

門間 一夫の
経済深読み



高市財政のトリレンマ

～問われる責任と積極性の両立～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2026年3月27日

ここまでの高市財政は拡張的でない

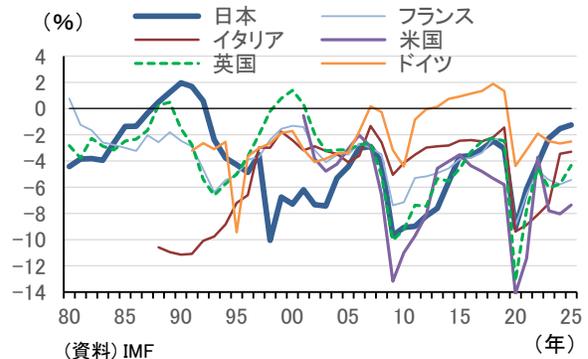
高市政権は「責任ある積極財政」を経済政策の中心に据える。これは「拡張財政で経済を浮揚させる政策」と受け止められており、その認識に基づき「財政の持続性が損なわれる」「インフレを悪化させる」と批判されることが多い。

しかし、高市政権のここまでの財政運営は拡張的ではない。現在審議中の2026年度予算案では、プライマリーバランス（利払い費を含まない「基礎的財政収支」のこと）が28年ぶりに黒字になると想定されている。最終的にそのとおりにならないとしても、少なくとも当初段階では緊縮気味の予算である。利払い費を含めた財政収支はさすがに赤字だが、それでも最近の日本の財政赤字・GDP比率は他の主要国より小さい（図表1）。

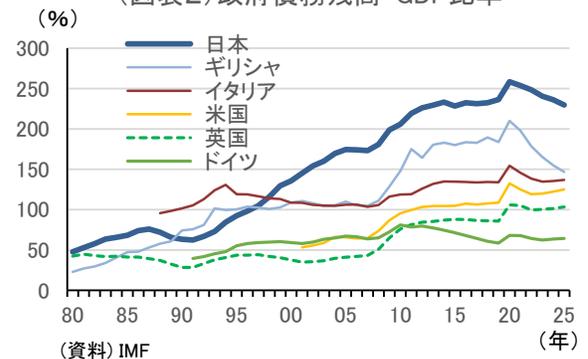
問題は、過去の財政赤字が累積した結果としての政府債務残高である（図表2）。ただ、これについても高市首相は「政府債務残高・GDP比率を安定的に引き下げ、市場からの信認を確保する」と言う。この方針がただちに破綻する可能性は低い。とりあえず近未来においては、政府債務残高・GDP比率を下げるのは簡単だからである。

その点を確認しておこう。政府債務残高・GDP比率の分母であるGDPは「名目GDP」である。当面、名目GDPは物価上昇で3%程度の増加が見込まれるため、分子の政府債務残高の増加を3%以内に抑えればこの比率は下がる。さて、政府債務残高は財政赤字の分だけ増加する。そして現在、分子は分母の2倍以上の大きさがあるのだから、財政赤字を名目GDPの6%以内に抑えさえすれば、政府債務残高の

（図表1）財政収支・GDP比率



（図表2）政府債務残高・GDP比率



増加は3%以内になる。この点、2026年度の財政赤字は現時点では名目GDPの2%未満と見込まれるので、今後よほど巨額な補正予算を組まない限りこの数値が6%まで膨らむことはない。

中長期的には問題多し

一方、政府債務残高・GDP比率を長期にわたって「安定的に引き下げる」のは、それほどたやすくはない。その説明の前にいったん「そもそも論」に立ち返ると、本当に「政府債務残高・GDP比率を安定的に引き下げなければならない」のかどうかは、実は自明のことではない。

政府債務を巡る議論は、「国といえども借金は返さなければならない」という前提からスタートする場合が多い。すると政府債務残高・GDP比率が高ければ、「そんなに借りて返済できるのか」「返済できないなら持続可能ではないではないか」という議論になりがちである。しかし、民間部門（企業と家計）に全体として巨額のネット金融資産が存在し、それを運用しなければならないという資金構造になっている時、その状態と無理なく釣り合うのは政府が巨額の借金を維持する場合だ、と考える方が妥当かもしれないのである。

こうしたマクロ的な資金バランスを考えると、政府債務の持続性をどう定義するかは実は難しい問題である。ただ、本稿ではそこに深入りしない。内外の有識者や市場関係者の多くが「日本の政府債務残高は大きすぎる」と認識しているという現実を踏まえ、以下では政府債務残高・GDP比率の安定的な引き下げを高市財政の「勝敗ライン」とする。

金利と名目GDPの関係が厳しくなっていく

先ほどの計算どおり当面は造作もない政府債務残高・GDP比率の引き下げが、中長期的には大変になっていく理由を四つ述べる。第一に、金利上昇の影響が遅れて出てくることである。10年物の国債金利は最近こそ2.2~2.3%程度まで上昇しているが、政府債務の多くは過去に低金利で借り入れたものなので、現状、利払い費はまだあまり増えていない。現在の財政赤字が小さいのは、過去の低金利の残存効果という面が大きい。

しかし、時間の経過とともに古い債務の満期が来て、高い金利の新しい債務へと入れ替わっていく。2.2~2.3%という今の10年物金利自体も、今後はもっと上がるかもしれない。名目GDPが3%程度の成長を続けるなら、長期金利も3%程度が妥当とされることが多い。仮にすべての政府債務が金利3%の債務に置き換わると、政府債務残高は利払い費だけで毎年3%の増加圧力を受ける。利払い費以外の財政収支、すなわちプライマリーバランスを黒字にしなければ、政府債務残高・GDP比率は下がらなくなるのである。

第二に、分母の名目GDPが3%成長を続けられるかどうかもある。過去3~4年の名目GDP成長率が高かったのは、物価上昇率が約4年にわたって2%を上回り続けたためである。しかし今後、物価上昇率が日銀の目標である2%に収れんしていくとすれば、実質GDPが1%程度の成長を続けなければ名目GDPの3%成長は難しくなる。

「実質GDPが持続的に1%で成長する」という想定はかなり楽観的である。2020年代の実質GDP成長

率はここまで年平均で 0.4%であり、人口の減少・高齢化がさらに進む中でそれを「かなり高める」という話だからである。より現実的に、実質 GDP 成長率が今後もあまり変わらないと考えると、名目 GDP 成長率は 2%台半ばということになり、10 年物金利が現状のままであっても政府債務残高・GDP 比率は下がりにくくなっていく。

強い財政支出圧力

第三に、高市政権は国内投資の促進を優先課題としており、そのために財政を長期的に活用しようとしている。その考えのもとで、関連する予算を単年度ではなく、多年度分にわたり確保する枠組みが検討されている。多年度予算は、企業が将来を予測しやすくなる利点がある一方、財政支出の硬直化を招きかねない。ただでさえ日本の財政は、高齢化による社会保障費の増大、地政学環境の変化による防衛費の増大など、構造的な赤字拡大圧力を抱えている。そこに国内投資関連の多年度支出を加え、そのうえで政府債務残高・GDP 比率を安定的に下げていくという絵姿を、市場に対して説得的に示すことはできるのだろうか。

高市政権のプランでは、国内投資を促せば供給力が強化され、日本経済の中長期的な成長率が高まるとされる。しかし、過去 30 年にわたり歴代政権が様々な成長戦略に取り組んだうえで、今の日本経済があるという現実には謙虚に受け止めたい。

この 30 年ではっきりしたのは、どうすれば経済成長を高められるのか、確実な答えはないということである。株式市場の改革や、インバウンド観光促進のように、部分部分ではっきりと成果が得られたものもある。しかし、経済全体の成長力というのは、あまりに多くの要因が絡み合っていて、特定の政策との対応関係を認識することさえ難しい。高市首相は施政方針演説で「成長のスイッチを押しまくる」と述べたが、そういうスイッチが存在するのか、あるとしてもどこにあるのかは、よくわかっていないのである。もちろん、だから諦めた方がよいということではなく、成長戦略の試行錯誤を続けることには意味がある。ただ、それがうまくいくことを前提に将来の絵姿を描くのは危い。

第四に、中東情勢の影響で、財政を巡る前提が足元から変わる可能性もある。本稿執筆時点で中東情勢ひいてはエネルギー供給について、安定化の見通しは立っていない。このままエネルギーの供給不安・高価格が続いた場合、世界経済は景気悪化と物価高の同時進行に見舞われかねない。とりわけ、原油輸入の 9 割以上を中東に頼る日本は大きな影響を受ける。政府が国民生活への打撃を和らげるよう努めるのは当然であり、その方策としてベストとは言い難いが、補助金によるガソリン等の価格抑制策が既に始まっている。当面は予算手当て済みの予備費等で賄えるが、原油高の程度や期間によっては追加予算が必要になる。

原油高が続けばコスト上昇が広く波及し、食料や身の回り品を含む全面的なインフレが再燃しかねない。中小企業も歯を食いしばって賃上げしているので、あとは物価さえ落ち着けば今年こそ実質賃金がプラスになるのだが、原油高はその希望を打ち砕きかねない。その場合、「物価高対策 2.0」が喫緊の政治課題として浮上し、国債を追加発行してでも消費税減税を実現すべきという流れになるかもしれない。

前述のとおり、政府債務残高・GDP 比率の引き下げは年を追ってハードルが上がっていく。最も簡単

な初年度は「楽勝」でなければならない。それが、それほど楽勝でもないという話になった時、市場の信認が崩れ、10年物金利が一気に3%を超えていくことも考えられる。金利が急上昇すれば政府債務残高・GDP比率は一段と下がりにくくなり、悪循環へと陥っていく。

「財政のトリレンマ」に向き合うことの重要さ

「高水準の財政支出を長期にわたり続ける」「政府債務残高・GDP比率を安定的に引き下げる」という二つのことを同時達成するには、「恒久財源の負担を国民に求める」というもうひとつのピースが欠かせない。財政運営において、①財政支出を増やす、②財政の持続性を確保する、③国民に負担を求めない、の3つを同時に達成することはできない。これを「財政のトリレンマ」と呼んでもよい。

もちろん、「分母のGDPが十分に増える」という仮定を置けば、上記のトリレンマは紙の上では消える。高市財政の最大の不安は、そのような数字のマジックに頼ろうとしているのではないかという点にある。「積極財政で経済の成長力を高める」という架空のピースを使い、「財政のトリレンマ」を存在しないことにするマジックである。しかし前述のとおり、中長期の経済成長を確実に引き上げる方法はわかっていないのであり、それは積極財政のもとでも同じである。政策効果の見積もりのうち「確実」でない部分は「希望」ということになる。希望を持つのは構わないが、それに頼るのはまずい。

現在の安全保障環境やエネルギー供給の脆弱性等を踏まえれば、高市政権が「危機管理投資」の重要性を強く訴えている点は、国民が直面する多様なリスクを減らす考え方として歓迎したい。それが経済成長の押上げになるかどうかはともかく、一国の経済・社会のレジリエンスを強め、国民がより安心・快適に暮らせるようにすることは、それ自体として政府に求められる重要な役割である。

しかし、「財政のトリレンマ」を考えれば、国民に負担を求めて潤沢な財源を用意しない限り、政府債務残高・GDP比率を低下させつつ、思い切った危機管理投資を行うことはできない。もちろん、国民に一律の負担を課すのは適当でない。相対的に恵まれた人たちを中心に公正な負担をどう求めていくか、その議論を加速させる必要があるのではないか。そのピースが抜け落ちたままだと、政権がイメージする「責任ある積極財政」は実現できず、「責任も積極性もいまひとつの財政」で終わる可能性が高い。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。