

アナリストの眼

利子率（ r ）＜ 経済成長率（ g ）が財政に与える影響

【ポイント】

1. 債務残高対 GDP 比の安定には、利子率（ r ）＜ 経済成長率（ g ）が重要であり、この条件下では、基礎的財政収支が赤字でも同比率は安定し得る。
2. 日本を含む多くの先進国では、人口動態の変化や安全資産需要の増加などの要因により、 $r < g$ の状態が続いている。
3. 過度な財政支出拡大は金利上昇（特にタームプレミアムの上昇）を招くリスクがあり、この点に注意しながら財政運営が行われる必要がある。

1. $r < g$ による財政の安定化

財政の健全性を測る代表的な指標には、債務残高対 GDP 比（債務比率）と基礎的財政収支（プライマリーバランス：PB）がある。債務残高対 GDP 比は、政府の債務残高（借金総額）を名目 GDP（経済規模）で割った比率であり、高過ぎると返済能力に疑念が生じる。一方、PB は利払費を除いた財政収支であり、税金等で行政サービスをどの程度賄えているかを示す。

PB が均衡（赤字＝0）していても、財政収支全体では赤字となり、政府は利払費の分だけ借入を行うため、債務残高は増加する。このとき、債務比率が上昇するかは、利子率（ r ）と経済成長率（ g ）の関係によって左右される。すなわち、PB＝0 の場合、利子率（ r ）＜ 経済成長率（ g ）なら債務比率は低下し、 $r > g$ なら同比率は上昇する。こうした r と g の大小関係は「ドーマー条件」と呼ばれる。

ここでいう利子率（ r ）は、政府債務全体の加重平均利子率を指す。PB＝0、 $r < g$ の状態では、GDP の成長が利払いによる債務残高の増加を上回るため、債務比率は低下する。さらに、 $r < g$ であれば、一定の PB 赤字を計上しても債務比率は一定に保たれる。簡易的には、以下の式が成立する（図表 1）。

図表 1. 債務残高対 GDP 比を一定に保つ PB 対 GDP 比率の計算式

$$\underbrace{\frac{\text{前期の債務残高}}{\text{前期の名目 GDP}}}_{\text{①前期の債務残高対GDP比}} \times \underbrace{(\text{利子率}-\text{名目GDP成長率})}_{\text{②}r-g} = \underbrace{\frac{\text{当期のPB}}{\text{当期の名目 GDP}}}_{\text{③当期のPB対GDP比}}$$

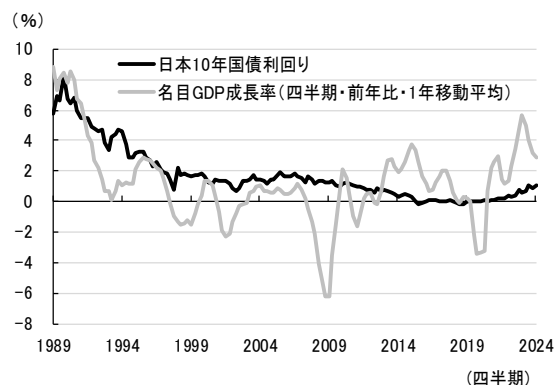
（資料）各種資料よりフコク生命作成

たとえば、債務比率＝250%、 $r=1.5\%$ 、 $g=3.0\%$ の場合、PB 対 GDP 比で▲3.75% の赤字であれば債務比率が一定に保たれる。逆に債務比率＝250%、 $r=3.0\%$ 、 $g=1.5\%$ の場合、債務比率を一定に保つためには、PB 対 GDP 比で＋3.75% の黒字が必要になる。このように、 $r < g$ は、債務比率の上昇を抑えながら、一定の PB 赤字を計上する余裕を生み出す。一方、 $r > g$ では債務比率が高いほど PB 黒字の必要性が増し、緊縮的な財政運営が求められる。

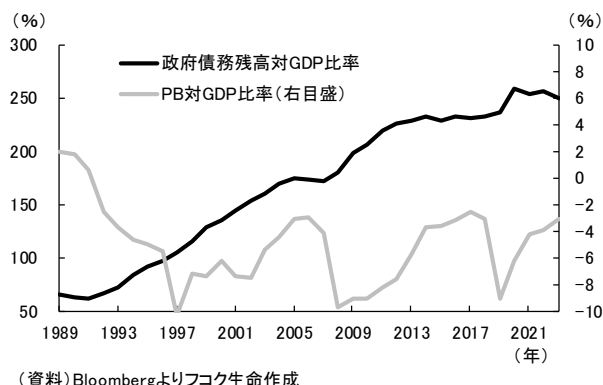
利子率（ r ）は、新規や借換えによる国債の発行等を通じて、市場金利を徐々に反映しながら変化する。そこで、ここからは r の代理変数として長期金利（10 年金利）を用いて、名目 GDP 成長率（ g ）と比較する（図表 2）。

日本では 1990 年代のバブル崩壊以降、2012 年頃までは長期金利（ r ）＜ 名目経済成長率（ g ）の状態が続き、債務比率は上昇傾向にあった。しかし、2013 年以降は $r < g$ となり、債務比率は概ね安定して推移している（図表 3）。2020 年には新型コロナ対応により PB が名目 GDP 比で▲8.6%と急拡大し、債務比率も一時的に大幅に上昇したが、その後は概ね横ばいに転じている。過去の推移は、 $r < g$ が実際に財政の安定化に寄与してきたことを示している。

図表 2. 日本の長期金利と名目 GDP 成長率



図表 3. 債務残高対 GDP 比と PB 対 GDP 比

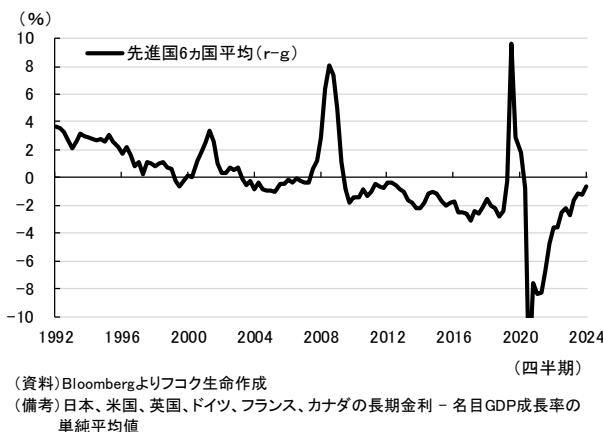


2. なぜ $r < g$ なのか

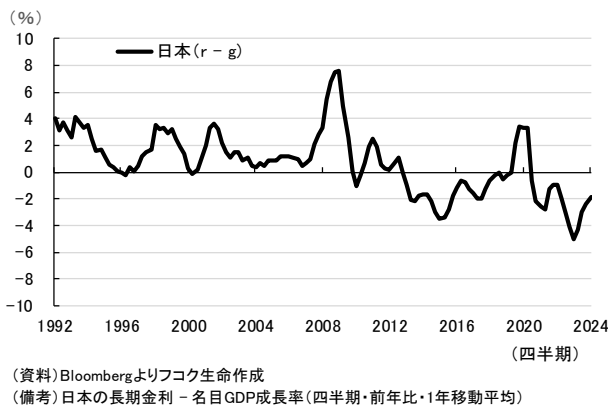
$r < g$ の関係は日本に限らず、先進国の多くで確認される。日本、米国、英国、ドイツ、フランス、カナダの 6 カ国における長期金利と名目経済成長率の差（ $r - g$ ）の単純平均を見ると、2000 年代以降はマイナスが定着し、低下傾向にある（図表 4）。例外的に、2001 年の IT バブル崩壊、2008 年の世界金融危機、2020 年のコロナショックのような局面では一時的に $r > g$ となるが、長期的には $r < g$ が趨勢となっている。2022 年以降は、グローバルでインフレ抑制のため各国中銀が利上げ局面に入り、長期金利が上昇したため、 $(r - g)$ のマイナス幅は縮小傾向となっている。

日本においては、前述の通り 2012 年頃まで $r > g$ の状態が続いていた。これは、長期金利（ r ）が低くても、デフレによって名目 GDP 成長率（ g ）がそれ以上に低く抑えられていたことが影響していると考えられる（図表 5）。

図表 4. 先進国 6 カ国（ $r - g$ ）の推移



図表 5. 日本の（ $r - g$ ）の推移



IMF の元チーフエコノミストであるオリヴィエ・ブランシャール氏は、著書『21 世紀の財政政策』の中で、先進国で $r < g$ が成立している背景として、正確に把握することは難しいとしつつ、以下の 2 点を挙げている。

①人口動態の変化：長寿化の進展により、将来への備えとして家計や企業が貯蓄を増やし、金利が低下した。

②安全資産需要の増加：金融不安や新興国の外貨準備拡大により、安全資産としての先進国国債への需要が強まり、金利が低下した。

日本では、これらの要因に加えて、日銀の長期にわたる国債買入れが長期金利を低く安定させており、 $r < g$ の状態を支えている。こうした金融政策と構造要因の組合せが、近年 $r < g$ を定着させたと考えられる。

3. 財政拡張による金利上昇のリスク

これまで述べてきた通り、日本は $r < g$ によって、緊縮的な財政運営を行わずに、財政の安定を維持することが出来る状況が続いてきた。しかし、過度に拡張的な財政運営は、金利急騰のリスクが伴う点に注意が必要である。

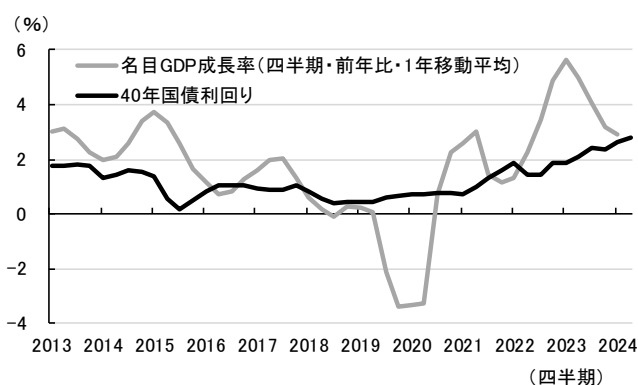
近年の長期金利は、日銀による大規模な国債買入れによって大きく抑制されてきた。日銀は 2013 年以降の国債買入れによる金利押し下げ効果を均してみれば概ね▲1%程度であったと推計している。今後、日銀が利上げを継続するなか、国債買入れを段階的に減額することを踏まえると、長期金利が上昇するのは自然な動きだろう。

日銀の金融政策の正常化により長期金利が上昇しやすい環境下では、財政支出の拡大がタームプレミアムに与える影響にも十分な注意が必要である。タームプレミアムは、残存が長い債券の価格変動リスクや流動性リスクに対する上乗せ金利である。財政拡張は、将来のインフレや政府債務の増大に対する不確実性を高め、長期金利の上昇圧力となる可能性がある。

他方で、超長期金利については、日銀の国債買入れの影響が小さかったため、すでにタームプレミアムの上昇をある程度織り込んでいる可能性がある。最も年限が長い 40 年国債の利回りは 3% 近辺で推移し、名目 GDP 成長率に接近している（図表 6）。

もっとも、超長期国債の発行額は相対的に少ないため、政府債務全体の利子率に与える影響は小さい。しかし、超長期金利の上昇はそれ自体が債務の持続性に対する懸念を強める場合があり、結果的に金利上昇に拍車をかける可能性には警戒が必要である。

図表 6. 日本の 40 年金利と名目 GDP 成長率



(資金債券グループ 若井 裕)

参考文献：オリヴィエ・ブランシャール、田代毅（2023）『21 世紀の財政政策』日本経済新聞出版

参考文献：長田充弘、中澤崇（2024）『大規模国債買入れのもとでのわが国の長期金利形成』日本銀行ワーキングペーパーシリーズ