

描き直された財政再建計画の論点

発表日：2015年2月18日（水）

～2020年度までの債務管理の青写真～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生（TEL：03-5221-5223）

政府は、「中長期の経済財政に関する試算」を発表し、消費税増税を延期した後の財政再建の青写真を示した。そこでは、税率引上げを2017年4月に延期したとしても、2015年度の基礎的財政収支の赤字幅半減は達成される見通しである。一方、2020年度の赤字は、経済再生シナリオであっても、従来と同様に▲9.4兆円も残る。黒字化のためには、消費税再々増税を暗に要請しているようにもみえる。

消費税増税の延期でも波乱は起こらず？

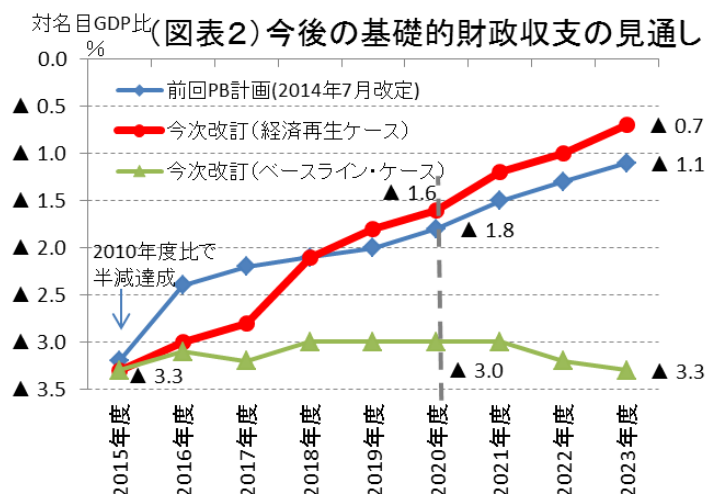
政府は、2月12日に「中長期の経済財政に関する試算」を発表した。安倍首相が消費税増税の延期を決めたことを受けて、2020～2023年度に亘る中長期の財政再建計画がどうなるかを具体的に示したものである。

ここでのシナリオには、①経済再生シナリオ（実質成長率2%以上、名目成長率3%以上）の楽観的見通しの前提と、②ベースライン・シナリオ（実質1%弱、名目1%半ば程度）の現実的見通しの前提の2通りがある。①経済再生シナリオをメインに置いて、2014年7月の試算と比較すると、大きな変更点としては、2016・17年度の両年度の基礎的財政収支赤字が拡大する見通しである（図表1、2）。仮に、消費税の増税が2015年10月に実施されていたならば、そこで得られていた基礎的財政収支の見通しに比べて、翌年2016年度と次の2017年度の赤字幅が拡大するかたちである。これは、筆者が事前に予想していたことと概ね一致する。一方、2015年度の基礎的財政収支は、対名目GDPで▲3.3%と、消費税増税を延期しても、2010年度比での半減目標はクリアできる見通しになっている。

(図表1) 中長期の財政試算で示された基礎的財政収支(対名目GDP比)の推移

	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
前回PB計画(2014年7月改定)	▲6.2	▲5.1	▲3.2	▲2.4	▲2.2	▲2.1	▲2.0	▲1.8	▲1.5	▲1.3	▲1.1
今次改訂(経済再生ケース)	▲5.7	▲5.2	▲3.3	▲3.0	▲2.8	▲2.1	▲1.8	▲1.6	▲1.2	▲1.0	▲0.7
今次改訂(ベースライン・ケース)	▲5.7	▲5.2	▲3.3	▲3.1	▲3.2	▲3.0	▲3.0	▲3.0	▲3.0	▲3.2	▲3.3

出所：内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2015年2月)



出所：内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2015年2月)

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

焦点になりそうなのは、今回の改定で増税が 2017 年 4 月に後ずらしされた前提で、2018 年度以降は基礎的財政収支の赤字幅がどう推移するかである。以前の 2018 年度以降の税収は、消費税率が 10%となるが、前回の見通しと比べると税収は下振れする計画になっている。その理由は、2017 年度の消費税率の引き上げが名目 GDP 成長率に与える反動減の影響を以前よりも大きくみていて、名目 GDP の水準がいくらか下方修正されているからである。2018 年以降の税収は計画では、前回比▲0.9 兆円の下方修正になっている。

2020 年度の基礎的財政収支は、①のシナリオで▲9.4 兆円（名目 GDP 比▲1.6%）と依然として大きな赤字幅が残存する見通しである（②の場合、▲16.4 兆円<名目 GDP 比▲3.0%>）。この数字は、2014 年 7 月の見通しである▲11.0 兆円（名目 GDP 比▲1.8%）に比べると、僅かに赤字幅が縮小する計画である。先に述べたように税収見通しは 2018 年度以降は下方修正されるが、基礎的財政収支対象経費をさらに絞り込むことによって歳出削減を進め、漸進的に 2020 年度までの基礎的財政収支を僅かに改善させている。この図式は、消費税増税を行って財源を確保したとしても、政府の歳出には強烈的な絞込みの圧力がかかり続けることを意味している。

中長期の財政見通しが、2020 年度の基礎的財政収支の赤字幅▲9.4 兆円を想定しているということは、2018～2020 年度に消費税再々増税の含みを持たせていると理解できる。この▲9.4 兆円の赤字幅を黒字ないしゼロにするには、自然増収や歳出削減だけではとても賄えない（5 年間で年平均▲1.9 兆円の収支改善）。2018～2020 年度までの 3 年間のどこかで、消費税率を 14%まで引き上げることが必要になるだろう。おそらく、2017 年 4 月に消費税率を 10%にした直後では、再々増税は無理だろう。可能性を探ると、2019 年 4 月のタイミングで消費税率を 14%に引き上げるという展開が、ラストチャンスになるのではないかな。

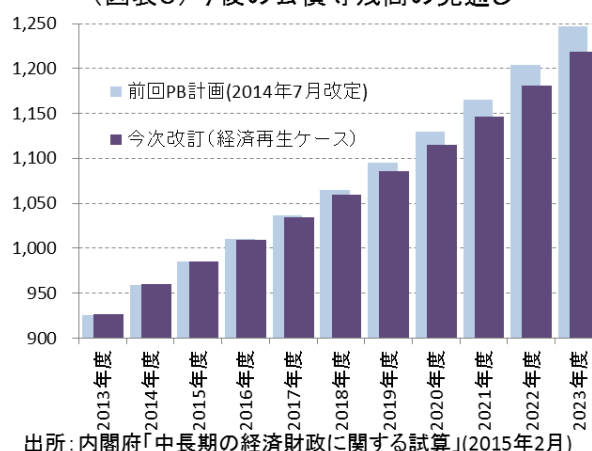
まとめると、今回の見直し改定によって、私たちに示されているメッセージは、次の 2 つがある。ひとつは、2015 年 10 月の税率引き上げを 2017 年 4 月に延期したとしても、2020 年度の基礎的財政収支の赤字幅が悪化する訳ではないこと。もうひとつは、引き続き 2020 年度の赤字幅は▲9.4 兆円も残存しており、2020 年度の黒字化を達成するために消費税再々増税を暗に要請していることである。

長期金利低下の大恩恵

そのほかの変化点に注目すると、ストック面で、公債等残高は前回の見通しよりも減少している（図表 3）。基礎的財政収支は、2016・17 年度と悪化して、2014 年度以降の累計値でみても悪化しているのに、債務残高が改善している点は意外に思われる。その理由は、基礎的財政収支の悪化幅の累計以上に、金利低下を反映して、国債費が減少していることが大きい。

政府の長期金利の前提は、2014 年度 0.4%、2015 年度 1.2%、2016 年度 1.8%と前回よりも低下している（前回、2014 年度 1.0%、2015 年度 1.6%、2016 年度 2.3%）。2017～2023 年度については、長期金利の前提はほとんど変わらないのだが、国債費の金額は、2014～16 年度の長期金利の前提が低下したために、毎年▲2.5～▲3.0 兆円の

兆円 （図表 3）今後の公債等残高の見通し



負担軽減が起こっている（図表 4）。累計すれば、2020 年度までの公債等残高の減少額▲14.5 兆円をほぼすべて説明できる。

（図表 4）中長期の財政試算で想定されている国債費の推移

（図表4）中長期の財政試算で想定されている国債費の推移											兆円
	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度	2020年度	2021年度	2022年度	2023年度
前回PB計画(2014年7月改定)	21.3	23.3	24.4	26.7	29.4	32.5	36.0	39.9	44.1	48.5	53.2
今次改訂(経済再生ケース)	21.3	22.5	23.5	24.8	27.2	29.6	33.0	37.0	41.4	46.0	50.7
差額	0.0	-0.8	-0.9	-1.9	-2.2	-2.9	-3.0	-2.9	-2.7	-2.5	-2.5
(差額の累計)		-0.8	-1.7	-3.6	-5.8	-8.7	-11.7	-14.6	-17.3	-19.8	-22.3
<長期金利の前提>											%
前回PB計画(2014年7月改定)	0.7	0.4	1.2	1.8	2.3	3.0	3.5	4.0	4.3	4.5	4.6
今次改訂(経済再生ケース)	0.7	1.0	1.6	2.3	2.7	3.1	3.5	3.9	4.2	4.5	4.7
出所：内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2015年2月)											

出所：内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2015年2月)

この変更は、2014 年 10 月に日銀が追加緩和を実施し、さらに海外でも欧州金利を中心に長期金利が下がったことを受けたものだろう。2014～16 年度に割安の金利コストで国債を発行できたことは、その後、2020 年までの利払費を軽減する効果をもたらす。直感的に説明すると、毎年、利払いのために発行していた部分の国債を抑制できたため、利払費の減少＝国債残高の減少となったと考えられる。

筆者はこの結果をみて、財政再建における金利効果の大きさを思い知らされる。反面、筆者はそのことが同時にリスクの大きさを教えているとも考える。すなわち、長期金利上昇へと転じていたのならば、その悪影響は、先々の利払費を増加させて、長く財政再建にダメージを与えることも起こり得る。財政再建にとって影の主演は、金融緩和であり、日銀はずっと超低金利政策から脱却できない運命にあるのだろう。

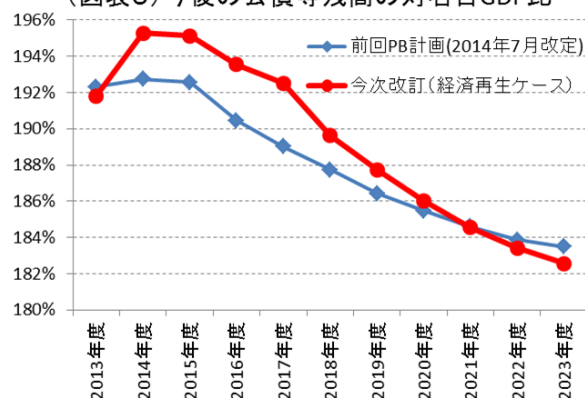
信頼できる債務管理とは

ところで、そもそも中長期の財政再建計画は何のために行うのだろうか。シンプルに考えると、財政収支は均衡している状態がベストであり、政府支出は税収の範囲内にコントロールされる。それが一旦財政赤字を認めると、歳出計画は規律を失って際限なく膨れ上がるリスクを持つ。最悪のケースは債務規模が返済不能な範囲まで拡大して、どこかの時点でインフレによって、投資家の保有する国債価値を強制的に減価させる対応である。万一、それが投資家に意識されると、その手前で長期金利が上昇して、債務管理が頓挫して、自己実現的に債務が発散する。中長期の財政再建計画の意味は、そうしたリスクを回避するための規律維持だと理解できる。

筆者がみる限り、消費税の再増税を延期したときには、黒田日銀による国債の大量購入策と併せて、まさに財政再建の精神は、土俵際まで追い詰められたように感じられた。それが、今、政府によって必死に立て直されようとしている。今回の財政再建見通しは、そうしたリスクを感じる人々に対して具体的に説明責任を果たそうとしているようにみえる。

ところで、今また、政府は財政再建ルールについて、基礎的財政収支だけではなく、対名目 GDP 比での債務残高を管理しようという動きがあると報じられる。しかし、筆者は、基礎的財政収支の黒字化見通しが立たない段階で、債務管理の基準を変えようとするれば、不信感を増長すると考える。対名目 GDP 比で債務管理をしようとするのならば、少なくとも基礎的財政収支を黒字化した後の話でなくてはいいけない。

（図表 5）今後の公債等残高の対名目 GDP 比



出所：内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2015年2月)

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

今回の改定では、2016 年度以降に債務残高の名目GDP比が次第に低下していく見通しになっている（図表5）。

今回の改定では、公債等残高の前年比増加率は2015～2020 年度まで+2.4～3.2%である（図表6）。一方、名目GDPの成長率見通しを前年比2.7～3.9%という極めて高い数字に置いている。双方の伸び率が、「政府債務の増加率<成長率」という関係になって、どうにか公債等残高の対名目GDP比が期間中に低下していく姿になっている。

しかし、債務の増加率を名目成長率以下に抑えることは可能なのだろうか。債務の増加率の内訳を考えると、

政府債務の増加率＝基礎的財政収支の赤字幅／債務残高 ＋ 利払費／債務残高（≒長期金利）となる。筆者には、基礎的財政収支を黒字化しないと、公債等残高の伸び率を金利コスト以下に抑えることは難しいのではないかと考える。念のため述べておくと、政府には名目GDPの伸び率を自由自在にコントロールすることはできない。そうすると、政府は必然的に日銀の金融緩和に依存するかたちで、利払費を抑制する方向に傾かざるを得ない。

今のところ、政府は、2020 年度の基礎的財政収支の黒字化を最優先に考えていて、安易に債務管理の基準を変えようとはしていない。その点、ストック面で債務管理をすることには、十分に限界を承知していると考えられる。政府の財政再建については、当面は基礎的財政収支の黒字化を目指すという計画をより実効性の高いものにしていく必要がある。

