

「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

調査部 経済調査チーム
主席エコノミスト

酒井 才介
080-1069-4626
saisuke.sakai@mizuho-rt.co.jp

- 「金利のある世界」が実現した場合、中期的に長期金利が名目成長率を上回り利払費増が税収増を上回ることが懸念され、基礎的財政収支黒字がなければ債務残高対GDP比の発散リスクが高まる
- 債務残高対GDP比を維持するため消費税率換算で15%程度の引き上げが必要となる可能性。段階的な消費税増税や長寿化に合わせた社会保障改革等により、中期的に財政収支を改善させる必要
- 財政改革と合わせ、人への投資、働きながら子育てできる環境整備、健康寿命の延伸・リスクリソングによる高齢労働者の活用等を進め、家計所得の増加期待を醸成することが将来不安解消の鍵

1. 「金利のある世界」到来で、懸念は最大の債務保有者である政府（財政）への影響

短期金利はマイナス・長期金利はゼロという「金利のない世界」が続いた日本にも、久々に「金利のある世界」が到来しようとしている。

企業収益が高水準で推移していることに加え、人手不足が深刻化していること、高インフレが継続していること等を受けて、2024年の春闘は前年を大きく上回る賃上げ率の実現しそうな状況だ。連合構成組合の賃上げ回答（第2回集計）は+5.25%と前年を大幅に上回る高水準になっており、筆者が想定していた以上に強い数字となっている。夏の最終集計にかけて中小企業の集計が進むにつれて徐々に下方改定される可能性が高い点には留意する必要があるが、それでも最終集計は前年を大きく上回る水準（4%台後半以上、ベア3%以上）で着地する公算が大きいとみてよいだろう。

コストとしての人件費上昇はサービス分野を中心に物価押し上げ要因になることに加え、家計の購買力・消費需要が高まることで、企業からみて価格転嫁をしやすくなれば「賃金と物価の好循環」の実現に近づくだろう。日本銀行は、今春闘の賃上げ動向等を踏まえて2%物価安定目標達成の蓋然性が高まったと判断し、3月の金融政策決定会合でマイナス金利解除を決定した。同時に、イールドカーブ・コントロール（YCC）やマネタリーベース拡大方針も撤廃され、安倍元首相・黒田前日銀総裁のもとで始められた「異次元緩和（量的・質的金融緩和）」は終了した（決定会合後の記者会見で植田日銀総裁は「大規模な金融緩和政策はその役割を果たした」と述べた）。2024年は日本の経済・金融界にとって重要な節目の年になったと言えるだろう。

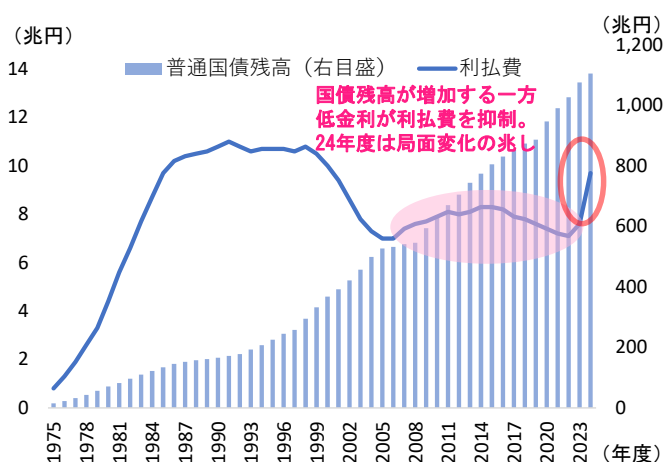
日本銀行のこれまでの情報発信を踏まえれば、現時点では当面は大幅な利上げが行われる可能性は低いと思われる。しかし、仮に持続的・安定的な2%の物価上昇が実現し、日本銀行が政策金利を本格的に引き上げて金融政策を正常化した場合に日本経済にどのような影響が及ぶのか、という点について考察を深めておくことは重要であろう。このような問題意識のもと、宮寄他（2023）は、金融正常

化による日本経済への影響について、金融市場、家計、企業、政府など様々な観点から総合的に分析した。本稿では、その中から政府部門（財政）への影響を取り上げ、解説することとしたい。

「金利のある世界」が実現する場合、懸念されるのは最大の債務保有セクターである政府部門（財政）への影響であろう。これまで歳出の増加に歯止めがかからず、「ワニの口」とも呼ばれるように歳出が税収を大きく上回る状況が毎年のように続いた結果として、国の公債残高（普通国債残高）は増加の一途をたどり、2022年度末時点実績で1,027兆円まで増加している（GDP比でみると181%。国及び地方の長期債務残高対GDP比でみると219%、中央政府・地方政府・社会保障基金を合わせた一般政府ベースの債務残高でみると260.1%¹に達しており、主要先進国の中で最も高い水準にある）。既に政府が巨額な債務残高を抱えている状況で金利が上昇すれば、政府の利払費が大幅に増加してしまうことは想像に難くない。実際、3月28日に成立した2024年度当初予算では、長期金利上昇を受けて想定金利が1.1%から1.9%に引き上げられたことで、国債費は27.0兆円と昨年度当初予算から約1.8兆円増加した（うち、利払費は9.7兆円と約1.2兆円増加。図表1）。これまでは、日本銀行の金融緩和政策により金利が低位に維持されたことで公債残高が増加する中でも国債費の増加が抑制されていた（「金利ボーナス」を政府が享受していた²）が、金利が上昇することを想定した上で財政運営を行わねばならなくなった点で、2024年度予算は財政運営が局面変化を迎えつつあることを印象付ける。金利上昇局面における財政運営への影響・財政の持続可能性について、議論を深めておくことには重要な意義があるだろう。

なお、本稿で言う「金融正常化」あるいは「金利のある世界」は、日本経済が潜在成長率の上昇を伴いながら拡大する中で物価が持続的・安定的に上昇し、日本銀行がこれまでのマイナス金利政策、ゼロ金利政策から完全に脱却して、段階的な利上げが行われるケースをイメージしている。具体的には、宮寄他（2023）や服部他（2023）、中信・西野（2024）と同様、日本銀行が2024年から2026年にかけて3か月に1回のペースで0.25%Ptずつ利上げし、政策金利が最終的に2026年度末時点で2.75%に達すると想定した³（図表2。みずほリサーチ&テクノロジーズの経済見通しにおいては「メインシナ

図表1 国の普通国債残高と利払費



（注）2022年度までは決算、2023年度は補正後予算、2024年度は当初予算による。2023・2024年度の名目GDPはみずほリサーチ&テクノロジーズの予測値を使用
（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2 短期金利（政策金利）と長期金利



（注）長期金利は10年国債利回り
（出所）日本銀行、LSEG等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

リオ」ではなく「リスクシナリオ」との位置づけである）。政策金利の引き上げに伴い、長期金利も2026年度末に3.5%まで高まるとの前提を置いた⁴。以下、こうした想定をもとに、「金利のある世界」で財政運営にどのような影響が生じるか考察する。

2. ドーマー条件が満たされず、プライマリーバランス黒字がなければ財政破綻リスク

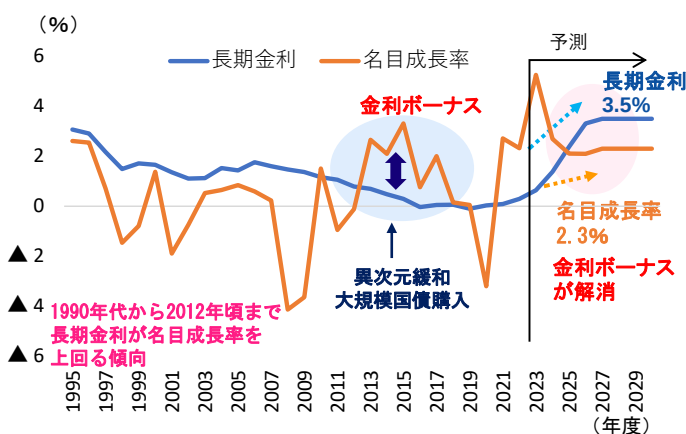
国債の平均残存期間は9年超（2022年度末時点で9.2年）まで長期化しており、短期的には金利上昇が直ちに利払費増に直結するわけではない。名目経済成長率が高まれば税収も増加する。しかし、日本銀行が金融政策の正常化を進めた場合には、2013年の大規模緩和以降に続いた、長期金利が名目GDP成長率を下回る状況が変化する可能性が高い（図表3。実際、1990年代から2012年頃までは、長期金利が名目GDP成長率を上回る傾向がみられた⁵）。宮寄他（2023）は、「金利のある世界」において長期金利は3.5%まで上昇する一方で、中期的な名目GDP成長率は2.3%での推移を想定しており、長期金利が名目GDP成長率を1.2%Pt程度上回る状況が続くことになる。

この場合、「ドーマー条件」が満たされなくなってしまう。ドーマー条件とは、利子率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、逆に利子率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である。金利を r 、名目経済成長率を g として数式で表すと、「政府債務残高の対GDP比の変化＝ $(r - g) \div (1 + g) \times$ 政府債務残高の対GDP比＋基礎的財政収支赤字の対GDP比」となるため、基礎的財政収支⁶（以下、「プライマリーバランス」）が赤字のままであれば、財政破綻（政府債務対GDP比が発散）してしまうことになる。

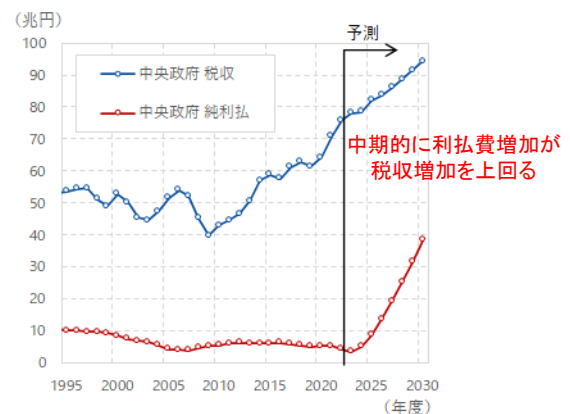
前述した「金利のある世界」における想定の下では、（増税等の追加的な対応を行わない限り）金利上昇による利払費の増加が経済成長に伴う税収の増加を中期的に上回り、2022年度対比で2030年度の国の税収は20兆円程度の増加にとどまるのに対し⁷、利払費は30兆円程度増加となる計算だ（図表4）。

こうした状況下では、歳出削減あるいは増税・社会保険料増額等により、プライマリーバランスを一定以上の黒字に保つ必要がある。政府債務残高の対GDP比が発散することを回避するためには、金利

図表3 長期金利と名目GDP成長率



図表4 政府の税収・利払費



と経済成長率の差をカバーするだけのプライマリーバランス黒字が必要になるためだ。

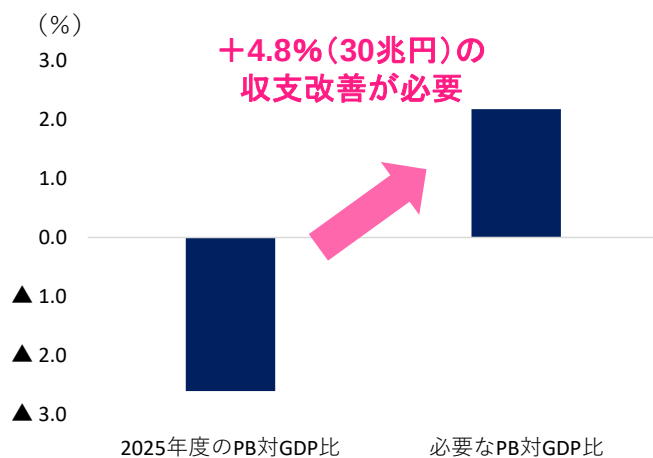
それでは、「ドーマー条件」が満たされない状況において、国債残高の対GDP比を発散させない（増加させない）ようにするためには、どの程度の財政収支の改善が必要になるのだろうか。中期的に長期金利が3.5%、名目成長率が2.3%程度で推移する場合、国の公債残高のGDP比を現状に近い水準、例えば181%程度（2022年度末時点の普通国債残高）に維持するとした場合、理論的には対GDP比で2.2%程度のプライマリーバランス黒字が必要となる計算だ（図表5）。2025年度以降の国のプライマリーバランス対GDP比は、後述するように（高齢化による社会保障給付費の増加等を踏まえると）中期的に▲2.6%程度以上の赤字が見込まれるため、単純計算では対GDP比で+4.8%Pt程度以上の国のプライマリーバランス改善が必要になる。簡易的に金額換算すると30兆円程度、消費税率換算で15%Pt弱程度の引き上げが必要になる計算だ。

これはあくまで超長期的な政府の予算制約式から導き出される理論的な関係（ドーマー条件）を用いた機械的な試算であり、現実的に15%もの消費税増税が短期的に実施されることは考えにくい。しかし、既に国債残高が対GDP比で高水準に達している日本において、長期金利が名目成長率を上回るような状況を想定した場合、国債残高の対GDP比を上昇させないためには相当思い切った財政運営が求められることをこの試算は意味している。仮に、消費税率が15%Pt引き上げられるとすれば、消費税増税がない場合と比べて、GDPは▲4%程度低下すると試算される（図表6）。「財政破綻」が避けられたとしても、国民生活に大きな負の影響を及ぼす可能性が高い。

なお、国債残高対GDP比の水準が高いほど、あるいは金利が名目GDP成長率を上回る幅が大きいほど、国債残高対GDP比の水準を維持するために必要なプライマリーバランスの改善幅は大きくなる（図表7、図表8）。少しでも金利や国債残高対GDP比の水準が低い間に財政健全化を進めた方が、追加的に必要となる歳出削減・増税・社会保険料増額を結果的に抑制できるということであり、国民の「痛み」を小さくする観点からはなるべく早期に財政収支を改善することが合理的であると言える。

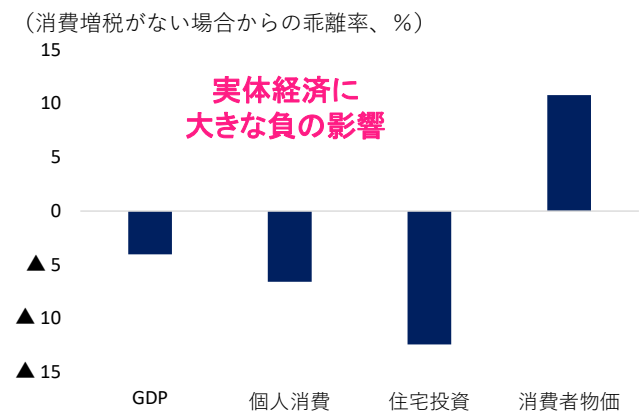
もちろん、本稿の想定ほど長期金利が上昇せず、長期金利が名目GDP成長率を下回って推移するシナ

図表5 債務残高対GDP比を維持するために必要な
プライマリーバランスの改善幅（理論値）



（出所）財務省等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表6 消費税率15%引き上げの影響



（注）内閣府経済財政モデル（2018年度版）を用いて試算
（出所）財務省等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

リオも考えられる。しかし、その場合に財政再建が必要ないのかと言えば、そうではない。金利が名目GDP成長率を下回るケースとして、例えば長期金利が1.1%（財務省が国債費の想定金利に従来用いた水準）、名目GDP成長率が1.5%程度で推移すると想定し、前述した国のプライマリーバランス赤字（対GDP比で▲2.6%程度）が継続する場合、国債残高対GDP比の収束値は652%と計算され（図表9）、事実上「発散」していると市場に捉えられるリスクがある。国債残高の対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、国債残高が経済規模を大きく上回るスピードで増加し続ければ、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。国債に対する信任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だろう。国債に対する信任が保たれている状況だからこそ金利が抑制されるのであって、金利が上昇しないからといって「財政健全化は不要」というのは本末転倒である。

3. 金利上昇のトリガーとなり得る懸念材料は多い。「悪い金利上昇」のリスクも

本稿で想定した金利上昇は、潜在成長率上昇による景気拡大と、安定的・持続的な賃金・物価上昇が実現した上での金融政策正常化による「良い金利上昇」である。しかし、例えば景気の回復力が弱い中で、財政不安が拡大して日本国債のリスクプレミアムが上昇するといった「悪い金利上昇」が起きてしまった場合、日本経済に対するネガティブな影響はより大きくなる。

こうした「悪い金利上昇」は、2010年前後に発生した欧州の債務危機に近いイメージであるが、日本の場合は過剰とも言える貯蓄が国内に滞留し、世界最大の対外純資産国でもある点で欧州とは大きく事情が異なる。資金調達を海外に依存していないため、ギリシャのような財政危機に陥るリスクは現時点では小さいだろう。しかし、中期的に高齢化の下で家計貯蓄が縮小し、産業競争力の低下等で

図表 7 長期金利・名目経済成長率と足元の債務残高対 GDP 比維持に必要なプライマリーバランス対 GDP 比

金利が高く、成長率が低いほど、
厳しい財政運営を迫られる

		長期金利		
		3%	4%	5%
名目成長率	2%	1.8%	3.6%	5.4%
	3%	0.0%	1.8%	3.6%
	4%	-1.8%	0.0%	1.8%

(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 8 「長期金利－名目経済成長率」・債務残高対 GDP 比と債務残高対 GDP 比維持に必要なプライマリーバランス対 GDP 比

債務残高対GDP比が大きく、
金利と成長率の差が大きいくほど、厳しい財政運営

		長期金利－名目成長率		
		0.5%	1.0%	1.5%
債務残高対GDP比	100%	0.5%	1.0%	1.5%
	200%	1.0%	2.0%	3.0%
	300%	1.5%	3.0%	4.5%

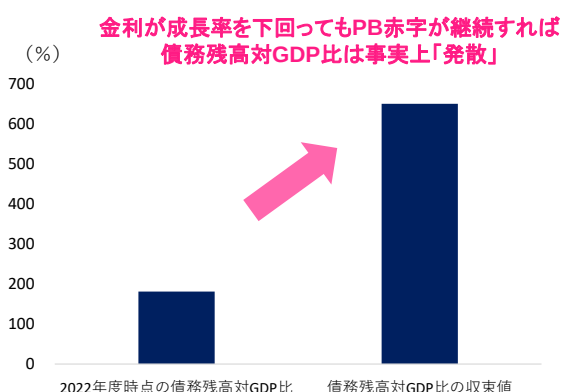
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

経常収支が赤字に転じれば、いずれ資金調達を海外に依存せざるを得なくなる可能性も否定は出来ない（図表10のとおり、中期的なISバランスの見通しについては、政府部門は利払費の増加で資金不足幅が拡大するほか、企業部門も設備投資が堅調に推移することで2020年代終盤に資金不足に転じ、国内非金融部門全体で資金不足が拡大していくと見込んでいる⁸⁾）。実際、2010年代以降、生産拠点の海外シフト等に伴い、日本はかつてのように貿易黒字を稼げる国ではなくなっている。さらに、坂中（2024）が指摘しているように、近年は通信・コンピューター・情報サービスや研究開発・コンサルティングなど、いわゆる知識集約型産業を中心に海外からのサービス輸入も拡大傾向で推移している。人手不足でインバウンド需要を十分取り込めず、サービス輸出が伸び悩む一方、IT投資の増加等に伴いデジタル関連のサービス輸入が増加すれば、サービス収支の赤字が拡大していく可能性もある。

また、これまでは家計（・企業）部門の貯蓄が政府部門の赤字を補填する（家計の預貯金が金融機関・日本銀行を通じて国債購入に回る）構造が「均衡」状態として継続してきたが、「貯蓄から投資へ」の動きが進展する中で、家計が金融資産を現預金からインフレ下で実質ベースの収益率が高いリスク性資産（株式・投資信託）に振り向ける動きが加速することも考えられる（図表11）。昨今の物価高・円安を受けて、現預金・円建て資産に偏った資産保有のリスクが意識されたことで、今後、本稿の想定以上に急速なペースでリスク資産・外貨建て資産への資産シフトが起こる可能性も否定はできないだろう（ある種の「キャピタルフライト」が起こる可能性があると言い換えてもよいかもしれない）。国債安定消化への懸念が高まれば、金利が急激に上昇してしまうリスクも皆無ではない。

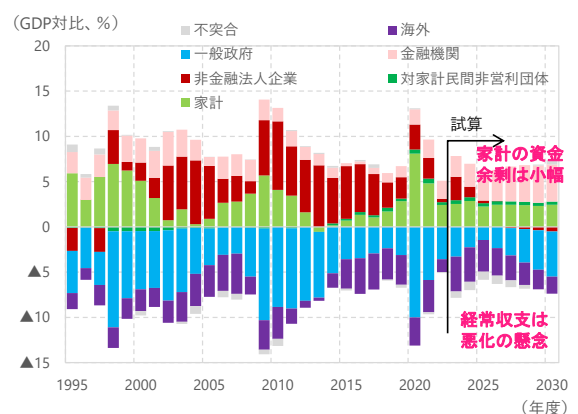
日本銀行の国債保有比率が低下する一方で、中期的に国債の海外保有比率上昇が高まれば、財政の信任低下と相まってリスクプレミアムの上昇要因となるリスクもある。本稿では、日本銀行のバランスシート縮小の大部分が金融機関（特に生損保）の保有増で穴埋めされると想定しているが、海外保有比率が本稿の想定（2030年度時点で10.7%）を上回って増加する可能性も十分にある。国債保有者分散の観点で国債管理政策に利する面がある一方、日本国債のホームバイアスが縮小し、グローバルに分散投資する海外投資家の保有比率が大きく上昇した場合、より高いプレミアムを要求されやすくなり、国債市場の変動が大きくなるリスクがある点には留意が必要だ。中期的な財政運営を考える上では、こうした「悪い金利上昇」のリスクにも目配りする必要があるとあり、海外投資家等からみた財政に

図表 9 プライマリーバランス赤字が継続した場合の国の債務残高対 GDP 比



（出所）財務省等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 10 部門別の貯蓄・投資バランス



（出所）日本銀行等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

対する信任の確保が一層重要になるだろう。

4. 段階的な消費税増税、長寿化に対応した社会保障改革等で中期的な財政収支改善を

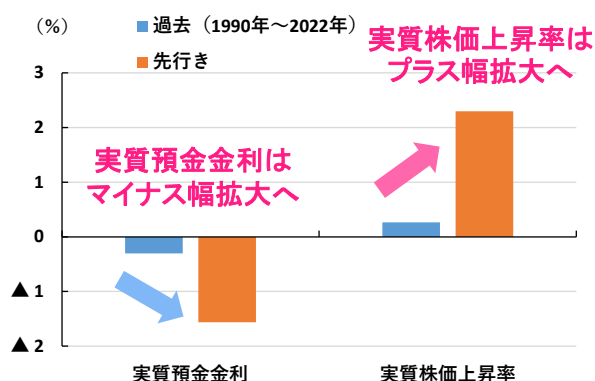
前節までの議論を踏まえれば、金利上昇リスクを見据えた財政収支の改善は「待ったなし」と言えるだろう。

名目経済成長率が高まって税収が増加しても、それ以上に歳出が増加してしまえばプライマリーバランスは改善しない。賃金・物価が持続的に上昇するとなれば、人件費等の上昇に伴い公共事業関係費や文教及び科学振興費等の歳出額（名目額）にも増加圧力が働くだろう⁹。また、近年の財政運営は、当初予算で歳出を抑制した形にして補正予算で（補正予算の本来の趣旨に馴染まない分野の支出も含めて）歳出を大幅に膨らませる構図が続いている（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り、歳出拡大の「抜け道」となっている）¹⁰。こうした「補正回し」の常態化を解消しない限り、プライマリーバランスの改善は進まない可能性が高い。まずはコロナ禍以降に膨張した財政を「平時」に戻した上で、財政秩序の回復に向けた姿勢を示す必要があるだろう。

高齢化の進展で社会保障費の増加が不可避である点も踏まえれば、増税等の特段の追加的な政策対応がなされない場合、自然体では政府（国）のプライマリーバランスは2025年度以降2030年度にかけて▲2.6%以上の赤字が残ると見込まれる（図表13）¹¹。プライマリーバランスが赤字のままで金利が名目成長率を上回ってしまえば、前述したように国債残高対GDP比は発散に向かうリスクが高まってしまう。

「金利のある世界」における国の公債残高対GDP比の見通しを示したのが図表14だ。前述したように短期的には金利上昇が利払費増加に直結するわけではないことから、国債残高の対GDP比は2030年度時点で急激な上昇には至らない絵姿となっているが、それでも2020年代後半には上昇トレンドが強まることが確認できる。より長い時間軸で先行きを考えれば、自然体では国債残高の対GDP比は累増

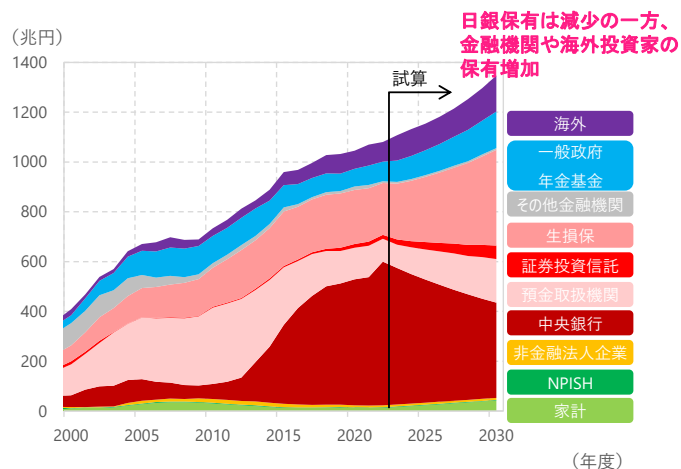
図表 11 預金金利と株価上昇率（実質）



（注）株価上昇率（4.3%）は「名目GDP経済成長率2.3%+EPSの名目GDP成長率超過幅2.0%」で算出。実質ベースでは先行きの普通預金金利は▲1.6%、株価上昇率は2.3%

（出所）日本銀行、総務省より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表 12 国債の保有者別内訳



（出所）日本銀行等より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

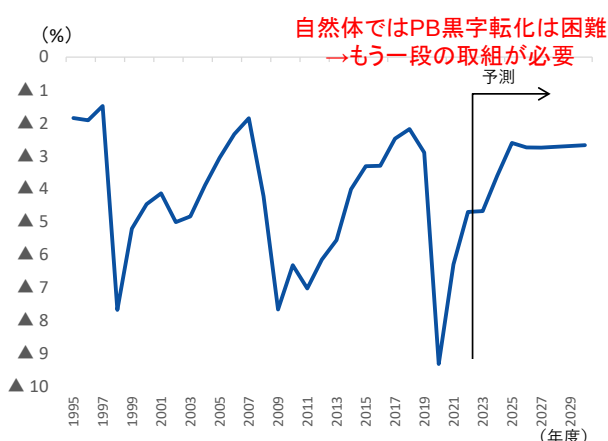
の一途をたどり、「発散」に向かうことになる。この点、政府（内閣府）の中長期試算における「成長実現ケース」はTFP上昇率がデフレ状況に入る前の期間の平均1.4%程度まで高まり、中期的に実質2%・名目3%程度の成長と2%物価目標の達成が実現することを想定している一方で、門間（2024）が指摘しているように長期金利が2030年度頃まで2%台にとどまるとの想定が置かれており、「高成長で財政再建は可能」という安易な印象を抱かせてしまう点に問題があるだろう。高い経済成長率が実現するに越したことはないが、金利が大幅に上昇する状況下では、追加的な財政収支の改善努力がなされない限り高成長だけでは財政再建は困難である。増税・社会保険料増額あるいは歳出削減等によりプライマリーバランスを中期的に改善させていく必要があるだろう。

以下、歳入・歳出の両面から、必要な政策対応案について考察する（いずれも国民的な議論が必要であり、最終的には国民の「選択」に委ねられるが、いずれか一つの施策だけで財政再建が達成されるわけではなく、それぞれの取組みを同時に進めることが必要であると考えられる）。

（１）消費税の利点に対する理解を深めた上で、段階的な消費税増税は選択肢

歳出については、EBPM（エビデンス・ベースト・ポリシー・メイキング、証拠に基づく政策立案）の推進により、より付加価値を生み出すような支出に重点化するなど、歳出の効率化を徹底することが必要だ。ただし、日本の財政赤字の主因はかつての公共事業から社会保障にシフトしており、抑制が困難な社会保障費・国債費の増加が一般会計歳出増の大部分を占めることから（図表15のとおり、1990年度対比で歳出は約46兆円増加しているが、そのうち社会保障費が約26兆円、国債費が約13兆円の増加となっている）、予算が硬直化しつつあると言える状況だ。特例公債の発行から脱却していた1990年度対比でみると、普通国債残高が増加した要因のうち7割程度を社会保障関係費の増加と税收減が占めており、循環的な要因よりも人口動態による構造的な要因（高齢化による社会保障費増加と少子化・生産年齢人口減少による税收の下押し）が継続的な財政赤字・公債増加につながる構図となっている。これからさらに高齢化が進み、中期的に社会保障費の増加が不可避であるという構造的な課

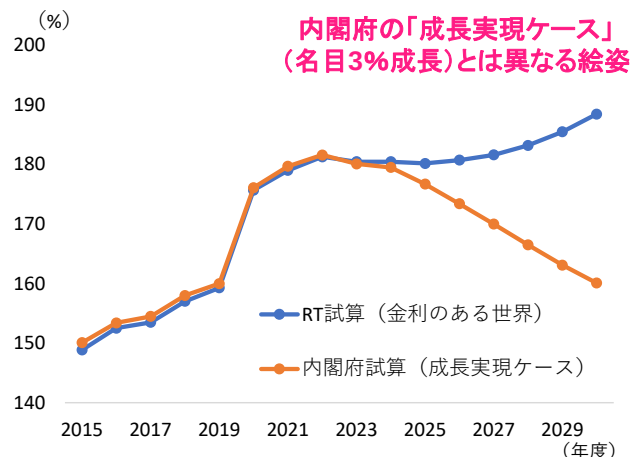
図表 13 国のプライマリーバランス対 GDP 比



（注）中央政府のプライマリーバランス対名目GDP比。税收については名目成長率対比の弾性値は均してみれば概ね1.1程度を想定。社会保障給付費については政府の見通しを踏まえ、3%弱の伸びで推移すると想定

（出所）財務省、内閣府等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 14 国の公債残高対 GDP 比



（注）内閣府試算の「成長実現ケース」は実質で2%程度、名目で3%程度の経済成長を想定

（出所）財務省、内閣府等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

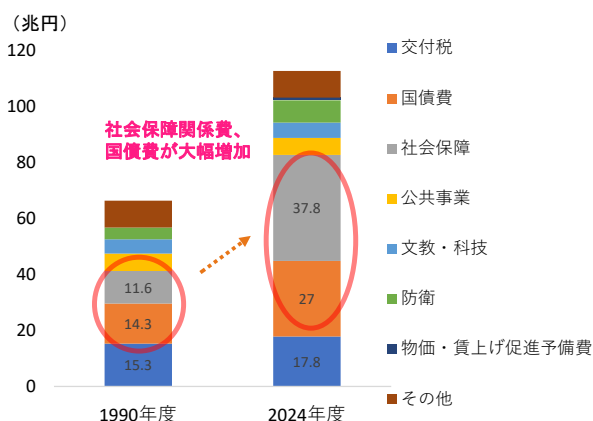
題を抱えている点を踏まえると、歳出削減だけでは財政収支の改善効果に限界があり、増税・社会保険料増額等による歳入の増強が必要になると考えられる。

政府による社会保障給付の中期見通し¹²によると、高齢者人口がピークを迎える2040年の社会保障給付は190兆円まで増加する見通しである。2025年にはいわゆる「団塊の世代」の全員が75歳以上の後期高齢者になるが、75歳以上になると1人当たりの医療や介護費用が急増するため、社会保障給付の増加が加速する。2025年度から2040年度までに社会保障給付費が50兆円程度増加する計算であり、消費税率の引き上げ幅を抑制する場合は、社会保険料の大幅な引き上げが必要になるが、保険料のみでは負担が現役世代に集中してしまう。それを避けるために自己負担額を大幅に増やすと、そもそもの社会保障機能が阻害されるおそれもあるだろう。

社会保障の受益と負担の在り方は、最後は国民の選択の問題であり、政府は「選択肢」を示しながら国民に丁寧に説明する必要がある。社会保障の一定の質（給付）を維持しつつ、安定財源を確保する観点からは、消費税の増税を巡る議論は避けて通れないと筆者は考える。一方で、消費税率の急激な引き上げは先にみた図表6のとおり経済に大きな影響を及ぼし、むしろ家計の将来不安を高めることにもつながりかねない。図表16のとおり、国民の間では消費税について「景気に悪影響」「逆進的で不公平」という負のイメージが強い。国民の期待所得を引き上げる政策を講じた上で、消費税の利点に対する理解を深め、増税への納得感を得ることも必要になるだろう。

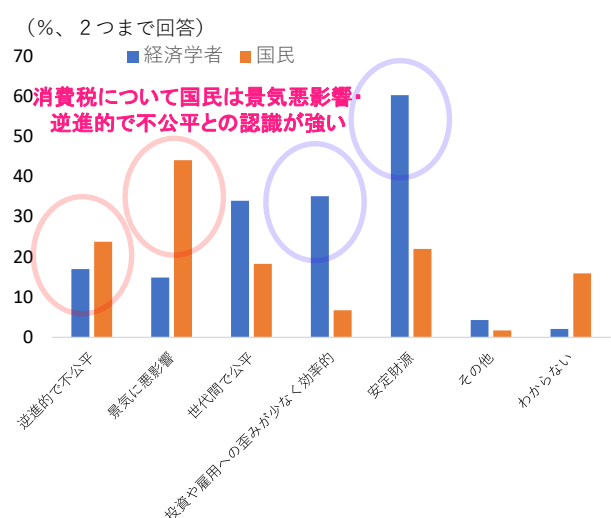
図表17のとおり、消費税は社会保険料（あるいは所得税）と比較して、高齢者も負担するため現役世代の負担を相対的に抑制することが可能であり、社会保障・少子化対策等の財源として望ましい（法人税については賃上げ・投資促進等の観点から慎重に検討する必要がある）。また、「消費税は逆進的である」との批判については、消費水準は現時点での所得ではなく生涯所得から決まるという考え方も可能であり、消費税は必ずしも所得対比で「逆進性」があるとは言えない。過去に稼得した所得に基づく貯蓄を取り崩して比較的高水準の消費を行っている場合、現時点での所得は低い（現時点での

図表 15 一般会計歳出の内訳



(注) 2024年度は当初予算
(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 16 消費税に対するイメージ



(出所) 東京財団「経済学者及び国民全般を対象とした経済・財政についてのアンケート調査」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

所得対比でみた消費税負担割合は高い) が、高水準の消費の背景には生涯所得の高さがあるわけであり、生涯所得に対して比例的であると考えれば消費に着目して課税するのは合理性があるとも考えられる(遺産等を見れば生涯所得と生涯消費は一致し、高齢者の消費に着目して課税するのもこうしたライフサイクル的な想定に基づくものである)。経済への急激な影響を回避する観点からは、税率を段階的に小刻みに引き上げていくことも選択肢になるだろう(複数年ごとに1%前後の増税を行う等)。経済への過度な影響を回避しつつ、市場から財政規律の信任を得ることが肝要だ。

(2) 健康寿命の延伸を踏まえた社会保障制度改革(給付対象年齢の引き上げ等)

歳出面については、前述したように、高齢化という人口動態を受けた社会保障給付費の増加が構造的な課題となる。日本の「財政問題」はほぼ「社会保障問題」と言い換えてもよい状況であり、高齢化が進む中で社会保障給付費が増加すること自体は避けられない(前述したように消費増税を軸とした歳入確保は不可欠である)にしても、増加ペースをいかに抑制するかについては検討の余地がある。

例えば医療支出についてはジェネリック医薬品やOTC医薬品(一般用医薬品)の使用推進、リフィル処方箋の利用促進といった取組みが考えられるが、筆者は、健康寿命を軸とした社会保障制度改革が鍵になると考えている。日本人の健康寿命は、平均寿命とともに中期的に延び続けている(図表18)。健康寿命の延伸に合わせて、「高齢者」の定義を修正し、社会保障給付の対象年齢を引き上げることは合理性があるだろう。例えば、長寿化に伴う就労期間の延伸に合わせて、年金については支給開始年齢の一層の引き上げを検討する余地がある(例えば、島澤(2023)は、公的年金については75歳以上の高齢者に毎月15万円給付する「基本年金」を創設し、現在の報酬比例部分は私的年金に置き換えることを提唱している¹³⁾ほか、医療給付についても現在は75歳以上が対象となる後期高齢者医療制度の開始時期を段階的に引き上げることも選択肢であろう(例えば、中沢他(2015)は、平均余命の伸長に伴う健康期間や就労期間の長期化に対応した医療保険、介護保険、公的年金の給付対象年齢の引き上げ等を想定した場合、2060年時点で医療・介護・年金を合わせた支出費用がGDP比で約2.3%抑制されると推計している。そのほか、島澤(2023)は、75歳以降の自己負担割合を段階的に引き上げることを提唱している)。また、予防医療の拡充等(AIの活用による患者モニタリングの効率化等を含む)により不健康期間(平均寿命と健康寿命の差)を縮小させることができれば、医療費や介護費の更なる抑制につながる可能性もある。

図表17 消費税と社会保険料の比較

	社会保険料	消費税
制度機能	保険原理(リスクシェア)	所得再分配(税収を財源として社会保障に活用)
世代間の公平性	×(現役世代の負担が大)	○(高齢者も負担)
経済活動への中立性	×(所得税と同様、歪みが大)	○(経済活動に与える歪みが小さい)
企業への影響	×(企業負担あり。国境調整なし)	○(転嫁を予定。国境調整あり)
政治リスク	○(税に比べ反発が小さい)	×(国民の反発大)

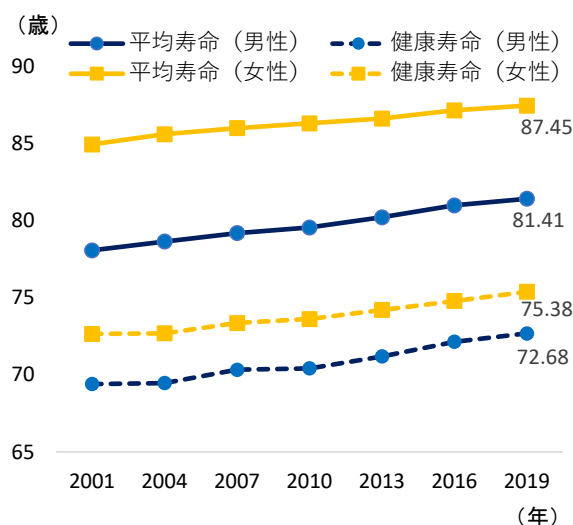
(出所) みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

(3) 移民の受け入れ拡大に向けた社会的な準備も不可欠

財政・社会保障制度の持続可能性を確保する上で、移民の受け入れ拡大は重要な選択肢だ。国立社会保障・人口問題研究所の「将来推計人口」（令和5年推計）によれば、外国人入国超過数の直近トレンド（コロナの影響を除く2016～19年の平均、年間16.4万人）を維持できれば、2070年の外国人人口は940万人（総人口の10.8%）と2020年国勢調査（275万人、総人口の2.2%）対比で3.4倍に増加し（図表19）、人口減少の速度を緩めることが可能となる。同推計では、前回推計（平成29年）から合計特殊出生率が低下する中でも外国人人口の上振れにより総人口は上方修正されており（2065年時点で前回推計の総人口は8,808万人に対し、今回推計では9,159万人となっている）、同推計が公表される前まで少子高齢化による影響が懸念されていた年金財政についても厚生労働省は「前回の推計と比べて出生率は低下してマイナスの影響を与える一方、外国人の増加はプラスの影響を与える。推計全体では今後100年程度の動向は大きく変化していないため、影響は限定的」との見方を示している。移民の受け入れ拡大により、労働力の増加を通じて潜在成長率が押し上げられることに加え、所得税や消費税など税収の増加も期待できる（例えば、İmrohoroglu et al. (2015)は、毎年20万人の外国人労働者が10年の滞在を前提として受け入れられ、日本人と同じ平均賃金を稼ぐと仮定した場合、2070年時点において消費税率換算で2～4%程度の財政負担軽減につながると試算している）。

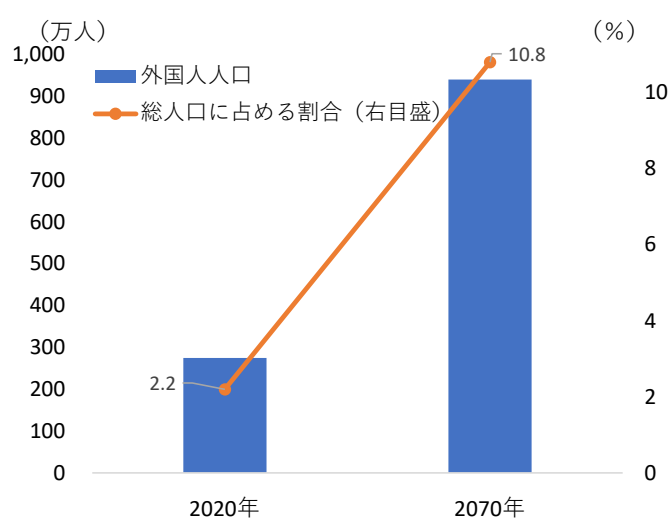
日本の将来の人口動態を踏まえれば、移民（特に生産年齢人口）の受け入れ拡大は、好むと好まざるとに関わらず、もはや重要な国家戦略として考えざるを得ないと筆者は考えている（上記の厚生労働省の見解を逆に解釈すれば、外国人入国超過数が下振れた場合は年金財政への影響が避けられないことになる）。しかし、国際的な移民獲得競争が激化する中、上記のような年間16.4万人の外国人入国超過数のペースが持続できるかどうかは不確実性が大きい。事実上無期限の在留や家族の呼び寄せが可能となる「特定技能2号」の外国人労働者の受け入れ拡大を進めるとともに、「日本語の壁」解消、教育機関の拡充、賃金水準の上昇等、外国人が安心して定住できる環境整備が必要になるだろう。上記推計のように「10人に1人以上が外国人」とであるという状況が実現する可能性に備え、外国人と共

図表 18 健康寿命・平均寿命



（出所）厚生労働省資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 19 外国人人口



（出所）国立社会保障・人口問題研究所「将来推計人口」（令和5年推計）より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

生するための社会の在り方（多文化共生）や慣行の見直し等を含めた準備を進めることが求められるのではないだろうか。

5. 社会保障制度の持続可能性確保と合わせ、国民の所得向上が将来不安軽減の鍵

2020年の日本世論調査会の調査によれば、社会保障制度について「安心できない」「あまり安心できない」との回答が8割超に上っている。若者は将来自分が年金をそれほどもらえないのではないかと、医療・介護の自己負担が大幅に増えるのではないかと、といった将来不安を抱えているのだろう。現役世代だけでなく、担税力のある高齢者を含めて、国民負担を分かち合うための国民的な議論が不可欠だ。前述したように、消費税増税により高齢者にも相応の負担を求めること等を通じて、社会保障制度の持続可能性を高めることが、若者の将来不安の解消にもつながるだろう。

もちろん、将来不安を軽減・解消するためには、財政・社会保障制度の持続可能性を確保することに加え、財源確保のための増税に耐えられるだけの十分な所得形成を実現することが必要である。財政改革（消費税増税や社会保障費抑制）だけでは、将来の期待所得の減少を通じて、現在の景気にかえって悪影響を及ぼすリスクがある。人々の将来不安を払拭するためには、新NISA（少額投資非課税制度）等による資産形成の促進、健康寿命の延伸・リスクリングによる高齢労働者の活用、リモートワークの進展等による育児しながら働ける環境の整備など、家計の可処分所得の引き上げに向けた取り組みを合わせて促進することが重要だ。

例えば、前述した健康寿命の延伸に伴い、リスクリングとセットで就労期間を延ばすことができれば、個人単位では可処分所得が増加して将来不安が軽減されメリットがあり、社会全体でも潜在成長率が高まるとともに、税収・社会保険料の増加が見込まれる。

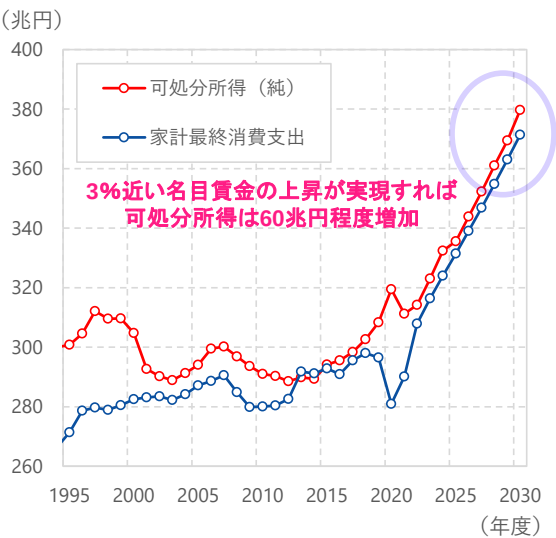
また、若年世代を中心とした所得の向上は出生率の改善にもつながり、長い目でみれば財政・社会

図表 20 少子化対策の効果（政府試算）

施策	出生率上昇幅	2060年時点の人口増加効果
・家族関係社会支出(児童手当等の現金給付、保育サービス等の現物給付)の拡充 ・高等教育の公的支援の拡充 ・住宅支援の拡充	GDP比1%(約5兆円)程度の支出増で0.05~0.1程度上昇	90~180万人程度増加
・男性の家事参加の増加	OECD平均並みまで家事時間の男女格差改善で0.1程度上昇	180万人程度増加
・若年世代の所得向上 子育て世帯への給付よりも少子化対策としての効果大	2%賃上げ継続で0.1程度上昇 +若年層への分配強化で0.1程度上昇	370万人程度増加

(出所) 経済財政諮問会議(2023年4月26日)の有識者議員提出資料より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 21 可処分所得（持続的な金利上昇と賃金上昇を織り込んだ試算）



(注) 名目賃金が中期的に2.8%で伸びると想定した場合の試算

(出所) 内閣府等より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

保障制度の持続可能性を高めることにも寄与するだろう。政府の試算では、男性の家事参加や若年世代の所得向上が（子育て世帯向けの給付以上に）出生率改善につながる可能性が示されている（図表18のとおり、2023年4月26日の経済財政諮問会議において、有識者議員より、男性の家事参加の増加により2060年時点の人口が180万人程度、若年世代の所得向上により同370万人程度増加するとの試算が紹介されている）。「人への投資」の促進や、働きながら子育てできる環境整備により、中期的に家計所得を増加させるとともに、出生率の低下に歯止めをかけることが重要だ¹⁴。

宮寄他（2023）は、デジタル化の促進や「人への投資」等により労働生産性が+0.3%Pt程度上昇すれば、中期的に名目賃金の3%程度の上昇が実現すると想定している。3%程度の名目賃金の持続的な上昇が実現すれば、金利上昇による財産所得の増加と相まって、家計の可処分所得は2022年度対比で2030年度までに60兆円程度増加すると試算され（図表19）、消費増税の段階的な引き上げにも耐えられるだけの経済環境が整いやすくなるだろう。

これまで低金利環境が長く続いたことで、金利上昇によるリスクは社会全体で真剣に議論されてこなかった面がある。しかし、いよいよ「金利のある世界」の到来が現実味を増し、「悪い金利上昇」が発生するリスクも考えれば、金利上昇リスクに備えておくことはやはり必要であろう。問題が顕在化する前に対応を検討しておくことがリスク管理の要諦であることを忘れてはならない。中長期的に家計所得が増加するとの期待を醸成し、出生率の低下に歯止めをかけるとともに、財政改革（段階的な消費税率引き上げ等）により市場から財政規律の信任を確保し、社会保障の持続性に対する国民の懸念を払拭することが求められる。

[参考文献]

- オリヴィエ・ブランシャール（2023）『21世紀の財政政策～低金利・高債務下の正しい経済戦略～』、田代毅訳、日本経済新聞出版、2023年3月17日
- 坂中弥生（2024）「拡大が続く日本の「デジタル赤字」—2023年経常収支は改善も、今後はIT関連の対外支払増が重石—」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『Mizuho RT EXPRESS』、2024年2月26日
- 島澤諭（2023）『教養としての財政問題』、ウェッジ、2023年5月19日
- 中沢伸彦・中澤正彦・佐藤潤一・酒井才介・米田泰隆（2015）「“平均余命の伸長と社会保障の長期推計：長寿化による財政再建”」、KIER Discussion Paper、2015年6月、No.1503
- 中信達彦・西野洋平（2024）「金利上昇は家計にとってプラスか—「金利のある世界」における家計への影響試算—」、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2日
- 服部直樹・坂中弥生・中信達彦（2023）「日本企業は金利上昇に耐えうるか—「金利のある世界」における企業利益への影響試算—」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2023年11月30日
- 宮寄浩・上村未緒・白井斗京・酒井才介・服部直樹・中信達彦（2023）「「金利のある世界」への日本経済の適応力」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほレポート』、2023年11月21日
- 門間一夫（2023）「物価2%で政府の借金軽減？～「中長期試算」のマジックとは～」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『門間一夫の経済深読み』、2024年2月26日

- ¹ 第2次世界大戦末期（GNP比204%）を上回る水準となっている。
- ² 国債残高が累増しても利払費が増えないため、財政運営にとって「追い風」となっていたのは事実であろう。民間需要が弱い局面では、政府が低金利で資金を調達して財政出動で景気を下支えすることも正当化される余地があったと筆者も考えている。一方で、マイナス面としては、財政支出に伴うコスト意識が低下してしまうことで、財政規律が働きにくくなる点が指摘できる。これまで歳出が当たり前のように膨張し続け、一般会計の歳出・税収の差である「ワニの口」の拡大に歯止めがかからないことがその証左ではないだろうか。
- ³ 「金利のある世界」における自然利子率（0.8%）と予想インフレ率（2.0%）の合計（2.8%）が、2%の物価安定の目標と整合的な政策金利の水準であると想定している。詳細は宮寄他（2023）を参照されたい。
- ⁴ 量的緩和導入（2001年3月）以降の長短スプレッド（長期金利－無担保コールレート）の中央値である0.75%Ptを政策金利に対する長期金利のプレミアムと想定し、「金利のある世界」の長期金利水準を $2.75\% + 0.75\%Pt = 3.5\%$ と求めた。詳細は宮寄他（2023）を参照されたい。
- ⁵ 潜在成長率が欧米ほど高まらない日本では、名目成長率が長期金利を持続的に上回りにくい。1995年度からコロナ禍前の2019年度までの平均値でみると、長期金利は1.2%、名目GDP成長率は0.4%程度と、長期金利が名目GDP成長を大幅に上回っている。
- ⁶ 国債の償還・利払いを除く社会保障や公共事業などの行政サービスを提供するための経費である政策的経費を、税収で賄っているかを示す指標である。
- ⁷ 2022～2030年度で均してみた場合の税収の名目成長率対比の弾性値は1.1程度と想定している。主要税項目別では、所得税収は雇用者報酬に連動して増加すると想定したほか（2024年度の所得税減税は別途に考慮）、消費税収は消費税率10%の下で個人消費に連動して増加すると想定。法人税収は企業収益に黒字法人比率と実効税率を加味して推計している。
- ⁸ 家計部門については、賃金の持続的な上昇に加え、金利や株価が上昇することに伴う利息・配当収入の増加が所得の押し上げ要因になる一方、高齢化の進展が資金余剰の縮小要因になることで、小幅な資金余剰が続くと見込んでいる。
- ⁹ 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・物価上昇の実勢に合わせて上方修正する形で見直される可能性がある。
- ¹⁰ 近年はコロナ禍への対応・物価高対策等で「桁違い」の規模の補正予算編成が続いた（2020年度は73兆円、2021・22年度も30兆円台が継続）。経済活動が正常化に向かいつつあった2023年度においても13兆円規模の追加歳出を計上している。
- ¹¹ 医療や介護等の社会保障給付費については、内閣官房・内閣府・財務省・厚生労働省が公表した「2040年を見据えた社会保障の将来見通し（議論の素材）」（2018年5月21日）を踏まえ、+2.8%程度の伸び率で延伸している。
- ¹² 内閣官房・内閣府・財務省・厚生労働省「2040年を見据えた社会保障の将来見通し（議論の素材）」（2018年5月21日）。
- ¹³ これにより就業形態による公的年金制度の格差が解消されるほか、基本年金を全額国費（消費税等）で賄うことで、75歳以上の高齢者への生活保護支給は不要になると島澤（2023）は主張している。
- ¹⁴ ただし、出生率改善の効果が顕在化するまでには長期間（20年超）を要するため、財政・社会保障制度の持続可能性を確保する上で、前述したように移民の受け入れ拡大も同時に進めていく必要があると考えられる。

【PR】YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！（「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です）

～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/mailmagazine/research/index.html>



（QRコードはデンソーウェーブの登録商標です）

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

(03-6808-9022, 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。