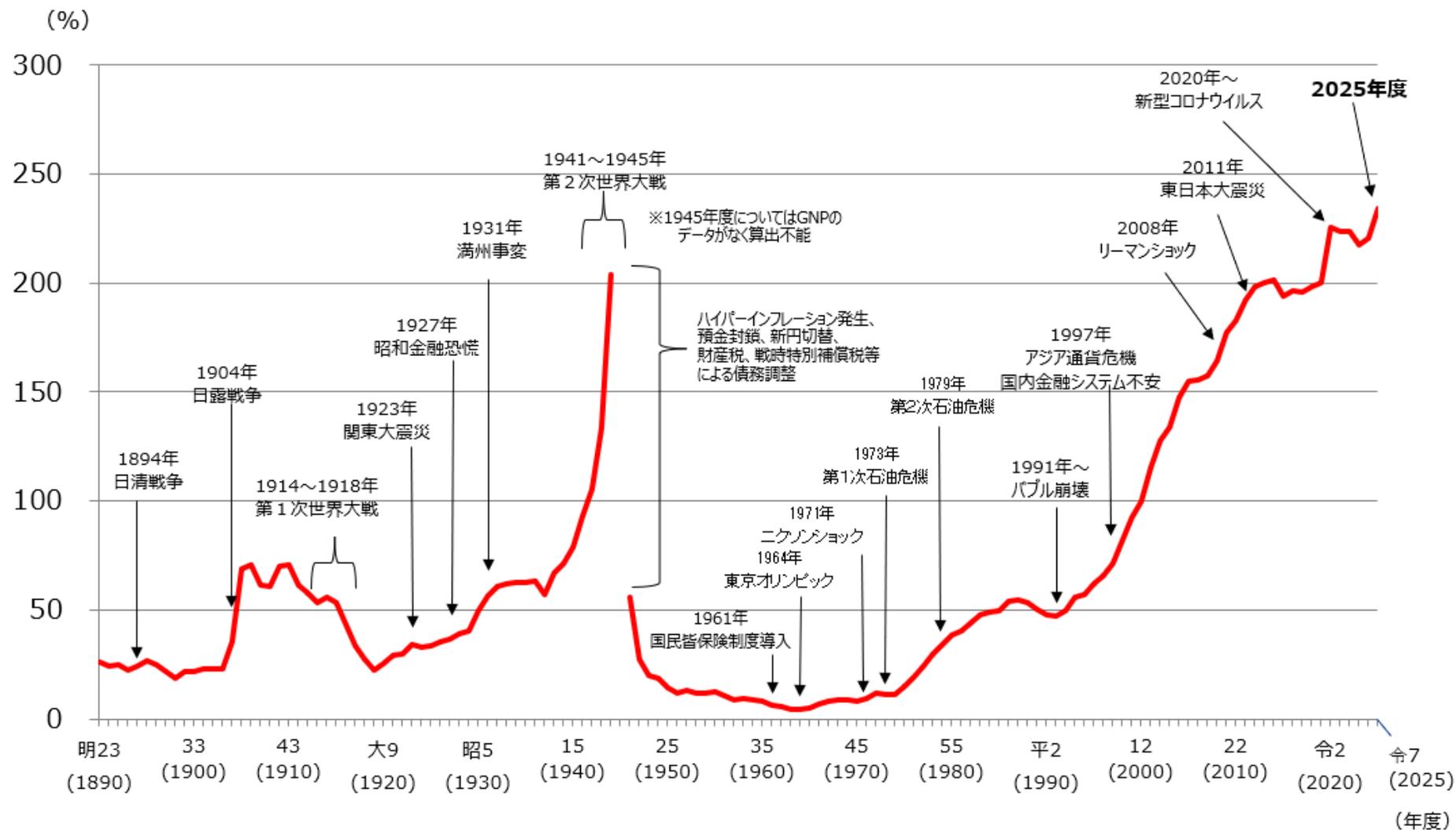


日本財政を巡る課題

法政大学教授

小黒一正

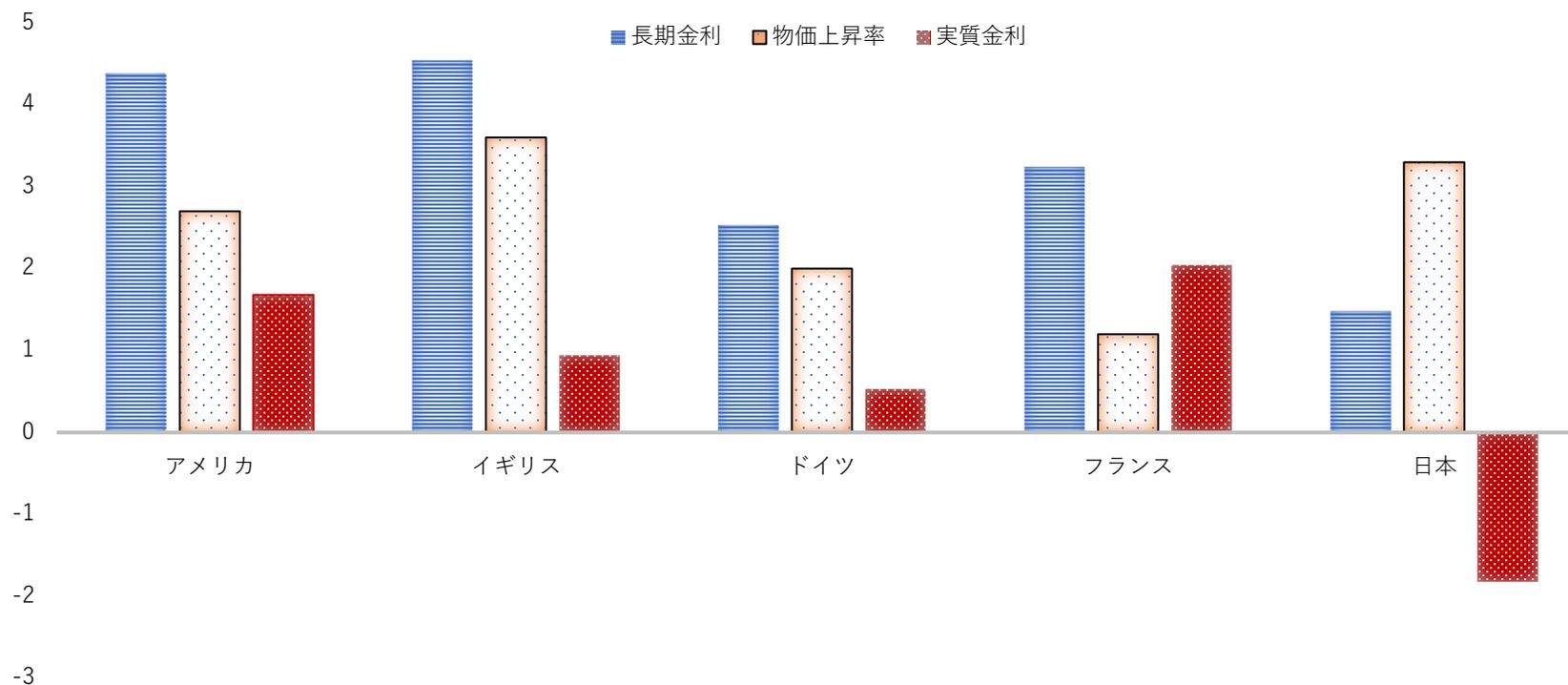
国の債務残高（対GDP）の歴史的推移



(出所) 財務省資料

アメリカ等と異なり、実質金利がマイナスの日本

主要国の実質金利（＝長期金利－インフレ率）
（2025年6月分、単位％）



（出所）各国公表資料から筆者作成

現在のインフレは財政も一部で関係か？

- ・インフレの主な原因は資源価格の高騰や円安という議論が多いが、本当にその前提のみで問題ないか
- ・政府による財政赤字の拡大とそれに伴う国債の大量発行は、本来ならば、長期金利に上昇圧力をもたらす
- ・しかし、日銀が金融政策の正常化を遅らせたり、市場から国債を大規模に買い入れることで、長期金利の上昇圧力を抑制させることも可能
- ・このような市場メカニズムの歪みは、為替市場において円安圧力として顕在化していく可能性も
- ・円安は、輸入インフレを通じて、インフレや長期金利に上昇圧力をもたらす

(参考) 小黒 (2024) 「財政と円安との関係性に関する一考察」 東京財団*Review*

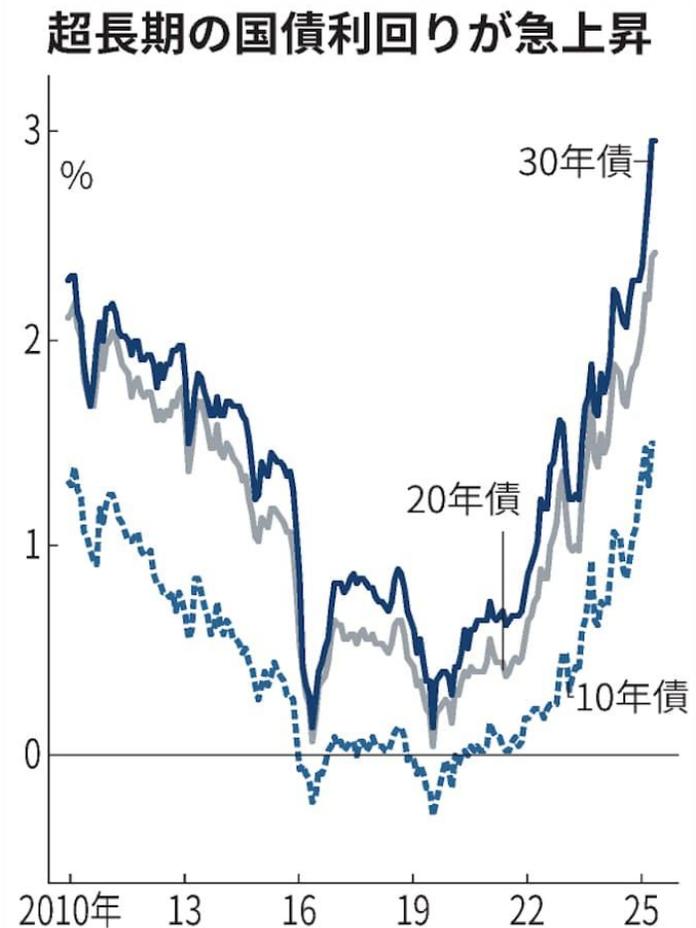
<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=4497>

財政従属の初期段階か？

- 長期金利（日本国債10年物）は現在1%台半ばだが、消費者物価指数（総合）の対前年同月比は3%を超えており、実質の長期金利はマイナスの状況が継続
- 日米金利差の拡大が縮小せず、1ドル140円を超える円安水準が継続するものの、国際情勢の不確実性等が増すなか、日銀の利上げスピードには一定の限界も
- むしろ、超長期債の金利が上昇するなか、日銀は2025年6月の金融政策決定会合で、2026年4月以降の国債の買い入れ減額計画を決定（四半期ごとに4000億円減→約2000億円減）

※ 植田総裁「あまりに早めに減額を進めて国債金利が異常な変動率を示せば経済にマイナスの影響を与える。大規模緩和の副作用が表れないよう注意深く進めている」（2025年6月17日の金融政策決定会合後の発言）

東京財団の試算と日本経済新聞の記事（2025年6/10）



市場為替レートと購買力平価の推移



(出所) 国際通貨研究所データから筆者作成

3つのシナリオ

- シナリオ1

市場為替レートが購買力平価に寄っていく

- シナリオ2

購買力平価が市場為替レートに寄っていく

- シナリオ3

購買力平価と市場為替レートの両方が互いに寄っていく

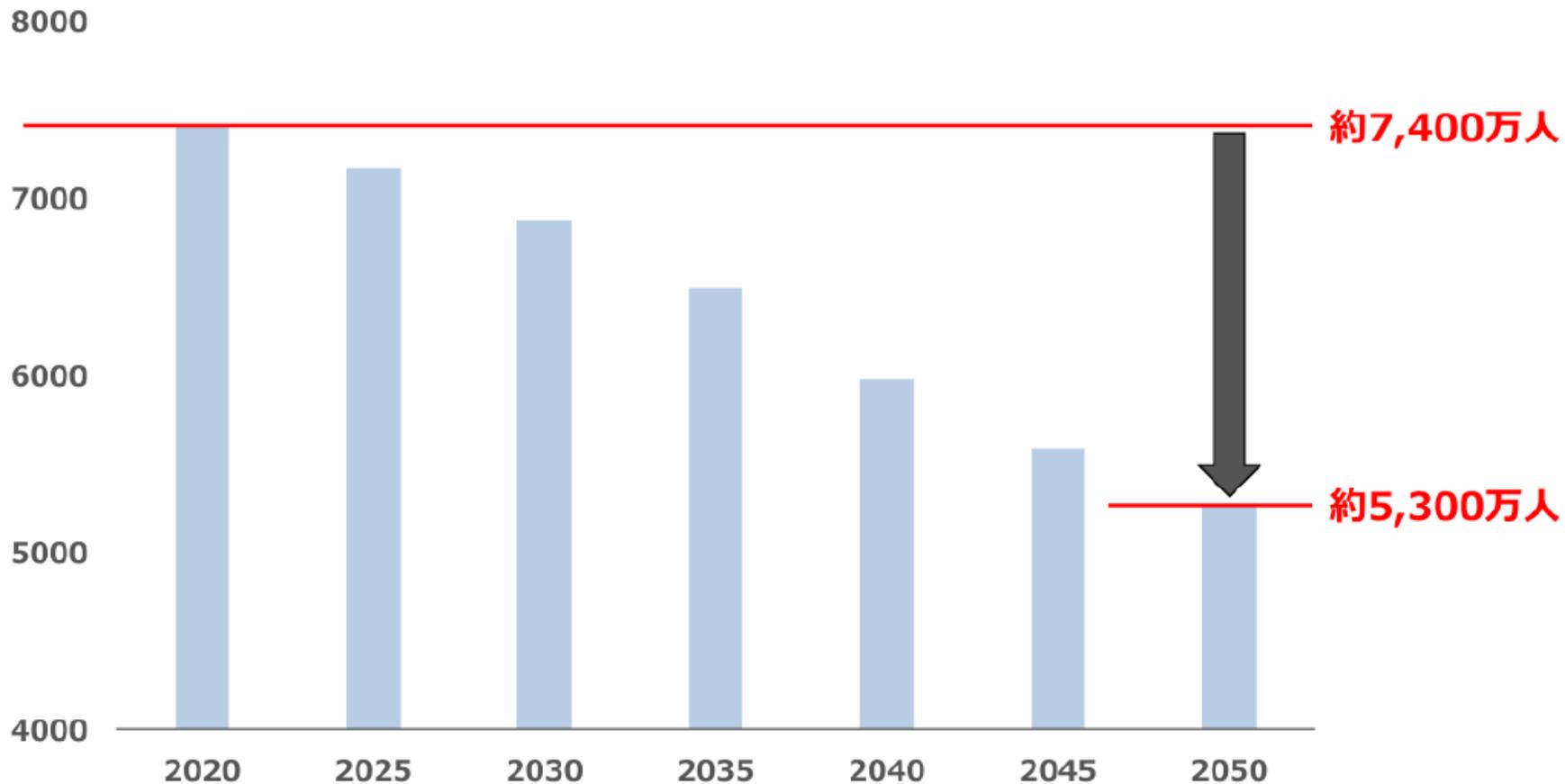
$$e^{PPP} = \frac{P^J}{P^{US}}$$

本格的な人手不足経済の到来

The Advent of a Full-Fledged Labor Shortage Economy

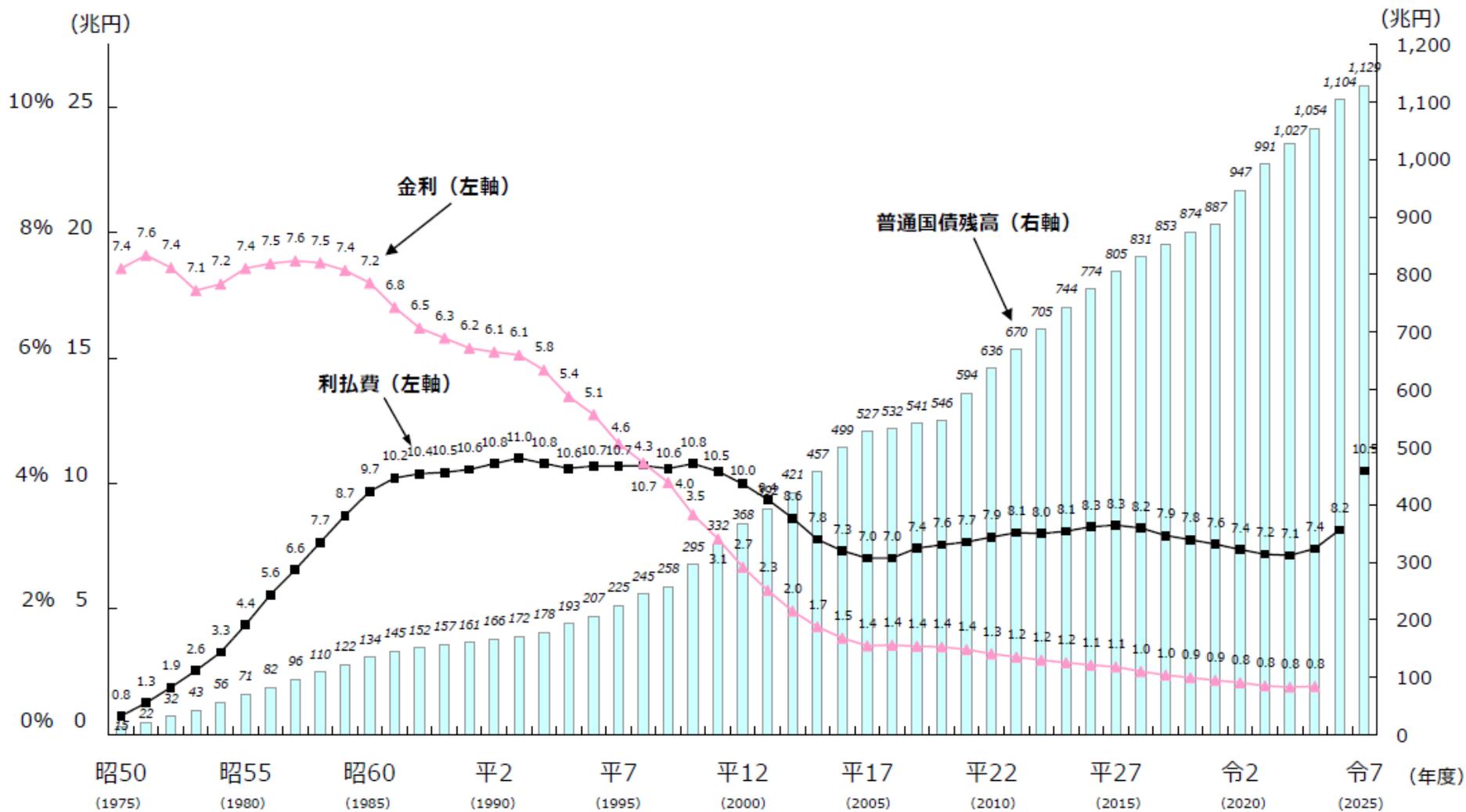
生産年齢人口が2000万人以上も減少

日本の生産年齢人口の推移（万人）



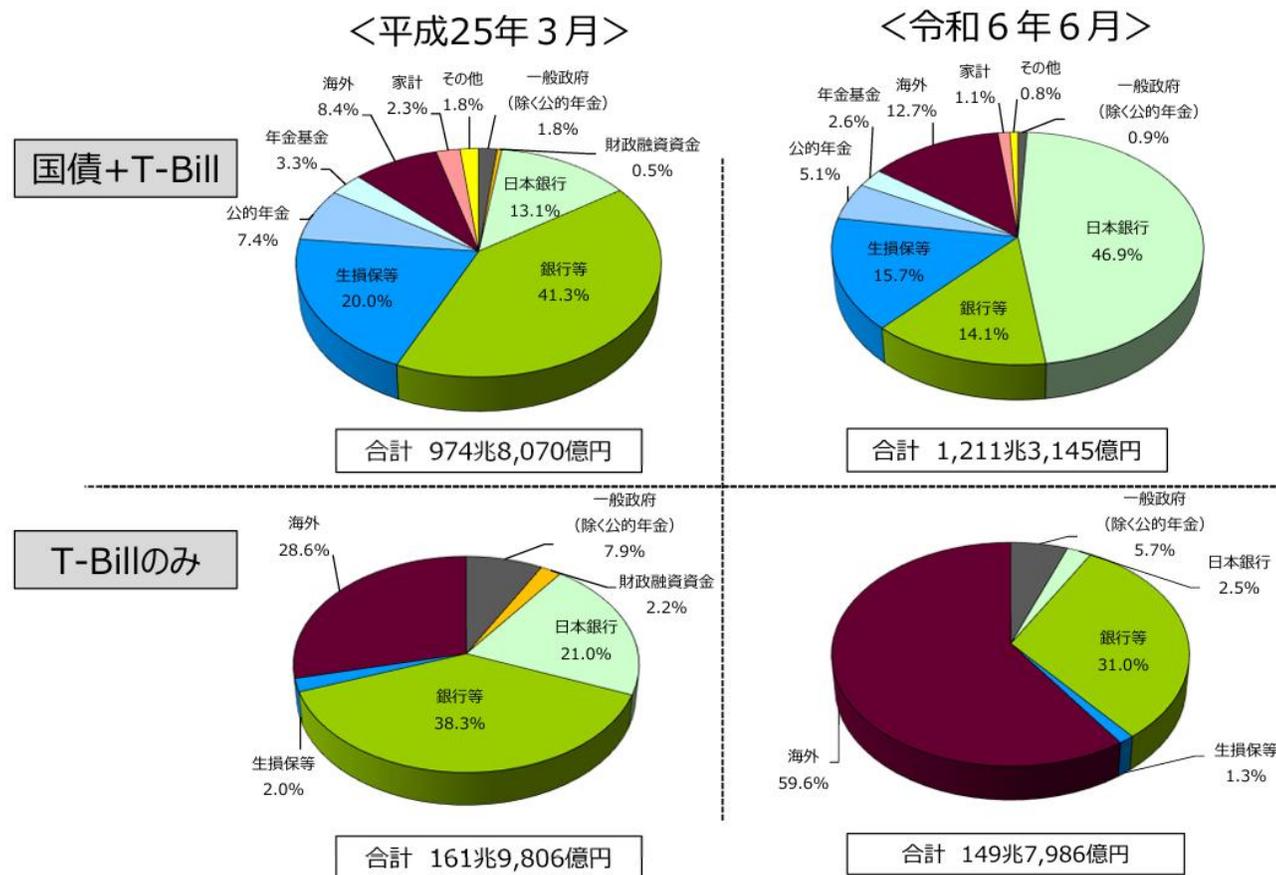
出所：経済産業省（2022）「未来人材ビジョン（中間とりまとめ案）」から抜粋

金利低下ボーナスの終焉と財政再建の重要性



(出所) 財務省資料

国債等の保有者別内訳 (2013→2024)



(注1) 資金循環統計の計数について、平成25年3月末は確報値、令和6年6月末は速報値。
 (注2) 「銀行等」には「ゆうちょ銀行」、「証券投資信託」及び「証券会社」を含む。
 (注3) 「生損保等」には「かんぽ生命」を含む。
 (出所) 日本銀行「資金循環統計」(令和6年9月19日公表)

統合政府でも財政再建は避けられない

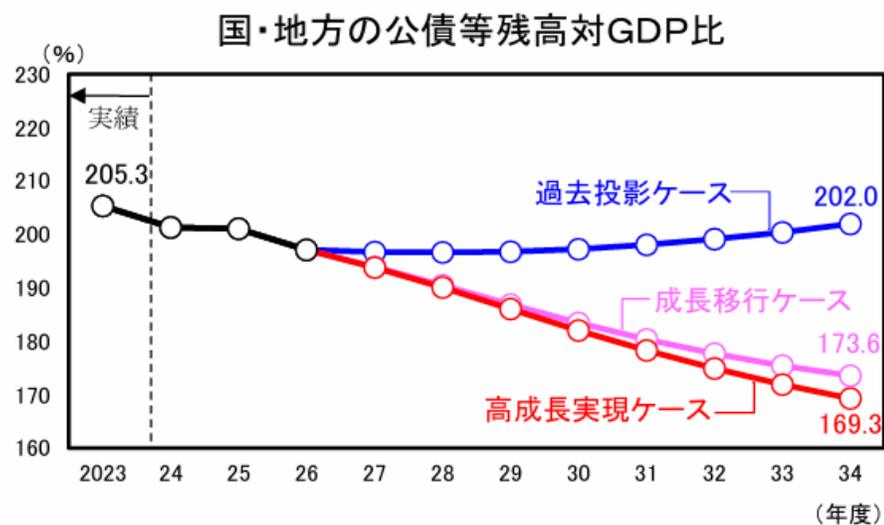
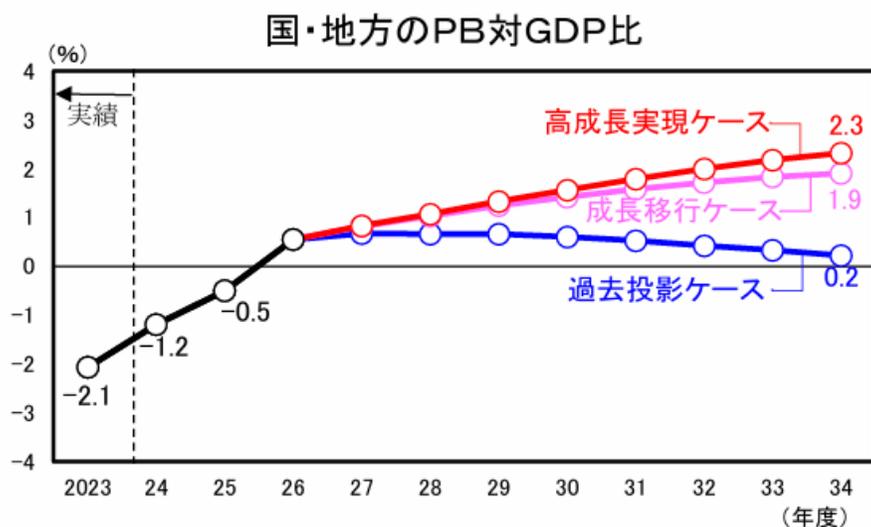
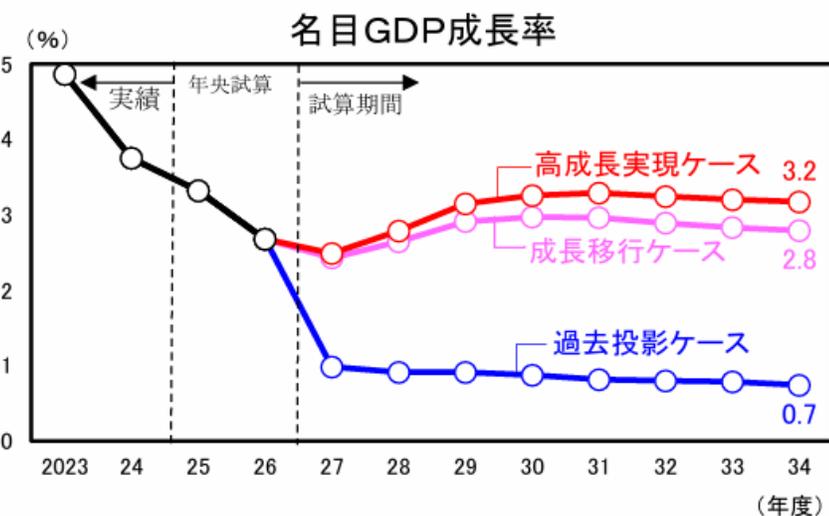
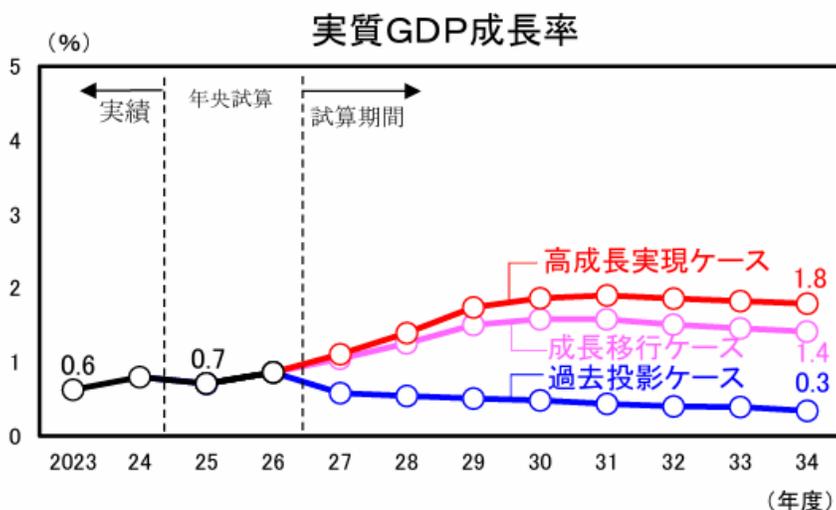
- 拙著『日本経済の再構築』（日本経済新聞出版社）第3章で説明しているが、政府と日銀を一体で考える場合、日銀が国債を保有するか否かにかかわらず、統合債務の負債コストは基本的に変わらない。
- いまは金利が概ね1%台のために負債コストがそれほど顕在化していないが、これから金利が正常化していくと、財政赤字を無コストでファイナンス可能な状況は完全に終了し、巨額な債務コストが徐々に顕在化する。

現在の状態は「危うい均衡」かも

- 1000兆円超もの巨額債務があるにもかかわらず、デフレ経済からインフレ経済への転換が進むなか、税収増などもあり、現在のところ、日本の財政状況は徐々に改善方向に向かっている。
- この傾向が続けば問題ないが、実質賃金が目減りするなか、物価高騰対策で減税や現金給付などを打ち出す動きも。財政政策が総需要を刺激し過ぎると、さらにインフレが加速する恐れもあり、再分配政策とのバランスが重要。
- 2-3%のインフレ率なら問題ないが、仮に何らかのショックでインフレ率が5%超になった場合、その抑制のために日銀は大幅な利上げが本当にできるのか。
- 長期金利が5%を超えてくると、10年程度で、国債の利払い費のみでも50兆円超となる可能性があり、財政に配慮して利上げを躊躇すると、「円安→インフレ→円安」の悪循環のサイクルに陥るシナリオも。

参考

中長期試算（2025年8月版）



(出所) 内閣府資料

成長移行ケース

【国・地方の財政の姿】(復旧・復興対策、GX対策及びAI・半導体支援の経費及び財源の金額を除いたベース)

(%程度)、兆円程度

年 度	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
基礎的財政収支	▲ 12.3	▲ 7.4	▲ 3.2	3.6	5.5	7.1	8.8	10.4	11.9	13.3	14.5	15.5
(対名目GDP比)	(▲2.1)	(▲1.2)	(▲0.5)	(0.5)	(0.8)	(1.0)	(1.2)	(1.4)	(1.6)	(1.7)	(1.8)	(1.9)
国	▲ 18.5	▲ 14.1	▲ 11.5	▲ 6.2	▲ 5.3	▲ 4.2	▲ 3.2	▲ 2.5	▲ 1.8	▲ 1.1	▲ 0.6	▲ 0.3
(対名目GDP比)	(▲3.1)	(▲2.3)	(▲1.8)	(▲1.0)	(▲0.8)	(▲0.6)	(▲0.5)	(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)
地方	6.2	6.7	8.3	9.8	10.7	11.3	12.0	12.8	13.7	14.4	15.1	15.8
(対名目GDP比)	(1.0)	(1.1)	(1.3)	(1.5)	(1.6)	(1.6)	(1.7)	(1.8)	(1.8)	(1.9)	(1.9)	(1.9)
財政収支	▲ 17.0	▲ 11.7	▲ 9.0	▲ 2.1	▲ 1.6	▲ 1.7	▲ 1.7	▲ 2.0	▲ 2.5	▲ 3.3	▲ 4.2	▲ 5.3
(対名目GDP比)	(▲2.9)	(▲1.9)	(▲1.4)	(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.2)	(▲0.2)	(▲0.3)	(▲0.3)	(▲0.4)	(▲0.5)	(▲0.7)
国	▲ 22.5	▲ 17.3	▲ 16.3	▲ 11.1	▲ 11.4	▲ 12.1	▲ 12.8	▲ 13.9	▲ 15.2	▲ 16.7	▲ 18.4	▲ 20.3
(対名目GDP比)	(▲3.8)	(▲2.8)	(▲2.6)	(▲1.7)	(▲1.7)	(▲1.8)	(▲1.8)	(▲1.9)	(▲2.0)	(▲2.2)	(▲2.3)	(▲2.5)
地方	5.5	5.7	7.4	8.9	9.8	10.4	11.1	11.9	12.7	13.5	14.2	14.9
(対名目GDP比)	(0.9)	(0.9)	(1.2)	(1.4)	(1.5)	(1.5)	(1.6)	(1.6)	(1.7)	(1.7)	(1.8)	(1.8)
公債等残高	1221.1	1242.0	1281.6	1290.1	1300.0	1310.9	1323.5	1337.9	1354.3	1372.8	1393.7	1417.4
(対名目GDP比)	(205.3)	(201.3)	(201.0)	(197.1)	(193.9)	(190.5)	(186.9)	(183.5)	(180.4)	(177.7)	(175.4)	(173.6)
国	1053.9	1078.3	1124.2	1137.5	1152.3	1168.2	1185.5	1204.3	1224.5	1246.6	1270.6	1297.0
(対名目GDP比)	(177.2)	(174.8)	(176.4)	(173.8)	(171.9)	(169.8)	(167.4)	(165.1)	(163.1)	(161.4)	(159.9)	(158.8)
地方	167.1	163.8	157.3	152.6	147.6	142.7	137.9	133.6	129.7	126.2	123.1	120.4
(対名目GDP比)	(28.1)	(26.5)	(24.7)	(23.3)	(22.0)	(20.7)	(19.5)	(18.3)	(17.3)	(16.3)	(15.5)	(14.7)

(出所) 内閣府 (2025) 「中長期の経済財政に関する試算 (令和7年8月7日経済財政諮問会議提出)」から抜粋

成長移行ケース

(%程度)、兆円程度

年 度	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
潜在成長率	(0.3)	(0.5)	(0.6)	(0.7)	(1.0)	(1.3)	(1.5)	(1.6)	(1.6)	(1.5)	(1.5)	(1.4)
実質GDP成長率	(0.6)	(0.8)	(0.7)	(0.9)	(1.0)	(1.3)	(1.5)	(1.6)	(1.6)	(1.5)	(1.5)	(1.4)
名目GDP成長率	(4.9)	(3.7)	(3.3)	(2.7)	(2.4)	(2.6)	(2.9)	(3.0)	(3.0)	(2.9)	(2.8)	(2.8)
名目GDP	594.7	617.0	637.5	654.6	670.5	688.2	708.2	729.3	750.9	772.6	794.5	816.6
1人当たり実質GDP成長率	(1.1)	(1.3)	(1.2)	(1.4)	(1.6)	(1.8)	(2.0)	(2.1)	(2.1)	(2.1)	(2.1)	(2.0)
賃金上昇率	(1.4)	(3.0)	(3.0)	(2.8)	(2.9)	(3.0)	(3.1)	(3.1)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
完全失業率	(2.6)	(2.5)	(2.4)	(2.4)	(2.4)	(2.5)	(2.5)	(2.5)	(2.5)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
消費者物価上昇率	(3.0)	(3.0)	(2.4)	(1.9)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
GDPデフレーター変化率	(4.2)	(2.9)	(2.6)	(1.8)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
名目長期金利	(0.6)	(1.1)	(1.5)	(1.7)	(1.9)	(2.1)	(2.3)	(2.5)	(2.7)	(2.9)	(3.0)	(3.1)
国・地方の基礎的財政収支(対名目GDP比)	(▲2.1)	(▲1.2)	(▲0.5)	(0.5)	(0.8)	(1.0)	(1.2)	(1.4)	(1.6)	(1.7)	(1.8)	(1.9)
国・地方の公債等残高(対名目GDP比)	(205.3)	(201.3)	(201.0)	(197.1)	(193.9)	(190.5)	(186.9)	(183.5)	(180.4)	(177.7)	(175.4)	(173.6)

(出所) 内閣府(2025)「中長期の経済財政に関する試算(令和7年8月7日経済財政諮問会議提出)」から抜粋

2031年度までは「 $g > r$ 」