4通りの金利シナリオの考え方と国債発行年限配分の3パターン

本稿では図表17に示すように、金利や経済成長率について四つのシナリオ、国債の発行年限の配分に関しては三つのパターンを設定し、それぞれのシナリオ、パターンについて、利払費の試算を行った。

A. 金利シナリオの設定

まず、金利シナリオとしては、①デフレ逆戻り、②物価低水準、③物価目標達成、④高インフレ招来、の四つを設定した。潜在成長率に関しては、シナリオ①のみ0%、それ以外の②~④に関しては、足許のわが国経済の実力に近い0.5%と設定した。

消費者物価上昇率に関しては、①は0.5%、②は1%、③は2%と設定した。日銀の近年の実際の金融

(図表17) 本稿の試算における、経済成長率・長短金利の4シナリオと、今後の新規・借換発行分の国債の年限配分の3パターン

<金利シナリオ>						
	潜在成長率 (A)	物価上昇率 (B)	名目成長率 (C=A+B)	1年金利 (B)	5年金利 (BとCの中間)	10年金利 (C)
金利シナリオ①(デフレ逆戻り)	0.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
金利シナリオ②(物価低水準)	0.50	1.00	1.50	1.00	1.25	1.50
金利シナリオ③(物価目標達成)	0.50	2.00	2.50	2.00	2.25	2.50
金利シナリオ④(高インフレ招来)	0.50	5.00	5.50	5.00	5.25	5.50

<新規・借換発行分の国債の年限配分>

	1年債	5年債	10年債
パターン①	0%	0%	100%
パターン②	100%	0%	0%
パターン③	33%	33%	33%

(資料) 日本総合研究所作成

政策運営が、消費者物価の前年比が目標の2%を上回る状態がすでに3年近く継続しているにもかかわらず、それを事実上放置する形で後手に回っているように見受けられる現実を鑑み、④は日銀が高インフレ進行を抑えきれなくなるケースとして5%と設定した。

名目成長率は、潜在成長率と消費者物価上昇率の和とした。

金利水準は1年金利=消費者物価上昇率、と設定した。なお、前掲図表5から明らかのように、中央銀行が金融政策運営を行う際の政策金利となるオーバーナイト(=ある営業日の夕方から翌朝まで)の短期金利は、最低でも物価上昇率に等しくなるはずである。ゆえに、この手の試算においては、本来であれば、最低でも短期の政策金利=消費者物価上昇率と設定すべきところ(注3)、本稿の試算ではそれよりやや甘く、1年物金利(オーバーナイト金利より高くなるのが通常の姿)=消費者物価上昇率、とした。また、国債発行の実務上、1年物の短期国債は割引債(注4)形式で発行されているが、本試算では単純化のため利付債方式で発行すると想定した。そのうえで、10年金利=名目経済成長率、と設定し、5年金利は1年金利と10年金利の中間、と設定した。

なお、経済成長率や物価上昇率、金利等の前提是ごく単純に、試算対象期間中一定のままで推移すると仮定した。

このように本試算では、市場主義経済においてこれまで長年にわたって観察され蓄積されてきた経験と国内外で共有されている理解に基づく形で、金利と経済成長率、物価上昇率の関係を設定したうえで、試算を行った。その理由は、本試算ではわが国経済が、あくまで市場主義経済圏に属し、かつ国際的な資本移動が自由な開放経済体制下にあり続けることを前提としているためである。内閣府の試算にみられる前提条件間の不自然な関係は、国内外で共有されている理解や長年にわたる経験に反するものであり、現実の経済の世界でそうした不自然な関係が成立する状態を無理やり作り出して、長期にわたり維持しようとすれば、当該経済にゆがみや副作用が生じる(注5)ほか、いずれ国際金融市場にその矛盾を突かれて「市場の反乱」を招き、最終的にはそれが引き金となって財政運営が行き詰まる事態に至る。すでにその兆候が表れているからこそ、外国為替市場で近年、行き過ぎを懸念する声に反して大幅な円安が進んでいるとみることもできよう。

B. 国債発行年限の配分等の設定

次に、国債発行年限の配分に関しては、短期の1年債、中期の5年債、長期の10年債の三つを組み合わせて発行する形で今後の資金調達を行うと想定した。わが国は実際には20年債や30年債等の超長期国債も発行しているものの、一般的には財政運営が苦しい国では満期が長い国債になればなるほど先行きのリスクが大きくなり、市場に引き受けてもらいにくくなるのが常である。また、実際にわが国でこれまで超長期債の主たる保有主体であった生命保険業界から、「わが国の厳しい人口減少傾向等を鑑みれば、この先、生命保険契約が伸び続けるとは考えづらいゆえ、超長期国債を大幅に買い増し続けることは現実問題として難しい」といった声が実際にきかれ始めている（注6）ことから、試算を単純化してわかりやすくするうえでも、今回の試算から超長期債は外すこととした。

国債の発行年限の配分は、パターン①では全額10年債で、パターン②では全額1年債で、パターン③では1年債、5年債、10年債を3分の1ずつ組み合わせて発行すると想定した。

財政収支に関しては、財務省の試算に合わせ、2025年度以降も特段の財政緊縮努力は行わず、2024年度当初予算並みの新規国債発行額が継続する、という前提で試算した。また、既発国債の償還に関しては、財政法で規定されている「60年償還ルール」に則り、前年度の普通国債残高の60分の1相当額を当年度に償還する、という前提で試算を行った。

なお、これはあくまで“試算”であり、“見通し”では決してない。前提条件は先述のように単純化して設定しており、試算対象期間中には変化せず、一定と仮定した。一見、現実離れしているとの印象を与える前提も含まれるが、本試算はあくまで、前提となる金利や調達パターンの設定によって、今後の利払費がどのように変化し得るのか、わが国の財政運営がこの先、いかなる事態に見舞われるリスクを抱えているのかを明らかにすることを目的とするものである。

(3) 利払費の試算結果－短期国債中心でも節約できる利払費は限定的

利払費の試算結果は図表18の通りである。①のデフレ逆戻りシナリオであれば、どの調達パターンでも、国債は0.5%の金利で発行することができ、利払費は2033年度でも8.5兆円で済む。しかしながら、わが国はすでに金利上昇局面に入っており、全額10年債で調達するケースで比較すると、2033年度の利払費の試算値は、②の消費者物価上昇率が1%止まりとなる名目1.5%成長シナリオでは16.7兆円、③の物価が2%目標を達成する名目2.5%成長シナリオでは24.8兆円、④の物価5%（日銀高インフレの制御不能）、名目5.5%成長シナリオでは実に49.3兆円に達する。なお、図表18では、財務省が2024年2月に公表した利払費の仮定計算の結果も併せて示した。財務省は恐らく、短期国債から中期債、長期債、超長期国債までをも含む、わが国の現実の国債の発行構造に基づいて試算を行っていると推測されるが、その結果は、本試算における「2.5%成長シナリオ」下での利払費、とりわけ「全額10年債」での利払費の試算結果におおむね近くなっていることがわかる。

これに対して、国債の調達パターンを変更した際の利払費をみると、例えば全額1年債で調達した場合の2033年度の利払費を、全額10年債のケースと比較すると、確かに全額1年債の方が少なくなるものの、その差はシナリオ②～④とも4兆円程度にとどまる。確かに短期国債の発行割合を増やせば利払費は節約できるものの、2033年度の利払費を比較すると「全額10年債」では49.3兆円、「全額1年債」で

(図表18) 既発債分と新規・借換発行分を合わせた利払費合計額の試算結果

(年)	2023年度までの既発債分の各年度の利払費	全額10年債で発行する場合				(参考) 財務省利払費試算 (2024年2月)
		0.5%成長シナリオ =10年金利0.5%	1.5%成長シナリオ =10年金利1.5%	2.5%成長シナリオ =10年金利2.5%	5.5%成長シナリオ =10年金利5.5%	
2025 令和7	71,270	79,516	96,007	112,498	161,970	112,300
2026 8	67,958	82,319	111,042	139,764	225,931	133,200
2027 9	65,490	84,346	122,058	159,770	272,905	154,000
2028 10	62,348	85,880	132,943	180,006	321,195	174,400
2029 11	58,703	86,530	142,185	197,839	364,802	191,500
2030 12	55,502	86,367	148,099	209,831	395,026	206,000
2031 13	51,962	86,109	154,401	222,694	427,573	220,500
2032 14	48,578	86,054	161,006	235,958	460,814	235,300
2033 15	44,203	85,053	166,752	248,451	493,547	248,000

(年)	2023年度までの既発債分の各年度の利払費	全額1年債で発行する場合			
		0.5%成長シナリオ =1年金利0.5%	1.5%成長シナリオ =1年金利1%	2.5%成長シナリオ =1年金利2%	5.5%成長シナリオ =1年金利5%
2025 令和7	71,270	79,516	87,761	104,252	153,725
2026 8	67,958	82,319	96,680	125,403	211,570
2027 9	65,490	84,346	103,202	140,914	254,049
2028 10	62,348	85,880	109,411	156,474	297,663
2029 11	58,703	86,530	114,357	170,012	336,975
2030 12	55,502	86,367	117,233	178,965	364,160
2031 13	51,962	86,109	120,255	188,548	393,426
2032 14	48,578	86,054	123,530	198,482	423,338
2033 15	44,203	85,053	125,902	207,601	452,698

(年)	2023年度までの既発債分の各年度の利払費	1年債、5年債、10年債を3分の1ずつ発行する場合			
		0.5%成長S=1年0.5%、5年0.5%、10年0.5%	1.5%成長S=1年1%、5年1.25%、10年1.5%	2.5%成長S=1年2%、5年2.25%、10年2.5%	5.5%成長S=1年5%、5年5.25%、10年5.5%
2025 令和7	71,270	79,516	91,884	108,375	157,848
2026 8	67,958	82,319	105,235	133,958	220,125
2027 9	65,490	84,346	115,482	153,193	266,329
2028 10	62,348	85,880	125,270	172,333	313,522
2029 11	58,703	86,530	133,557	189,212	356,175
2030 12	55,502	86,367	139,066	200,798	385,993
2031 13	51,962	86,109	145,064	213,357	418,235
2032 14	48,578	86,054	151,488	226,440	451,296
2033 15	44,203	85,053	157,011	238,710	483,806

(資料) 財務省『財政法第28条等による令和6年度予算参考書類』、『財政法第28条等による令和5年度予算参考書類』、財務省理財局『債務管理リポート 国の債務管理と公的債務の現状2024』のデータを基に日本総合研究所作成

は45.3兆円と、その節約できる度合いは金額でみて1割程度に過ぎない。「わが国の財政運営は、今後の国債発行を金利が相対的に低い短期国債を中心にシフトしていかなければ何とかなる」というようなものでは決してないと言えよう。

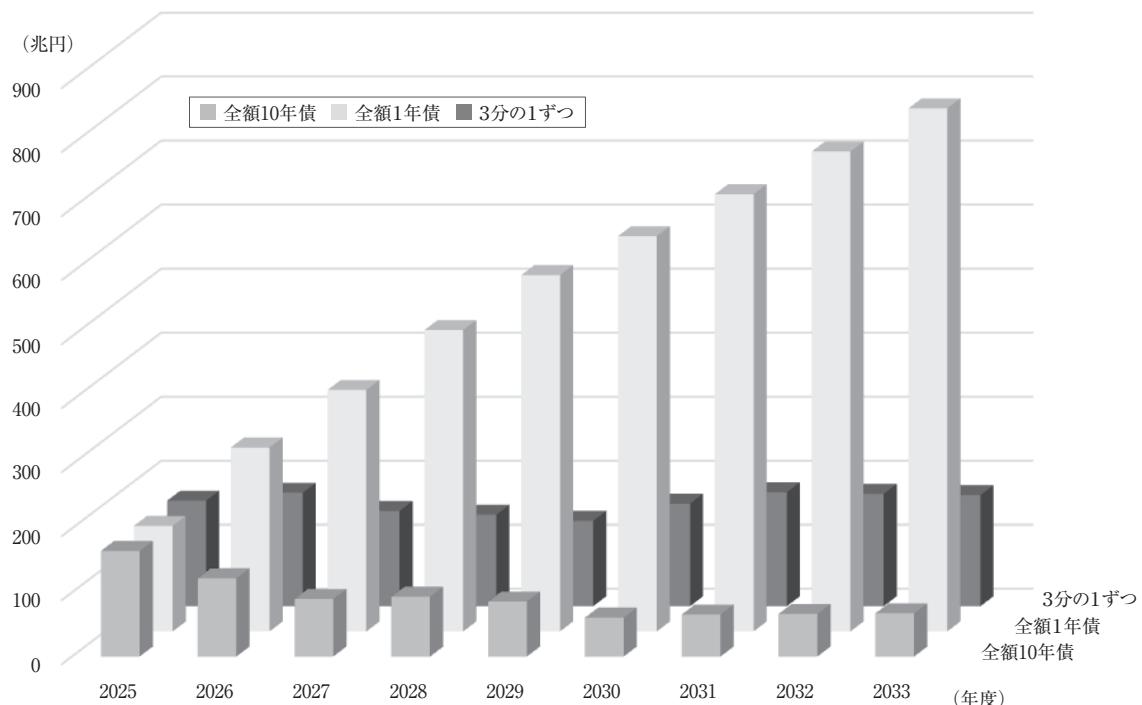
(4) 国債発行額の試算結果 – 発行年限短期化で膨張する財政破綻時の資金ショート額

看過してはならないのは、各調達パターンに沿って国債発行を進めていった場合、わが国がどれだけの規模の金額の国債を毎年度発行せざるを得なくなるか、という点である。市場主義経済において、一国の財政運営が行き詰った時点では、当該国の国債発行全体がストップし、財政運営上の資金繩りに窮することは、これまでの幾多の経験から明らかになっている。当該国が毎年、どれだけの金額の国債

を発行しなければ財政運営を回せなくなるのか、一国の毎年の国債発行額は、当該国の財政運営が行き詰った際の財政運営上の資金ショート（資金不足）額を表すことになる（注7）。これは、裏を返せば、当該国の経済を崩壊させないために、IMF等が融資しなければならなくなる金額、もしくは、当該国の国債を保有している外国勢の投資家が、当該国による国債の元本償還をあきらめなければならなくなる（＝当該国に借金を踏み倒される）額に相当する。ただし、わが国の場合には、政府債務残高が巨額である半面、それを十分にカバーできるだけの国内金融資産（2,212兆円、注8）を有しているのも事実で、以下のところは国債の大部分は国内で消化できている。ゆえに、わが国の財政運営が万一行き詰った場合、IMFがギリシャ危機等の時と同様に、わが国へも融資するとは考えにくく、まず国内にある資金を充当する形で既発国債の満期到来分の元本償還にめどをつけるよりほかにならう。要するに、わが国のようなケースでは、毎年度の国債発行額という財政資金ショートの額は、財政運営が行き詰った際に、大規模な国内債務調整を断行せざるを得なくなる金額と言える。なお、わが国は第二次世界大戦の敗戦後にすでにそうした“大規模な国内債務調整”を経験している。具体的には、預金封鎖と切り捨て・財産税・戦時補償特別措置法を、施行時期を巧妙にずらす形で断行している（注9）。

このように理解したうえで、今回の試算において、各調達パターンで今後の国債発行額がどのようになるかをみると（図表19、図表20）、利払費の面では確かに、②全額1年債や、③3分の1ずつのパターンの方が、①全額10年債よりもわずかながら節約できるのとは裏腹に、2033年度の国債発行額は、①全額10年債では、約67兆円にまで減らせるのに対し、②全額1年債では約817兆円（注10）にまで膨張することとなり、③3分の1ずつでも同約174兆円となる。短期国債中心の調達は、目先の利払費を節減でき

（図表19）各調達パターンごとの国債発行額（新規＋借換）の比較



（資料）財務省『財政法第28条等による令和6年度予算参考書類』、『財政法第28条等による令和5年度予算参考書類』のデータを基に日本総合研究所作成

(図表20) 各調達パターンごとの国債発行額（新規＋借換）の比較

		全額10年債			(億円)
		借換債	2025年度以降に想定する 新規発行国債	国債発行額合計（借換債 + 新規発行国債）	
(年)					
2025	令和7	1,325,097	324,000	1,649,097	
2026	8	886,149	337,000	1,223,149	
2027	9	550,932	348,000	898,932	
2028	10	587,119	348,000	935,119	
2029	11	511,139	348,000	859,139	
2030	12	259,729	348,000	607,729	
2031	13	308,115	348,000	656,115	
2032	14	317,926	348,000	665,926	
2033	15	326,679	348,000	674,679	

		全額1年債			
		借換債	2025年度以降に想定する 新規発行国債	国債発行額合計（借換債 + 新規発行国債）	
(年)					
2025	令和7	1,325,097	324,000	1,649,097	
2026	8	2,535,246	337,000	2,872,246	
2027	9	3,423,178	348,000	3,771,178	
2028	10	4,358,297	348,000	4,706,297	
2029	11	5,217,436	348,000	5,565,436	
2030	12	5,825,165	348,000	6,173,165	
2031	13	6,481,279	348,000	6,829,279	
2032	14	7,147,205	348,000	7,495,205	
2033	15	7,821,884	348,000	8,169,884	

		1年債、5年債、10年債を3分の1ずつ			
		借換債	2025年度以降に想定する 新規発行国債	国債発行額合計（借換債 + 新規発行国債）	
(年)					
2025	令和7	1,325,097	324,000	1,649,097	
2026	8	1,435,848	337,000	1,772,848	
2027	9	1,141,882	348,000	1,489,882	
2028	10	1,083,746	348,000	1,431,746	
2029	11	988,388	348,000	1,336,388	
2030	12	1,254,890	348,000	1,602,890	
2031	13	1,433,361	348,000	1,781,361	
2032	14	1,408,340	348,000	1,756,340	
2033	15	1,389,374	348,000	1,737,374	

(資料) 財務省『財政法第28条等による令和6年度予算参考書類』、『財政法第28条等による令和5年度予算参考書類』のデータを基に日本総合研究所作成

る点は魅力的、誘惑的ではあるが、その背後でこれだけ大きな財政運営上のリスクを抱え込むことになることを、私たちは十分に心しておく必要があろう。

こうした分析からは、国債はできる限り長期国債ないしは超長期国債で調達できれば、財政運営の安定的な継続を確実にするうえで好ましいことは明白である、加えて、本稿の分析から明らかになったように、①全額10年債で調達するとしても、利払費は4兆円増える程度で済む。しかしながら、財政事情が悪くなればなるほど、市場では長期国債を引き受けてもらいにくくなる、という現実がある。現にわが国でも、前掲図表16で示したように、コロナ危機が襲来した2020年、まだ日銀が国債の大量買い入れを継続していた時期だったにもかかわらず、財務省は、コロナ対策で増発した約70兆円の国債の大部分を、本来であれば、10年債以上の長期・超長期国債で調達するのが望ましいことは重々承知のうえで、しかし

現実には、とても市場で消化してもらえないため、短期国債で発行するしかなかった。それにとどまらず、2024年12月に成立した令和6年度補正予算における国債の増発分はすべて、短期国債の発行でまかなわれることになった。加えて、財務省は2024年6月、今後の国債発行について、年限の短期化を進める方針を明らかにしている（注11）。加えて同年12月には、2026年度以降、変動利付債の発行を検討するとも報じられている（注12）。このように、普段から健全な財政運営ができていないと、先行きの国債発行によるリスクや利払費のコスト管理を思い通りに進められなくなってしまうのである。

（5）税収と一般歳出の試算結果

「金利が上昇して利払費が増えても、税収も増えるから財政運営は問題ない」という見方がきかれることがあるが、そのように本当に言えるのであろうか。

2023年度の決算ベースの税収額を出発点に、

①～④の各シナリオで、税収がどの程度伸びるのかを試算してみたものが図表21である。税収が経済成長率に対してどの程度伸びるのかを示す税収弹性値に関しては、主要諸外国におけるこうした財政試算で採用されている考え方にならい、1.0と設定した（注13）。

この表から明らかなように、経済・金利シナリオ次第で、先行きの税収には大きな差が生じる。2033年度の税収の試算値で比較すると、①デフレ逆戻りシナリオでは約76兆円止まりなのに対し、④高インフレ招来シナリオでは約123兆円に達することになる。確かに、④高インフレ招来シナリオのように税収が高い伸びを示せば、税収の伸びで利払費の増加分も何とかカバーできるのではないか、という印象もぬぐえない。

しかし、ここで決して忘れてはならない点がある。税収が高インフレ要因で伸びる場合、大部分の歳出も、高インフレに応じて金額を引き上げないと、政府からの支出や給付を受け取る側の企業や国民の側の事業や生活はとても回らなくなる、という点である（注14）。

本試算においては、わが国経済の先行きについて、先述のように高めの潜在成長率を見込むことは非現実的であるため、名目成長率が高めで推移するケースにおいては、あくまで物価上昇率が高止まりして日銀がそれを抑えきれなくなるケースを想定した。こうしたケースのもとで、高インフレ局面では本来、政府の歳出の方も物価上昇率に見合う形で増額していくなければ、国民の側の生活が回らなくなってしまう。よくよく考えれば、政府の歳出のうち、名目金額通りを支払えば足りるのは、国債費のみである。国債の元本償還と利払は、国債発行時点で決定された名目金額で支払えれば足りるからである（物価連動債を除く）。

（図表21）各経済・金利シナリオごとの税収の試算結果
(億円)

(年)	税収（一般会計租税および印紙収入）の試算結果			
	0.5%成長 シナリオ	1.5%成長 シナリオ	2.5%成長 シナリオ	5.5%成長 シナリオ
2023 令和5	720,761	720,761	720,761	720,761
2024 6	724,365	731,573	738,781	760,403
2025 7	727,987	742,546	757,250	802,226
2026 8	731,627	753,685	776,181	846,348
2027 9	735,285	764,990	795,586	892,897
2028 10	738,962	776,465	815,475	942,006
2029 11	742,656	788,112	835,862	993,817
2030 12	746,370	799,933	856,759	1,048,477
2031 13	750,102	811,932	878,178	1,106,143
2032 14	753,852	824,111	900,132	1,166,981
2033 15	757,621	836,473	922,636	1,231,165

（資料）財務省『令和5年度租税及び印紙収入決算額調』（2024年7月31日）における令和5年度決算額を基に日本総合研究所作成

（注）税収弹性値は1.0と設定。

このような考え方に基づき、①～④のシナリオのもとで、国債費以外の政府の歳出（社会保障費等の一般歳出+地方交付税交付金等）を物価上昇率見合いで伸ばすとどうなるかをみたものが図表22である。とりわけ高インフレ局面においては、税収の伸びもさることながら、国債費以外の歳出の方も物価上昇率見合いで伸ばさなければ、国民の方が窮することは明らかといえよう。

ちなみに、利払費の増加が最も抑えられる全額1年債発行の調達パターンで、税収が最も伸びると見込める④高インフレ招来シナリオのもとでの税収と利払費の伸び、さらには望ましい物価上昇率見合いでの歳出の伸びを比較してみたのが図表23である。税収の伸びは、利払費と望ましい歳出の伸びには全く追いつかず、両者の差は拡大する一方となることがみてとれる。

(図表22) 各シナリオ通りに物価上昇が続いた場合に、「国債費以外の一般歳出等（一般歳出+地方交付税交付金等）が2024年度当初予算ベース対比で実質横ばい」となるために必要な名目的一般歳出等の金額の試算結果

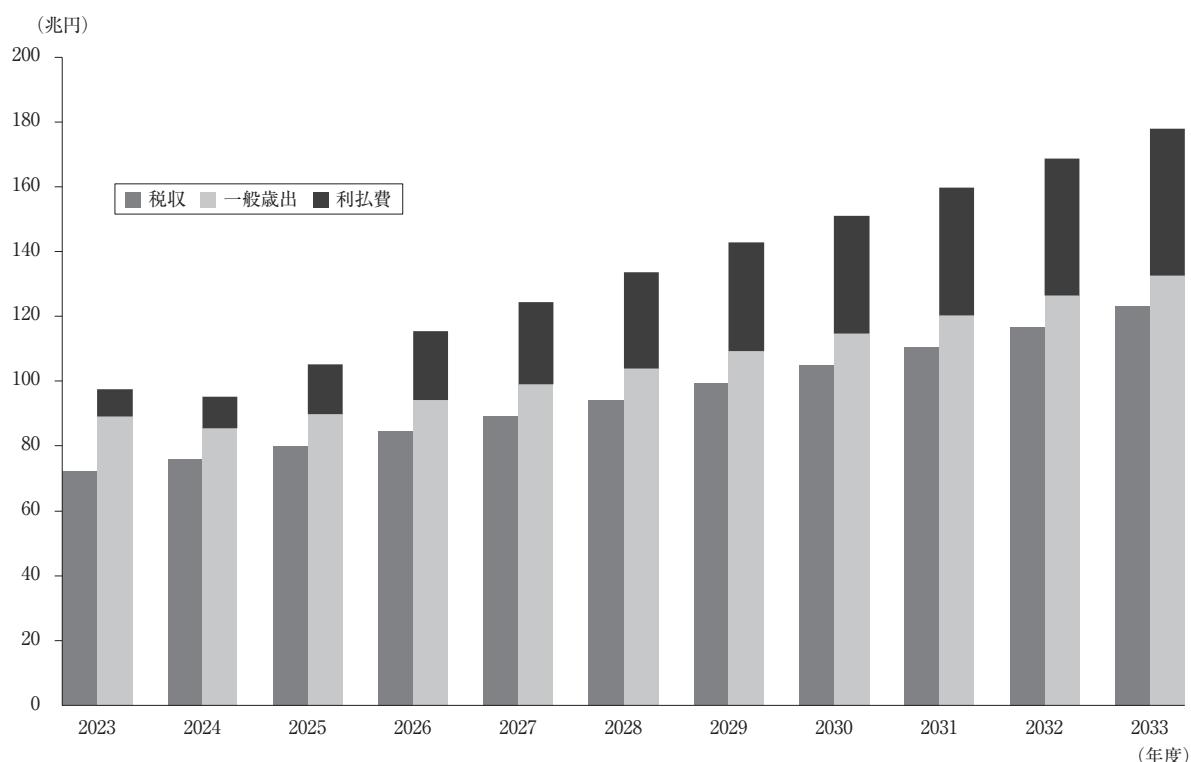
(億円)

	(年)	一般歳出+地方交付税交付金等			
		0.5%成長 シナリオ (物価0.5%)	1.5%成長 シナリオ (物価1%)	2.5%成長 シナリオ (物価2%)	5.5%成長 シナリオ (物価5%)
2024	令和6	855,627	855,627	855,627	855,627
2025	7	859,905	864,183	872,740	898,408
2026	8	864,205	872,825	890,194	943,329
2027	9	868,526	881,553	907,998	990,495
2028	10	872,868	890,369	926,158	1,040,020
2029	11	877,233	899,273	944,681	1,092,021
2030	12	881,619	908,265	963,575	1,146,622
2031	13	886,027	917,348	982,846	1,203,953
2032	14	890,457	926,521	1,002,503	1,264,151
2033	15	894,909	935,787	1,022,553	1,327,358

(資料) 内閣府経済社会総合研究所『国民経済計算』を基に日本総合研究所作成

(注) 2024年度は当初予算ベースの計数。

(図表23) 「全額1年債で発行」「5.5%成長シナリオ」のもとでの、税収・一般歳出・利払費の伸びの比較



(資料) 財務省『予算のポイント』各年度版、『令和5年度租税及び印紙収入決算額調』（2024年7月31日）、内閣府経済社会総合研究所『国民経済計算』を基に日本総合研究所作成

(注1) 一般歳出等および利払費の2023・2024年度は当初予算ベースの計数。

(注2) 一般歳出等は、2024年度当初予算ベースの計数を起点に、消費者物価上昇率並みで伸ばした場合の計数。

「インフレで財政破綻は回避できる」との見解をしばしば耳にすることがある。しかし、その実態がどういったものなのか、この試算結果がさまざまと物語っているといえる。高インフレ局面で税収が伸びる一方、歳出面において、国債費に限らず、その他の一般歳出等も、名目で同額の金額を支出し続ければよい、というのが、破綻回避可能とする意見が暗黙のうちに置いている前提である（注15）。しかしそれでは、国民の側はたまらない。これはまさに、増税を断行して歳入を増やしたり歳出をカットしたりするという、正攻法の財政再建努力を行わず、高インフレでなし崩し的に乗り切ろうとする放漫財政の行く末をさまざまと物語っていると言えよう。国民の側は、国会の議決が必要な追加増税や名目額の歳出カットは仮に免れても、代わりに高インフレによる実質負担増という形で帳尻合わせを迫られることがある。

（注2）市場金利の上昇局面等において、国としての国債の発行コストを少しでも節約できるように、発行のタイミングを柔軟化して前倒しで発行される国債のこと。例えば年度初めの4月に発行する予定の金額分の国債を、前年度中の3月に、市場金利の上昇幅が小さいうちに発行しておく、といった実務上の運営が行われている。

（注3）米CBOの財政見通しにおいては、当然ながらそのような前提が設定されている（前掲図表9）。

（注4）通常の利付債は、例えば額面100万円で発行されたものが満期到来時には同額の100万円の元本が償還されるうえに、発行から満期までの間の毎年度、クーポン（表面利率）に応じて利息が支払われる。これに対して割引債とは、満期が1年以下の短いものについて、期中の利払は行わない代わりに、発行時の額面を、満期到来時の額面よりも低く設定する（＝割り引く）ことによって、両者の差額に実質的な利払の意味を持たせる形式の債券である。

（注5）現にわが国では低成長状態が長期化しているが、かねてより、国際機関等からは「日本の実質金利が低過ぎる（＝日銀が金融緩和をし過ぎている）ことが、ゾンビ企業を不必要に長く延命させ、産業の新陳代謝を阻害している」として、健全な経済成長を回復するうえでの足かせとなっている点が問題であると繰り返し指摘されている。

（注6）財務省理財局 国の債務管理に関する研究会『今後の国債の安定的な発行・消化に向けた取組について』、2024年6月21日。

（注7）ちなみに、2009年以降数年間にわたり猛威を振るった欧州債務危機でこの点を痛感させられたからこそ、IMF（国際通貨基金）は財政運営の健全性を判断する指標に、各国の毎年の所要資金調達額（国債発行額）の規模を追加するようになったよう見受けられる。一国の財政運営がどの程度持続可能であるかは、単なる政府債務残高の大きさのみからは判断しきれないことが、欧州債務危機で明らかになった。例えば、単純化して、A国とB国の二つの国が同じ1,000ドルの国債残高を抱え、両国とも新規国債は発行しておらず、借換債を発行しなければならない、とする。A国はその全額を10年債で調達しており、B国は全額を1年債で調達しているとすると、A国が毎年、発行しなければならない借換債は100ドルで済む一方、B国の方は毎年1,000ドルとなり、両国の財政運営が行き詰った際の財政資金ショートの額には、100ドルと1,000ドルという大きな開きが生じることになる。これは、当該国内の経済事情次第でIMF等が緊急融資を余儀なくされる額、もしくは当該国の国債を保有している投資家側が、元本の償還をあきらめなければならなくなる（＝当該国に借金を踏み倒される）金額に相当する。

（注8）日銀公表の資金循環統計の2024年4～6月期の個人金融資産の確報値。

（注9）第二次世界大戦終戦直後のわが国の大規模な国内債務調整の概要については、拙著【2023】の第6章（事実上の財政破綻になったら何が起きるか—戦後日本の苛烈な国内債務調整）参照。

（注10）817兆円というと法外な金額との印象を受ける向きもあるようだが、すでに1,000兆円を超えているわが国の国債残高を、2033年度までの9年間をかけて順次、すべて1年債で借り換えていけば、2033年度時点での国債発行額が800兆円を超えるのは必然である。

（注11）脚注6と同じ。

（注12）2024年12月12日付日本経済新聞朝刊記事（「変動利付国債26年度にも発行 財務省」）。

（注13）確かに、国内外の過去の税収の動向を振り返れば、税収が経済成長率を上回る高い伸びを示す年もある一方、下回る年もみられる。ことから、財政運営の先行きを試算するに際して税収弹性値は1.0と設定する、というのが彼らに共有されている考え方だからである。

（注14）税収が高い伸びをみせる一方で、社会保障向けや教育向け、防衛費といった分野の歳出の名目の金額が横ばいのまま抑えられてしまったらどうなるか。年金なり、公務員の給与なり、高インフレが続いているのにそれに見合う金額を政府から受け取れなければ、国民は皆、たちまち生活に窮することになる。政府からの歳出を受け取る企業の側も同じで、例えば、防衛産業関係の企業も、公共工事を請け負う建設会社も、物価や人件費が高騰しているのに、政府の側からそれに見合う金額で仕事を発注してもらわなければ、それらの仕事を引き受けすることは困難になる。

（注15）年金制度においては、物価スライドの考え方方が導入されているが、毎年度、国の一般会計から年金制度に投入する金額についてまで、物価スライド方式にすると決められているわけではない。

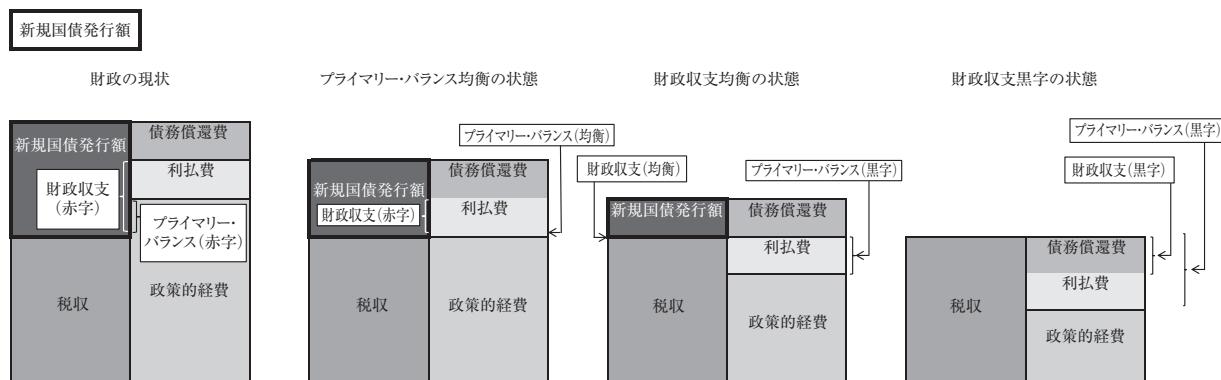
4. わが国の課題

(1) 財政の安定的運営を確実にするうえで必要なのは財政収支の均衡・黒字化

では、ここまで財政事情を悪化させてしまったわが国がこの先、財政運営を何とか安定的に継続するためには、どうすればよいのか。

重債務国が財政再建を進めるうえでは、PBの均衡では不足である（図表24）。PBが均衡しても（図表24の左から2番目の図）、利払費と債務償還費の分（すでに発行した国債の元本について、残高の60分の1ずつ毎年度返す）は、まだ新規国債を発行して、新たな借金を積み上げなければならないからである。国の債務残高を減額に転じさせるためには、利払費を含む財政収支の均衡（同右から2番目の図）でもまだ足りず、財政収支の黒字化が必要である（同一番右の図）。

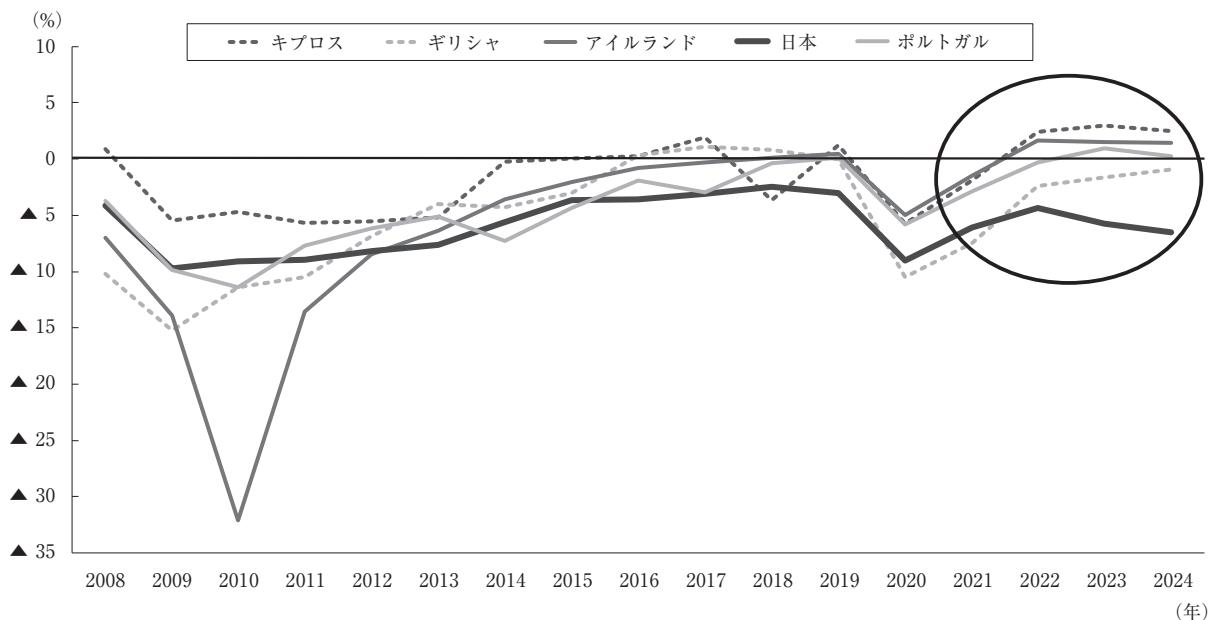
（図表24）プライマリー・バランス（基礎的財政収支）と財政収支、新規国債発行額の関係



（資料）財務省『日本の財政関係資料』2024年4月を参考に日本総合研究所作成

先進各国をみても、実際にそのような政策運営を実施している。図表25は、今から10～15年ほど前の欧洲債務危機で財政破綻の一歩手前までいったアイルランド、ポルトガル、キプロスと、実際に2度の財政破綻を引き起こしたギリシャとわが国の財政収支の推移を比較したものである。2020年以降のコロナ危機下ではこれらの国々も財政収支赤字幅を拡大させたが、2023年以降の足許の折れ線は4カ国ともわが国より上に位置している（=財政収支が改善している）。しかもギリシャを除く3カ国の財政収支はすでにプラス圏内に入っており、財政収支均衡を通り越して、財政収支黒字を達成している。わが国は利払費を除く基礎的財政収支の均衡や黒字化も未だに達成できていないのに、この差はなんと大きいことであろうか。しかも重債務国に限らず、常日頃から健全な財政運営に努めている主要国の中には、この財政収支の均衡、ないし黒字化を達成している国、達成し続けている国が、スイス、デンマーク、シンガポール等、いくつも存在する。“財政収支の均衡”とは要するに、“収入の範囲内で生活する”状態が達成できているということであり、家計の管理・運営と何ら変わらない。わが国の場合、財政再建の必要性、喫緊性についての認識を根本から改める必要があろう。

(図表25) 主要先進国的一般政府財政収支（対名目GDP比）の推移【欧州重債務国との比較】



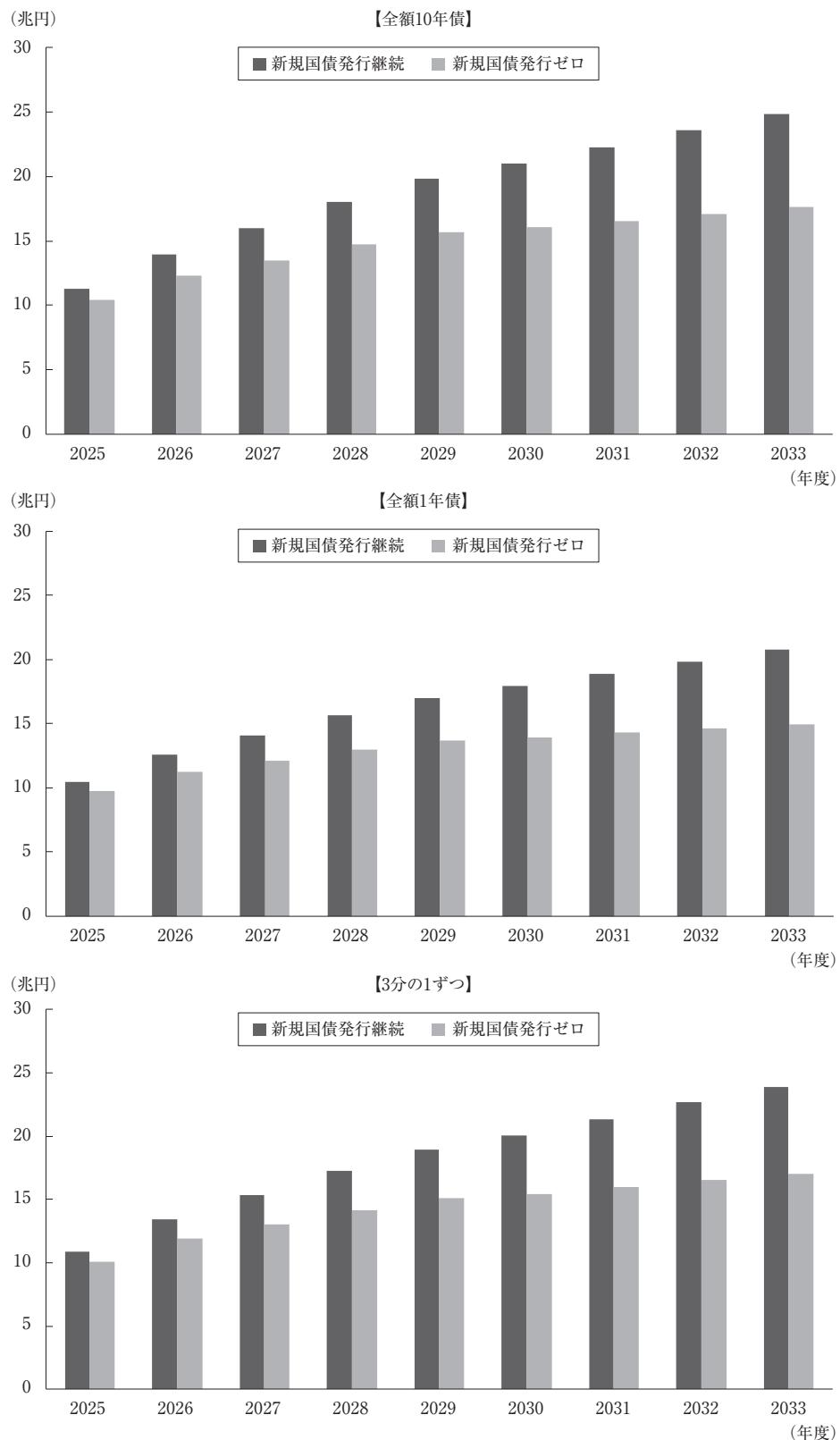
(資料) (資料) IMF, *World Economic Outlook database April 2024*を基に日本総合研究所作成

(2) 新規国債発行ゼロの場合の利払費・国債発行額の試算結果

財政収支均衡の達成のためには、図表24からも明らかなように、新規国債発行額を皆減（ゼロ）に近いレベルまで（より正確には、債務償還費見合いの金額まで）減らすことが必要である。そこで、新規国債発行額を皆減させた場合の利払費の試算結果のうち、2.5%成長シナリオについて、国債発行額の各パターンごとに比較してみたものが図表26である。調達パターンにもよるもの、2033年度時点で約6～7兆円程度、利払費を節約できることがみてとれる。また、すべてのシナリオの試算結果は図表27である。新規国債を32～35兆円程度で継続した場合の試算結果である、前掲図表18と比較してご覧いただきたい。

新規国債発行皆減（＝財政収支均衡、ないし黒字化）の効果がさらに大きく表れるのが、今後の国債の所要発行額である。新規国債発行額を皆減させた場合の国債発行額の試算結果は図表28、図表29である。2033年度の国債発行額は、全額10年債パターンで約▲45%（＝約▲30兆円）、全額1年債パターンで約▲36%（＝約▲290兆円）、3分の1ずつのパターンで約40%（＝約▲70兆円）も減らすことが可能となる。図表29を、新規国債を32～35兆円程度で継続した場合の試算結果である前掲図表20と比較すれば明らかに、財政収支均衡を達成し、その状態を継続することができれば、わが国は先行きの財政運営上のリスクも大きく縮小させることができるのである。

(図表26) 新規国債発行を継続した場合とゼロにした場合の、利払費の試算結果の比較 (2.5%成長シナリオの場合)



(資料) 財務省『財政法第28条等による令和6年度予算参考書類』、『財政法第28条等による令和5年度予算参考書類』、財務省理財局『債務管理リポート 国の債務管理と公的債務の現状2024』のデータを基に日本総合研究所作成

(図表27) 既発債分と新規・借換発行分を合わせた利払費合計額の試算結果【新規国債ゼロの場合】

(億円)

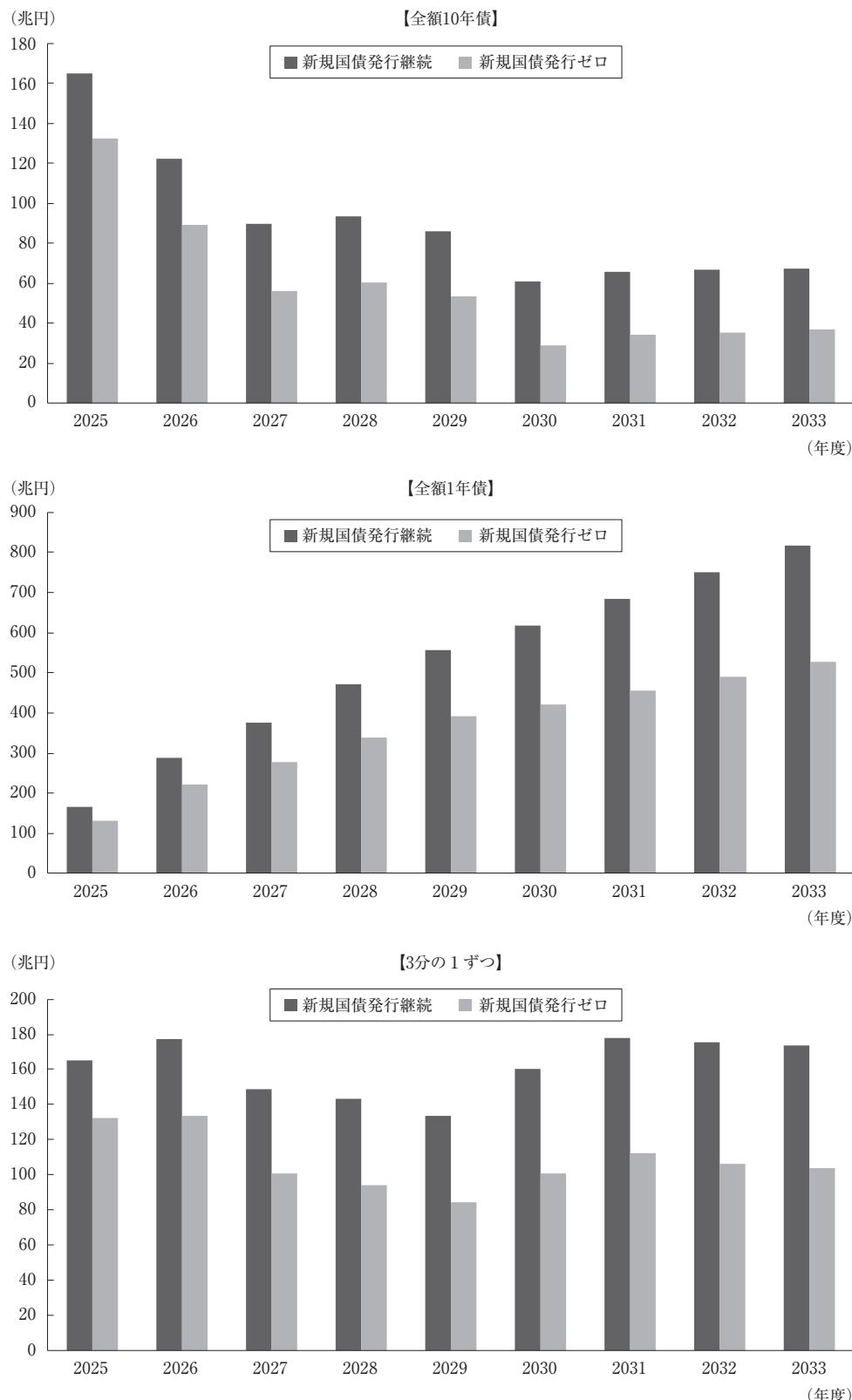
(年)	2023年度までの既発債分の各年度の利払費	全額10年債で発行する場合				(参考) 財務省利払費試算 (2024年2月)
		0.5%成長シナリオ=10年金利 0.5%	1.5%成長シナリオ=10年金利 1.5%	2.5%成長シナリオ=10年金利 2.5%	5.5%成長シナリオ=10年金利 5.5%	
2025 令和7	71,270	77,896	91,147	104,398	144,150	112,300
2026 8	67,958	79,041	101,208	123,374	189,873	133,200
2027 9	65,490	79,383	107,168	134,953	218,308	154,000
2028 10	62,348	79,259	113,081	146,902	248,367	174,400
2029 11	58,703	78,280	117,434	156,587	274,049	191,500
2030 12	55,502	76,515	118,541	160,567	286,645	206,000
2031 13	51,962	74,680	120,116	165,551	301,858	220,500
2032 14	48,578	73,076	122,072	171,067	318,055	235,300
2033 15	44,203	70,551	123,246	175,941	334,027	248,000

(年)	2023年度までの既発債分の各年度の利払費	全額1年債で発行する場合			
		0.5%成長シナリオ=1年金利 0.5%	1.5%成長シナリオ=1年金利1%	2.5%成長シナリオ=1年金利2%	5.5%成長シナリオ=1年金利5%
2025 令和7	71,270	77,896	84,521	97,772	137,525
2026 8	67,958	79,041	90,124	112,291	178,790
2027 9	65,490	79,383	93,275	121,060	204,415
2028 10	62,348	79,259	96,170	129,992	231,457
2029 11	58,703	78,280	97,857	137,011	254,472
2030 12	55,502	76,515	97,528	139,554	265,632
2031 13	51,962	74,680	97,398	142,833	279,140
2032 14	48,578	73,076	97,574	146,570	293,557
2033 15	44,203	70,551	96,899	149,594	307,680

(年)	2023年度までの既発債分の各年度の利払費	1年債、5年債、10年債を3分の1ずつ発行する場合			
		0.5%成長S=1年 0.5%、5年0.5%、 10年0.5%	1.5%成長S=1年 1%、5年1.25%、 10年1.5%	2.5%成長S=1年 2%、5年2.25%、 10年2.5%	5.5%成長S=1年 5%、5年5.25%、 10年5.5%
2025 令和7	71,270	77,896	87,834	101,085	140,838
2026 8	67,958	79,041	96,770	118,937	185,436
2027 9	65,490	79,383	102,437	130,222	213,577
2028 10	62,348	79,259	107,679	141,501	242,966
2029 11	58,703	78,280	111,482	150,635	268,097
2030 12	55,502	76,515	112,576	154,602	280,680
2031 13	51,962	74,680	114,141	159,576	295,883
2032 14	48,578	73,076	116,142	165,138	312,125
2033 15	44,203	70,551	117,280	169,975	328,061

(資料) 財務省『財政法第28条等による令和6年度予算参考書類』、『財政法第28条等による令和5年度予算参考書類』、財務省理財局『債務管理リポート 国の債務管理と公的債務の現状2024』のデータを基に日本総合研究所作成

(図表28) 新規国債発行を継続した場合とゼロにした場合の、国債発行額（借換債+新規発行国債）の試算結果の比較



(資料) 財務省『財政法第28条等による令和6年度予算参考書類』、『財政法第28条等による令和5年度予算参考書類』、財務省理財局『債務管理リポート 国の債務管理と公的債務の現状2024』のデータを基に日本総合研究所作成

(図表29) 各調達パターンごとの国債発行額の比較【新規国債ゼロ】
(億円)

(年)	全額10年債		
	借換債	2025年度以降に想定する新規発行国債	国債発行額合計(借換債+新規発行国債)
2025 令和7	1,325,097	0	1,325,097
2026 8	891,549	0	891,549
2027 9	561,859	0	561,859
2028 10	603,663	0	603,663
2029 11	533,208	0	533,208
2030 12	287,230	0	287,230
2031 13	340,957	0	340,957
2032 14	356,021	0	356,021
2033 15	369,939	0	369,939

(年)	全額1年債		
	借換債	2025年度以降に想定する新規発行国債	国債発行額合計(借換債+新規発行国債)
2025 令和7	1,325,097	0	1,325,097
2026 8	2,216,646	0	2,216,646
2027 9	2,778,505	0	2,778,505
2028 10	3,382,168	0	3,382,168
2029 11	3,915,376	0	3,915,376
2030 12	4,202,606	0	4,202,606
2031 13	4,543,563	0	4,543,563
2032 14	4,899,584	0	4,899,584
2033 15	5,269,523	0	5,269,523

(年)	1年債、5年債、10年債を3分の1ずつ		
	借換債	2025年度以降に想定する新規発行国債	国債発行額合計(借換債+新規発行国債)
2025 令和7	1,325,097	0	1,325,097
2026 8	1,333,248	0	1,333,248
2027 9	1,006,275	0	1,006,275
2028 10	939,088	0	939,088
2029 11	846,238	0	846,238
2030 12	1,011,008	0	1,011,008
2031 13	1,122,376	0	1,122,376
2032 14	1,065,571	0	1,065,571
2033 15	1,038,159	0	1,038,159

(資料) 財務省『財政法第28条等による令和6年度予算参考書類』、『財政法第28条等による令和5年度予算参考書類』のデータを基に日本総合研究所作成

(3) わが国に求められる財政収支の改善幅は30兆円

先述のように、国の債務残高を減少に転じさせるためには、利払費を含む財政収支の均衡では足りず、財政収支の黒字化が必要である。財政収支の均衡・黒字化は、他の諸外国も重債務国中心に取り組み、実際に達成している目標もある。財政運営を本来、どのように行うべきか、というのは、家計で言えば「収入の範囲で生活する」ことに尽きる。政府の財政運営も家計と全く同じで、「税収の範囲で歳出をまかなう」のは当然であり、わが国のように厳しい人口減少局面にある国にとっては、なおのことそうであるといえよう。

本試算では単純化のため、2025年度からいきなり新規国債を皆減させる前提で試算を行ったものの、現実には確かにそれは難しいであろう。とはいえ、財政収支均衡をできるだけ早期に達成すること、例えば3年後とか、5年後といったできるだけ早期に達成すること、それをを目指して行動を起こすことが、財政運営の安定的な継続を堅持できることにつながるのも、この試算から明らかである。

最近のほとんどの年度において、当初予算では三十数兆円、補正予算を加えれば40兆円を超える新規国債を発行し続けているわが国では、財政収支を今後、少なくとも30兆円規模で改善させていく必要がある。そのための歳出・歳入両面での実効的な計画の策定が、目下のわが国の財政運営上の喫緊の課題であるといえよう。

(2025.2.6)

(kawamura.sayuri@jri.co.jp)

参考文献

- ・河村小百合 [2023]. 『日本銀行 我が国に迫る危機』 講談社、2023年3月
- ・河村小百合・藤井亮二 [2025]. 『持続不可能な財政 再建のための選択肢』 講談社、2025年1月