

大規模補正予算で国債依存が継続 ～懸念される金利上昇リスクへの脆弱性～

調査部 主席エコノミスト

酒井オ介

080-1069-4626

saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

- 高市政権は経済対策の財源の裏付けとなる2025年度補正予算案を閣議決定。コロナ禍後も大規模な補正予算編成が常態化しており、財政のガバナンスや予算の効率性という点で問題がある
- 税収上振れ等で追加歳出をカバーできず、補正予算における新規国債発行額は11.7兆円と例年対比でも大規模に。短期ゾーンの年限の国債発行増加で金利上昇リスクに対して脆弱な構造に
- インフレ定着に伴い金利も上昇すれば、名目経済成長率が長期金利を大幅に上回る「金利ボーナス」の状況はいずれ解消される可能性が高い。「責任ある積極財政」はここから正念場に

1. 高市政権は 2025 年度補正予算案を閣議決定。追加国債発行額は歳出の 6 割超

政府は11月28日に2025年度の補正予算案を閣議決定した。経済対策関係経費として17.7兆円の追加歳出を計上し、内訳として、物価高対策等に8.9兆円、危機管理投資・成長投資に6.4兆円、防衛力・外交力強化に1.7兆円、予備費確保に0.7兆円を充てることとしている（政府が11月21日に閣議決定した経済対策の評価については酒井（2025）を参照されたい）。その他の経費、国債整理基金特別会計への繰入、既定経費の減額を含め、計18.3兆円の歳出規模となった（図表1）。財源としては、税収の上振れで2.9兆円、税外収入で1.0兆円、前年度剰余金受入で2.7兆円を充てたものの、それだけでは追加歳出を賄いきれず、11.7兆円の新規国債発行を余儀なくされた形になっている。18.3兆円の歳出のうち、約64%を国債発行で賄う構図だ。新規国債発行の内訳としては、建設国債が3.5兆円、特例公債（赤字国債）が8.2兆円となっている。

酒井（2025）が指摘しているように、2025年度の補正予算案における追加歳出は前年度（13.9兆円）を上回る規模となっており、（コロナ禍前の追加歳出の規模は数兆円程度であったのに対して）コロナ禍後は大規模な補正予算の編成が常態化している状況だ。大規模な補正予算の編成が継続しているため、これを大きく減額してしまうと、前年度対比で経済対策による押し

図表 1 2025 年度一般会計補正予算案のフレーム

(兆円)			
歳出		歳入	
(1)経済対策関係経費	17.7	(1)税収	2.9
①物価高対策等	8.9	(2)税外収入	1.0
②危機管理投資・成長投資	6.4	(3)前年度剰余金受入	2.7
③防衛力と外交力の強化	1.7	(4)公債金	11.7
④予備費の確保	0.7	①建設公債	3.5
(2)その他	0.6	②特例公債	8.2
計	18.3	計	18.3

（注）歳出の「その他」はその他の経費、国債整理基金特別会計への繰入、既定経費の減額を含む

（出所）内閣府資料等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

上げ効果が剥落して経済にマイナスに寄与してしまう「財政の崖」を回避したいという思惑もあるだろう。

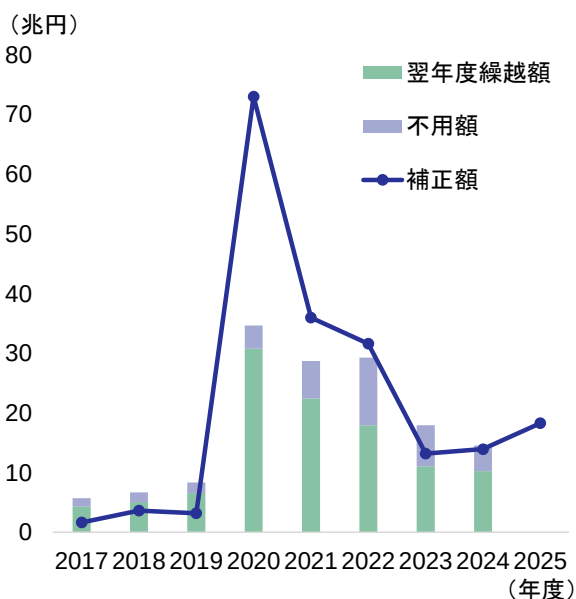
しかし、そもそも、補正予算は予期していなかった経済への負のショックや自然災害等が発生した場合の緊急時の対応として編成するのが本来の趣旨であり、平時に10兆円を上回る規模の編成が常態化していることに筆者は違和感を覚える。危機管理投資・成長投資など成長戦略分野関連の支出も多く盛り込まれており、服部他（2025）が主張するように中長期的な観点からこれらの政策に対する政府の支出・コミットメント自体は重要であるとしても、補正予算は時間的な制約もあって財政当局の査定も緩くなりがちである点も踏まえれば、こうした骨太な施策は当初予算に計画的に計上するのが財政ガバナンスの観点からも望ましいだろう。政治的に財政支出の規模を膨らませることに重点が置かれ、本来は補正予算の趣旨に馴染まない分野の支出が多額に盛り込まれた感が否めない。

さらに、予算配分の効率性という点でも問題があるだろう。過年度の予算の執行状況をみると、近年は10兆円超の未使用額（翌年度繰越額及び不用額）が計上されている。決算が出ている直近年度の2024年度をみても、補正額（約13.9兆円）を上回る未使用額（約14.6兆円）が発生しており、前年度からの繰越額が大きくなる中で当年度の当初予算が消化しきれず、予算全体でみて大幅な未使用額が生じる状況が続いていると考えられる。毎年のように大規模な補正予算の編成と未使用額が発生している状況は、限られた財政資源の中で予算配分の効率性を損ねてしまうことにもなりかねない。

2. 大規模な国債発行が常態化。金利上昇リスクに対する脆弱性に注意が必要

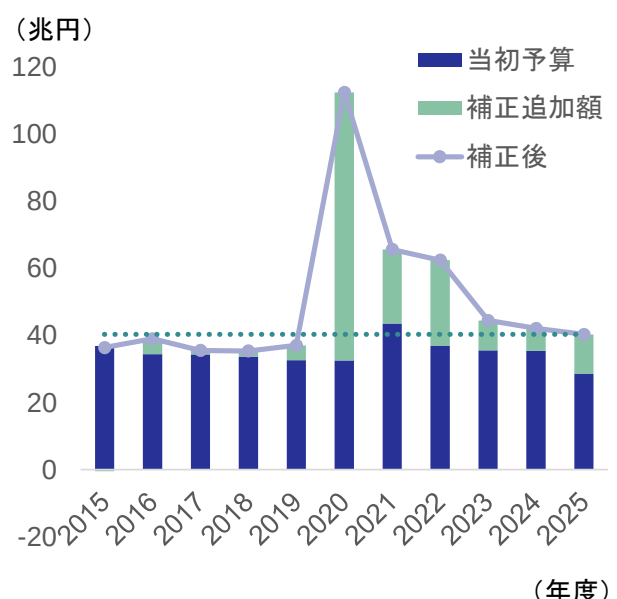
さらに問題となるのが、財政規律に対する市場の信認の低下である。10月以降、長期金利の上昇と円安の進展が同時に起こっており、「日本売り」の様相を呈している。「責任ある積極財政」に対して市場が「バラマキ」「財政規律の弛緩」との懸念を抱けば、投機筋による円売り・日本債券売りポ

図表2 補正額と未使用額（一般会計）



(出所) 財務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表3 補正予算における国債発行額



(注) 2025年度と比較基準を揃えるため、補正後予算の計上額を掲載している（決算の実績値とは異なる）

(出所) 財務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

ジションの拡大を通じて円安・金利上昇がさらに加速する可能性があるだろう。

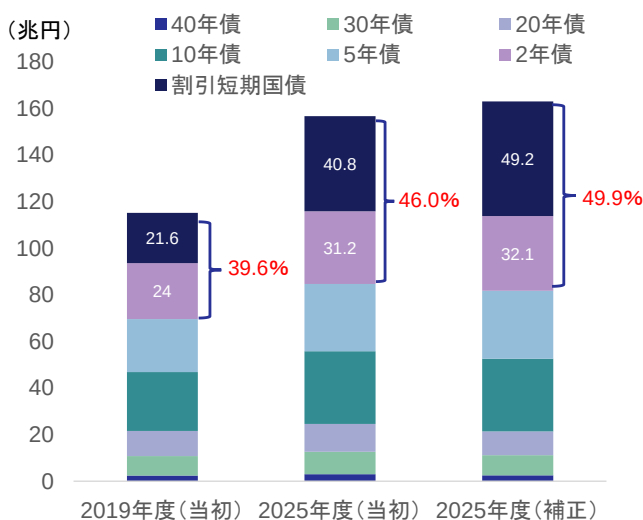
今回の補正予算における追加国債発行について、政府は、当初予算と合わせてみれば前年度対比で国債発行額が減少しており、財政規律にも配慮していると説明している。確かに、税収の上振れに加えて2024年度に実施された定額減税の影響が剥落したこと等を受けて、2025年度の当初予算における国債発行額は28.6兆円と前年度（35.4兆円）を大きく下回っている。補正予算における追加国債発行額（11.7兆円）は前年度（6.7兆円）を上回ったものの、トータルでみた国債発行額は40.3兆円と前年度（42.1兆円）を下回ることになる（図表3）。ただし、前年度からは減少したとは言え、40兆円超もの国債を発行している事実には変わりはなく、図表3のとおり過去のコロナ禍前の国債発行額と比べても高水準であることから、国債発行に歯止めがかかっているとまでは言えないだろう。

また、国債の追加発行に伴い、財務省は2025年度の国債発行計画も修正しているが、図表4のとおり、カレンダーベースの市中発行額は割引短期国債（特に6か月物）、2年債、5年債を中心に増額となる格好だ¹。超長期国債を低利で市場で消化することが出来ず、一方で超長期国債の金利を引き上げて利払い費を増やすことは財政当局としては避けたいため、短期ゾーンの年限の国債を発行している状況だが、今回の補正により、2年債と割引短期国債（1年物・6か月物）で市中発行額の約5割を占める状況となっている（図表4のとおり、コロナ禍前の2019年度は4割を切っていた）。土居（2025）は、このように国債発行額が大規模化するとともに2年以下の年限の国債発行が増えて短期間での借り換えが必要になる状況を「自転車操業状態」と呼んでいるが、日本の財政・国債管理は先行きの金利上昇に対して脆弱性がある点には注意が必要だろう。

3. 「金利ボーナス」はいずれ解消へ。「責任ある積極財政」はここから正念場

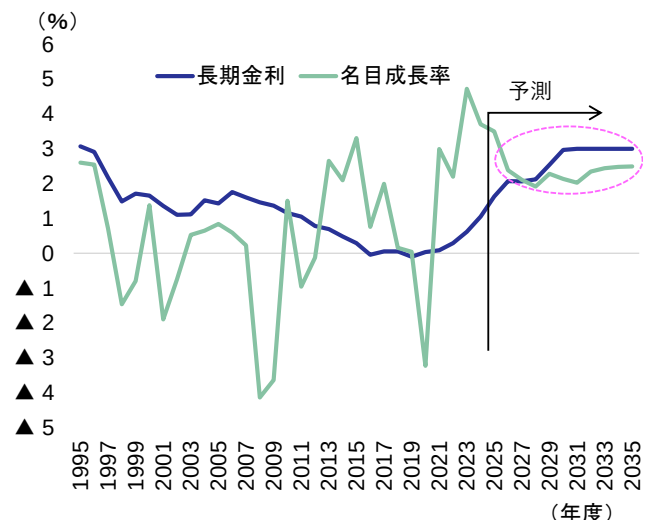
財政の持続可能性について、政府は、単年度のプライマリーバランス（基礎的財政収支）の均衡にこだわらず、政府の債務残高対GDP比の抑制を重視する立場を示している。現状は、名目経済成長率

図表4 カレンダーベース市中発行額（年限別）



（注）物価連動債、流動性供給入札は除く
（出所）財務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表5 長期金利と名目経済成長率（現状投影ケース）



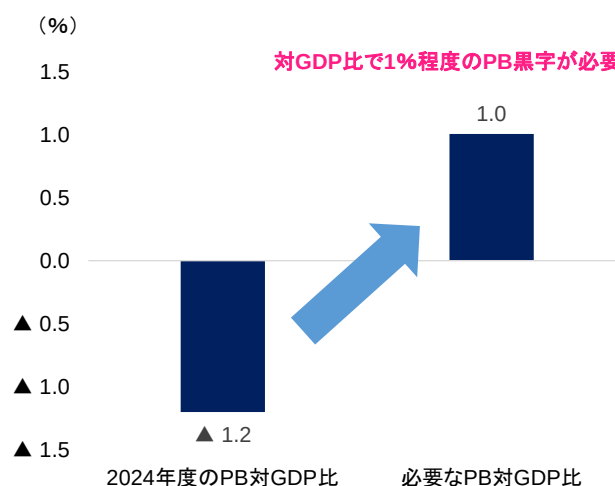
（注）みずほリサーチ&テクノロジーズ（2025）における「現状統計ケース」の予測値を図示
（出所）内閣府、LSEG等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

が長期金利を大きく上回っている（ドーマー条件²が満たされる）ため、プライマリーバランスが赤字でも政府の債務残高対GDP比は抑制されている状況だが³、こうした状況がいつまでも継続するわけではないだろう。みずほリサーチ&テクノロジーズ（2025）は、既存の構造的制約（企業競争力の低下、人手不足の深刻化等）が成長を抑制する「現状投影ケース」において、2%程度のインフレが定着し政策金利も2%まで引き上げられることを想定した上で、2030年代にかけて名目経済成長率は2.5%程度（実質経済成長率は0.5%程度）、長期金利は3%程度（タームプレミアム1%程度を想定）での推移を予測している（図表5）。仮に、中期的に名目経済成長率が2.5%程度、長期金利が3%程度で推移する場合、酒井（2024b）と同様に簡易的に試算すると、国・地方の債務残高対GDP比を足元程度の水準（2024年度で201%程度）に維持するためには国・地方のプライマリーバランスはGDP比で1%程度の黒字を確保することが必要になる計算となる（図表6）。

金利や経済成長率等の動向については不確実性が大きく、上記はあくまで機械的な試算の一例であるが、潜在成長率が低く、中期的に高成長が見込みにくい日本においては成長率が金利を大きく上回る状況が継続する絵姿は展望しにくい。インフレに合わせて金利が上昇する局面においてはドーマー条件が満たされにくくなり、大規模な補正予算編成の常態化や今後の社会保障費の増加等によりプライマリーバランスの赤字が継続する場合は政府の債務残高対GDP比もいずれ上昇してしまう可能性が高い点に留意が必要だ。政府債務残高の対GDP比が何倍になれば「財政破綻」なのかという点については、経済学的にも明確なコンセンサスが存在するわけではないが、債務残高が経済規模を上回るスピードで増加する状況に歯止めがかからないとなれば、市場が財政規律に対して懸念を抱くことは十分に考えられるだろう。酒井（2024a）が指摘しているように、国債に対する信認が失われてしまえば、その時点で金利が急上昇し、海外格付け機関が日本国債を格下げするリスクも高まる。その結果、日本の通貨である円の信認が失われれば、急激な円安・インフレを招き、国民生活に大きな打撃を与えかねない（そうなれば、市場安定化のため、事後的に大幅な歳出カット・増税による財政収支の改善という厳しい選択が結局求められることになる可能性も否定は出来ない）。そうなる前に、財政規律に対する信認を確保しておくことが重要である。

賃金・物価が持続的に上昇するとなれば、税収が増加するだけではなく、人件費等の上昇に伴い公共事業関係費等の歳出額（名目額）にも増加圧力が働くことが想定される点に加え、税率が変化する課税所得の閾値、課税最低限など名目金額で規定されている制度についても賃金・物価上昇の実勢に連動させる形で見直される可能性が高まるだろう（「年収の壁」の上げを巡る議論がこれに該当する。こうした各種制度に物価スライドを適用する考え方自体には合理性があると筆者も考える）。インフレに合わせ

図表6 債務残高対GDP比を維持するために必要な国・地方のPB黒字幅（理論値）



（注）中期的に名目経済成長率が2.5%程度、長期金利が3%程度で推移することを想定した場合の機械的な試算

（出所）財務省・内閣府より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

て歳出にも増加圧力が働く中で、財政規律に対する信認を確保する上では、積極財政がバラマキではなく成長に資するものであることを示していく必要がある。同時に、医療・介護の提供体制の効率化や給付の適正化、給付と負担の見直しによる社会保障費の抑制等を通じて、財政の持続可能性が確保されるという見通しを国民や市場に対して丁寧に説明していくことが求められよう。「責任ある積極財政」はここから正念場と言える。2026年度当初予算はその試金石とも言えることから、社会保障改革や「日本版DOGE」（租税特別措置・補助金見直し担当室）の取り組みなど、動向に注目したい。

[参考文献]

- 酒井才介（2024a）「「金利のある世界」と財政～金利上昇で問われる財政の持続可能性～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2024年4月4日
- 酒井才介（2024b）「骨太の方針2024を読む②（財政）～プライマリーバランス黒字化は「ゴール」に非ず～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『Mizuho RT EXPRESS』、2024年6月13日
- 酒井才介（2025）「高市政権の経済対策の効果と懸念～円安・インフレが経済効果を減殺するリスク～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2025年11月25日
- 土居丈朗（2025）「【論考】国債増発は日本財政を自転車操業状態に追い込む」、東京財団政策研究所『Review』、2025年11月19日
- 服部直樹・坂中弥生・東深澤武史・阿部大樹（2025）「日本経済の持続的・包摂的成長に向けた処方箋～求められる国内供給力・企業競争力の強化。高市政権の方向性とも合致～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほレポート』、2025年10月27日
- みずほリサーチ&テクノロジーズ（2025）「2025・2026年度内外経済見通しと世界経済の中期展望～揺らぐ国際秩序と今後の世界経済～」、2025年9月30日

¹ 財務省は、市中発行の増額のほか、前倒し債も活用している。なお、財務省は、2025年6月にも長期ゾーンの年限の国債発行を減額する一方、短期ゾーンの年限の国債の市中発行を増額する形で国債発行計画の修正を行っている。

² 金利と経済成長率を比較し、金利が経済成長率よりも低ければ政府債務残高の対GDP比は安定化に向かい、逆に金利が経済成長率よりも高ければ政府債務残高の対GDP比は発散してしまうという、財政の安定性をチェックするための条件。

³ 政府の債務残高対GDP比が低下している裏側では、インフレタックスにより家計の実質所得が下押しされている点に留意する必要がある。

【PR】 各種 調査レポート（無料）を配信中！

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/others/0015.html>



お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

（QRコードはデンソーウェーブの登録商標です）

[\(chousa-mag@mizuho-rt.co.jp\)](mailto:chousa-mag@mizuho-rt.co.jp)

●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。