

きくなる。

さらに、我が国の長引くデフレの影響で、1998年度以降、デフレーター要因が債務押上げに寄与している。他方、実質成長率要因は、リーマンショックの影響で2008年度と2009年度に大きな押上げ寄与となったが、総じて、債務を押し下げる方向に作用している。債務抑制という視点からも、早期にデフレから脱却して安定的な物価上昇を実現するとともに、成長戦略などを通じて実質GDPの持続的な成長を図っていく必要がある¹²²。

● 財政の持続性に対する市場からの信認は維持

最後に、我が国の現在の財政状況を市場がどのように見ているか、国債の信用リスクを示すCDSスプレッドと財政リスクの指標としてよく利用される長短金利スプレッドによって確認しよう。日本のCDSスプレッドは、欧州政府債務危機に対する懸念の後退などを受けて、2012年初めから低下傾向にある（第1-3-10図（1））。諸外国の水準と比較すると、日本は、アメリカやドイツのような主要先進国並みであり、政府債務危機が深刻化したポルトガルやスペインなどと比べ、かなり低い水準にある。長短金利差は低下傾向にあり、他の主要先進国よりも低い水準で推移している（第1-3-10図（2））。このような市場のリスク指標の推移から判断する限り、現在のところ、我が国の財政の持続可能性に対する市場の信認は維持されている。

また、ポルトガルとスペインのスプレッドは、リーマンショック前まで安定的に推移していたが、財政に対する市場の信認が大きく損なわれたことによって、その後、急速に上昇した。市場の信認を一度失うと、それを取り戻すのは容易ではなく、さらに、金利上昇などを通じて財政健全化を困難にする。このような国の事例を踏まえると、市場からの信認を維持していくためにも、我が国は財政健全化に向けた取組を引き続き進めなければならない。

2 財政健全化に向けた取組と今後のリスク要因

これまで見てきたように、我が国の財政は非常に厳しい状況にあり、できるだけ早期に財政赤字の縮小と債務残高の抑制を進め、中長期的に持続可能な財政構造を確立することが課題となっている。ここでは、政府の財政健全化に向けた取組を概観するとともに、経済成長と財政健全化を巡る論点について整理する。さらに、我が国の財政健全化を阻むリスク要因として、急激な金利上昇の影響についても考察する。

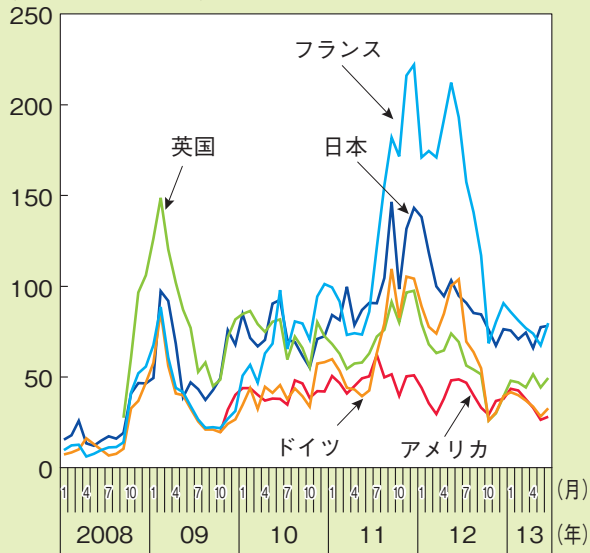
注 (122) 名目成長率の上昇に伴って金利が上昇し、グロスの債務の増加要因となる面があることなどには留意が必要である。

第1-3-10図 財政リスクに関する指標の推移

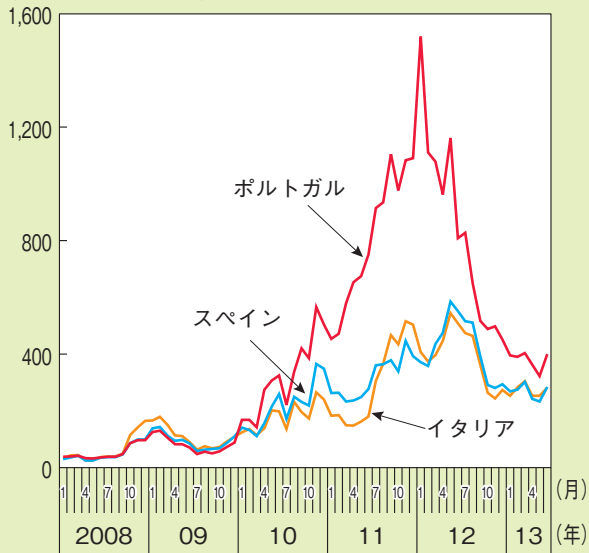
財政の持続性に対する市場からの信認は維持

(1) 各国のCDSスプレッドの推移

(ベースポイント)

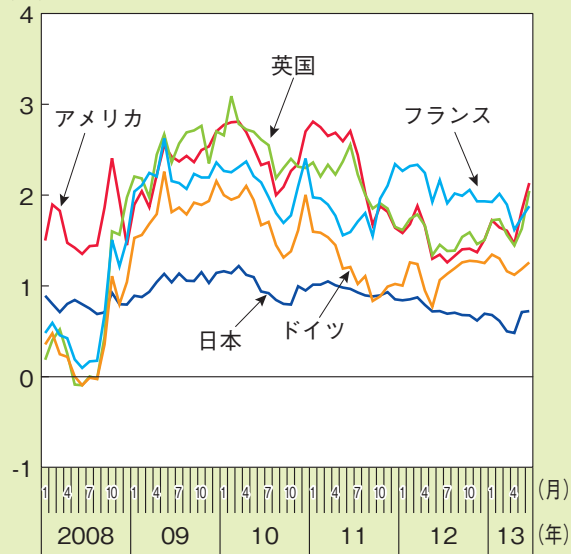


(ベースポイント)

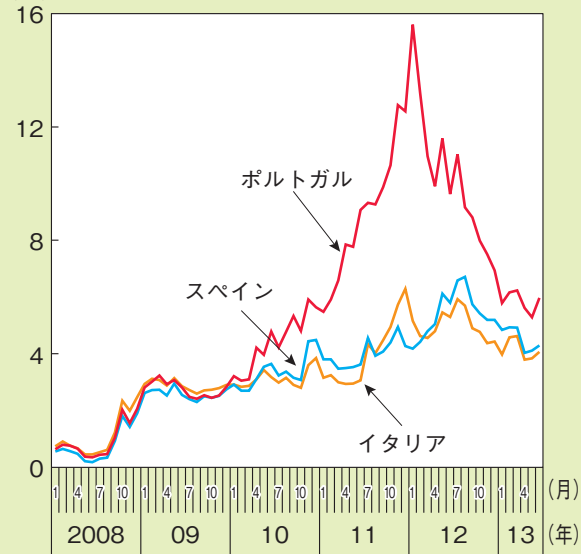


(2) 各国の10年国債利回りとの2年国債利回りの差の推移

(%)



(%)



(備考) Bloombergにより作成。

(1) 政府の財政健全化に向けた取組

政府は、大震災からの復興や経済再生のために必要な取組を実施すると同時に、社会保障・税一体改革を継続し、中長期的に持続可能な財政の実現を図ることとしている。以下では、政府の財政健全化に向けた取組について紹介しよう。

●中長期の経済財政の方針と基礎的財政収支目標

経済財政運営全般の司令塔を担う経済財政諮問会議が取りまとめ、2013年6月14日に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針～脱デフレ・経済再生～（骨太の方針）」において、中長期の財政健全化を実現するための取組が示された。

財政規律を維持するための具体的な数値目標として、国と地方の基礎的財政収支について、2015年度までに2010年度に比べ赤字の対GDP比を半減させ、2020年度までに黒字化、その後の債務残高対GDP比の安定的な引下げを目指すこととしている。また、この財政健全化目標達成に向けた取組を着実に進めることが重要であり、政府は、「骨太の方針」などを踏まえた今後の取組内容を具体化した「中期財政計画」を早期に策定するとともに、中長期の経済財政の展望を示し、これらにより、財政健全化目標への道筋を明確にし、国民の安心や、国際社会、市場からの信認を確かなものとするとしている。

●歳出面と歳入面の取組

歳出面については、「骨太の方針」において、裁量的経費、義務的経費を通じて聖域なき見直しを行っていく必要があるとした上で、主な歳出分野における重点化・効率化の考え方を示している。例えば、(1) 社会保障分野においては、後発医薬品の使用促進や医療提供体制改革などを通じて、国民に効率的に社会保障サービスが提供される体制を目指すなど、(2) 社会資本整備においては、民需誘発効果や投資効率等を踏まえた、選択と集中の徹底した実行など、(3) 地方財政においては、今後の経済成長の動きと合わせた地方税収の確保や歳出の重点化・効率化などにより、地方財政を歳入面、歳出面から改革することなどを示している。

歳入面については、(1) 復興特別税の創設などの復興財源の確保、(2) 消費税率の引上げ、などが挙げられる。大震災の復興費用を捻出するため、復興特別税の創設と、政府保有株式の売却などが「復興財源確保法」で定められた¹²³。復興特別所得税については、所得税額に対して2.1%の付加税が2013年から2037年まで25年間課される。既に施行されていた復興特別法人税と合わせて、9.7兆円程度の復興財源が確保される見通しである。さらに、売却可能な日本たばこ産業株式会社株式は2013年2月から3月にかけて売却を行ったほか東京地下鉄株式会社の株式の国債整理基金特別会計への所属替によっても復興財源を捻出する。また、2012年8月に成立した税制抜本改革法において、2014年4月と2015年10月に消費税率がそれぞれ3%、2%引き上げられることが定められた。消費税率引上げ分は、社会保障の充実・安定化を図るため、全て社会保障財源化されることとなっている。

注 (123) 2011年12月に公布、一部施行済み。

(2) 経済成長と財政健全化の関係

長期的な財政均衡のために歳入・歳出の改革が必要であるが、財政健全化の取組を進める上で、経済成長との関係についても考慮に入れる必要がある。

●財政健全化と経済成長の両立が重要

一般に、経済が持続的に成長すると、税収の増加による財政収支の改善や、債務残高対GDP比などの債務指標の改善（分母のGDPが増加する効果）が進むが、景気低迷が長引くならば、税収の減少などを通じて、財政の悪化要因になる。実際、我が国においても、バブル崩壊後の景気低迷やデフレなどのマクロ経済的要因が、財政状況を悪化させたことは先に見たとおりである。他方、政府が財政健全化について十分な取組をせずに、債務残高対GDP比が増大すると、経済成長率が低下する傾向にあるとの研究も存在する¹²⁴。こうしたことを併せて考えると、経済成長と財政健全化は相互作用的に影響する傾向にあるといえる。そのため、「骨太の方針」に述べられているように、経済再生が財政健全化を促し、財政健全化の進展が経済再生の一段の進展に寄与するという好循環を目指し、持続的成長と財政健全化の双方の実現に取り組むことが重要である。

●経済成長による財政改善の効果

既に述べたとおり、経済成長と財政健全化は相互作用的に影響する傾向があり、通常、持続的な経済成長は、財政健全化に資するものである。そのため、我が国では、これまで見てきた歳出面と歳入面の財政健全化の取組を進めるとともに、持続的な経済成長の実現に向けた政策対応も求められている。なお、経済成長の財政改善への効果については、前提条件の違いによって、見解に大きな差が見られる点には留意が必要である。具体的な論点として、景気過熱によってインフレ率が大きく上昇すると、税収以上に歳出が増加して財政収支が悪化するリスクや、税収弾性値の振れが大きいいため、経済成長の効果自体が不明瞭であるという問題などが挙げられる¹²⁵。

(3) 金利上昇が国債費に及ぼす影響と低金利の背景

ここでは、財政健全化に対するリスクとして、金利上昇が国債費に及ぼす影響について確認しつつ、長期金利の要因分解によって金利低下の背景を検討する。また、日本国債の保有と流通における海外投資家の動向についても概観する。

注

(124) 第1章第1節を参照。

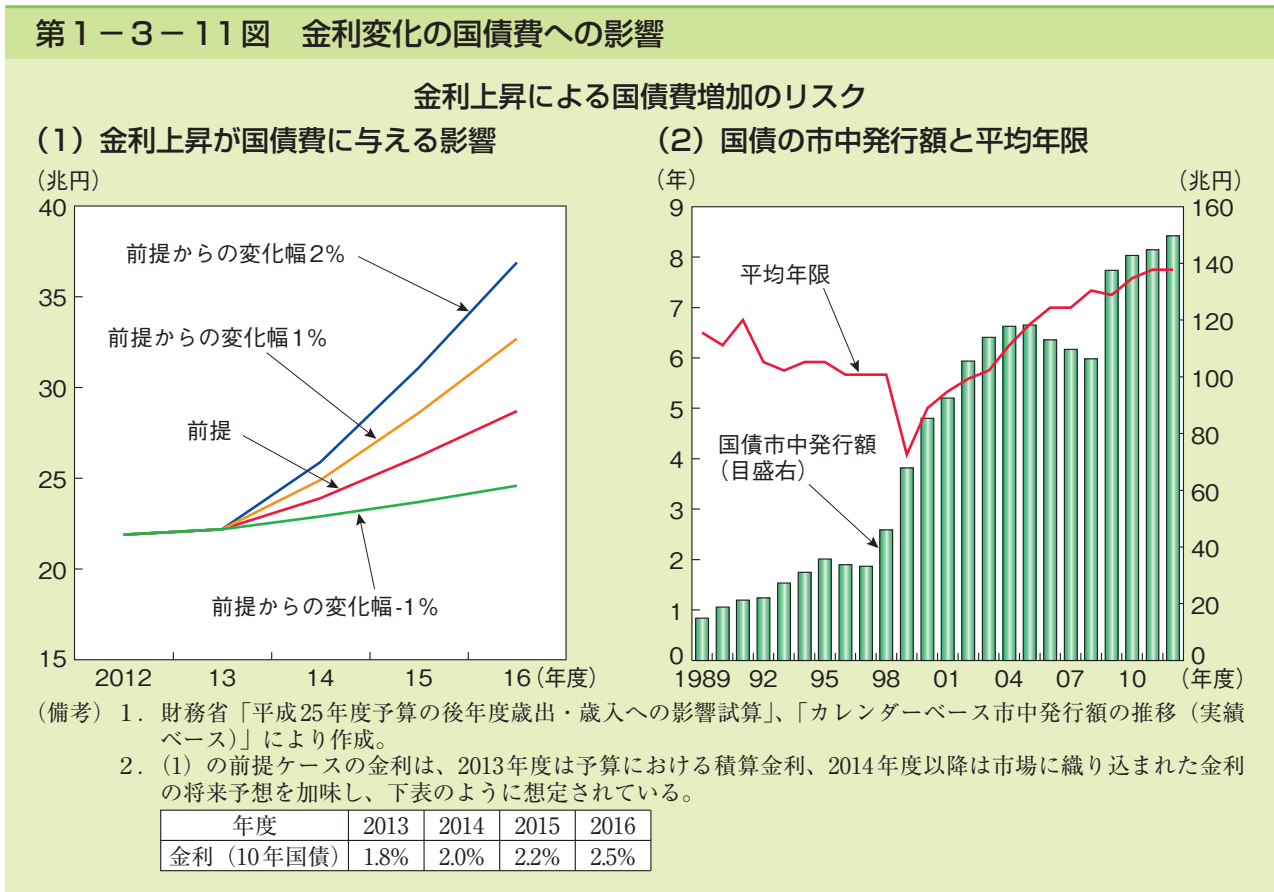
(125) 税収弾性値については、内閣府（2011a）において詳細な分析がなされている。

● 急激な金利上昇による国債費増加のリスク

既に見てきたように、我が国の債務残高対GDP比は主要先進国の中で最も高い水準にあるが、長期金利は他国と比べて低位で安定している。しかし、現在、長期金利が歴史的に低い水準であることを踏まえると、今後は債務残高の累増に伴って利払費が増加し、財政健全化への取組を進めずに将来的に国債金利が急激に上昇し始めると、国債の新規発行や借換えが進むにつれて政府の利払い負担が大幅に増加し、財政健全化が困難になる。

そこで、財務省の「平成25年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」によって、金利上昇が我が国の国債費に与える影響について確認しよう。仮に、国債利回り（10年国債）が、2014年度以降、試算の前提から1%上昇した場合、利払費は2014年度で1兆円、2015年度で2.4兆円、2016年度で4兆円あまり増加することが予想される。前提から2%上昇した場合には、2014年度で2兆円、2015年度で4.9兆円、2016年度で8.2兆円増加する（第1-3-11図(1)）。我が国では、経済成長を伴わない金利上昇が財政に及ぼす影響は大きいといえる。

このような将来的な金利上昇や借換えリスクを少しでも軽減させるため、政府は国債の平均残存年限の長期化を進めてきた（第1-3-11図(2)）。一般に、金利が低いときに償還期間の長い国債の発行を増やすと、政府の中長期的な資金繰りの改善が期待される。実際、国債の年限長期化の動きは、2000年以降の超低金利局面に入ってから強まっている。



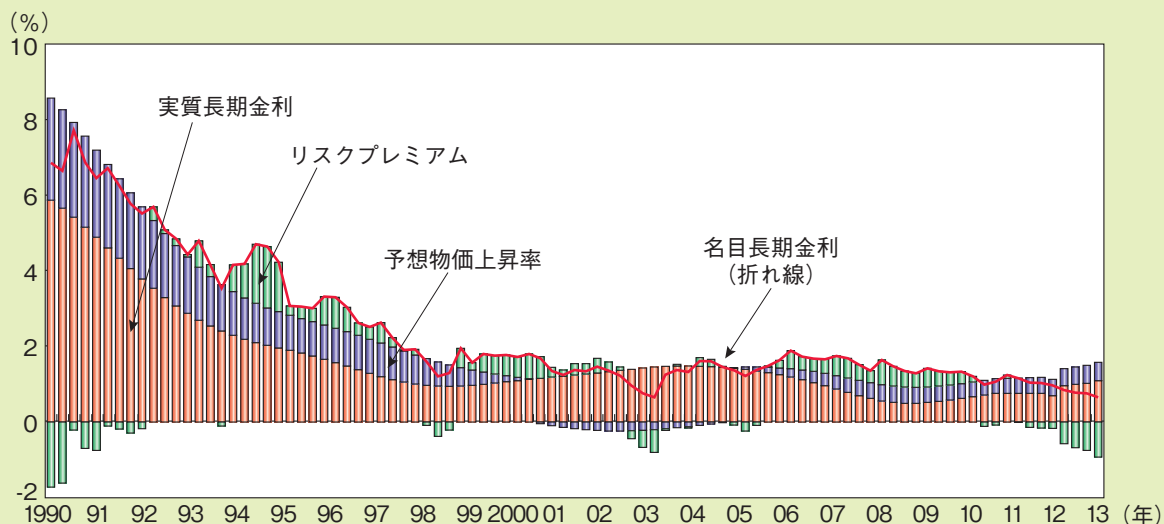
●最近はリスクプレミアムが金利低下に寄与

それでは、将来的に金利上昇をもたらす要因は何であろうか。ここでは、名目長期金利を要因分解することによって、マクロ面から金利決定要因を明らかにするとともに、我が国の金利が低位で安定している背景を探る。なお、推計に当たっては、名目長期金利が、実質長期金利と予想物価上昇率の和に等しくなるという理論的な関係を踏まえ、その理論値と現実の名目金利の差をリスクプレミアムととらえる¹²⁶。

名目長期金利の要因分解を見ると、2006年からリーマンショック後の2009年までと、それ以降で、金利低下の背景が異なっている（第1-3-12図）。リーマンショック後までは、予想物価上昇率とリスクプレミアムの上昇が金利上昇に寄与する一方、実質長期金利（＝潜在成長率）が金利低下に寄与していた。これは、資源価格の高騰などによる物価上昇、アメリカの住宅バブル崩壊やリーマンショック後の世界的な金融危機などによるリスクプレミアムの上昇、急速な景気悪化による成長力の低下を反映したものだと考えられる。リーマンショック後の景気拡張局面においては、実質長期金利（＝潜在成長率）と予想物価上昇率が上昇する中で、欧州政府債務問題などを背景に、相対的に安全資産とみなされた一部主要国の国債が選好

第1-3-12図 長期金利の要因分解

最近はリスクプレミアムが金利低下に寄与



- (備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、「民間企業資本ストック」、「景気動向調査」、経済産業省「鉱工業指数」、総務省「消費者物価指数」などにより作成。
 2. 推計結果は、名目長期金利 = $1.36 \times$ 実質長期金利 + $0.70 \times$ 予想物価上昇率。
 3. 日本の予想物価上昇率は内閣府で推計した家計の予想物価上昇率の系列にHPフィルターをかけてトレンド部分を抽出している。
 4. 回帰推計式によるリスクプレミアムは理論値から得られた長期金利と実績値の長期金利との差を表す。
 5. 実質長期金利は潜在成長率で代理している。名目長期金利は10年物国債の利回り。

注 (126) このリスクプレミアムとは、将来の不確実性に対して投資家が要求する金利上乗せ分のことであり、財政リスク、流動性リスク、金融システムリスク、価格変動リスクなどが含まれる。