

調査レポート

ストックからみた日本の財政状況

～物価上昇により政府の負債残高対 GDP 比が低下～

調査部 主席研究員 中田一良

- 一般政府が保有する金融資産の多くは中央政府と社会保障基金が保有するものであり、社会保障基金の金融資産の大部分は公的年金積立金である。一般政府の負債のほとんどは中央政府と地方政府のものであり、特に中央政府の規模が大きい。一般政府の中で、金融資産、負債とも規模が大きいのは中央政府である。
- 中央政府の負債の多くは国債・財投債であり、金融資産は、対外証券投資、現金・預金、出資金が含まれる持分等・投資信託受益証券などが中心である。2024 年度末時点で外貨準備として保有している対外証券投資などの対外資産の合計は金融資産全体の約 5 割を占めている。
- 政府が保有する金融資産の中には公的年金積立金や外貨準備のように、特定の用途や目的に基づいて保有しているものがある。こうした資産が増加して政府の純負債残高対 GDP 比が低下しても実際には財政状況の改善につながっているとは必ずしも言えないことに留意する必要がある。
- 近年は対外資産などの金融資産の増加が純負債残高対 GDP 比の低下の一因となっているが、金融資産を考慮しない負債残高対 GDP 比も低下している。その主な要因として物価上昇や、金利上昇に伴う時価ベースでみた残高の減少があげられる。
- 高市政権は「責任ある積極財政」を掲げて、戦略的に財政出動を行っていく方針を示しており、歳出拡大の財源を確保するために国債が発行される可能性がある。現在のように物価上昇率が高い状況が続くという想定の下では、国債を発行して歳出を拡大させた場合、財政収支は赤字であっても債務残高対 GDP 比は悪化しない可能性がある。もっとも、今後、物価上昇が落ち着く中で実質 GDP 成長率を引き上げることができなければ、債務残高対 GDP 比の引き下げのために国債発行額の増加を抑制せざるを得なくなるだろう。

1. はじめに

日本の政府債務残高対 GDP 比は、世界的にみて非常に高い水準であり、財政は厳しい状況にあると言われている。他方、政府は多額の金融資産を保有しており、債務残高から金融資産残高を差し引いた純債務残高の GDP 比は、突出して高いわけではない。そのため、債務残高対 GDP 比が高くても、財政状況についてそれほど心配する必要はないという見方もある。

本稿では政府がどのような金融資産、負債を有しているのかを確認し、ストックからみた財政の現状と課題について述べる。ここでは、金融資産、負債の内訳を把握できる日本銀行「資金循環統計」を用いる。資金循環統計では金融資産、負債の残高は原則として時価で評価されており、資産価格の変動の影響を含むものである。

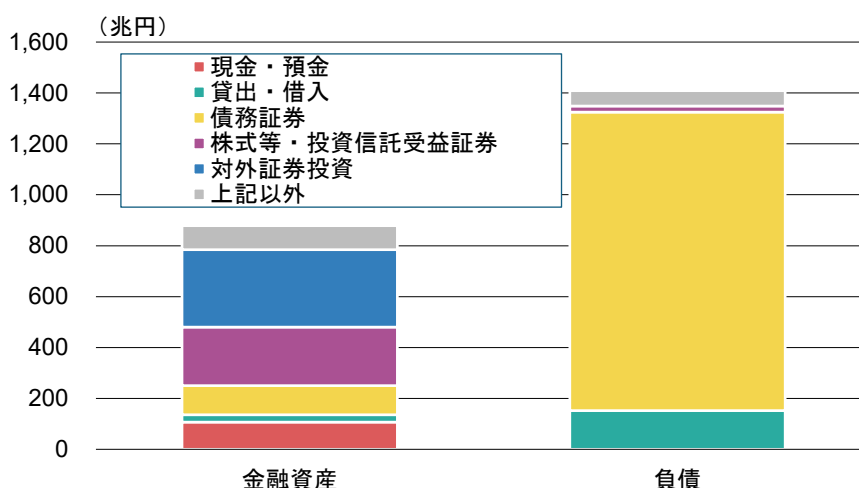
なお、財務省によると、国は 2023 年度末時点で道路や庁舎などの有形固定資産を約 200 兆円保有しているが、ストックで財政状況を議論する場合、非金融資産は考慮されないことが多いことから、本稿においても非金融資産を取り上げていない。

2. 一般政府の金融資産と負債

政府の債務残高について国際比較を行う場合、一般政府を対象とすることが一般的である。ここで、一般政府とは中央政府、地方政府、社会保障基金を合わせたものであり、中央政府には国の一般会計や外国為替資金特別会計をはじめとする一部の特別会計、独立行政法人などが含まれる。地方政府には地方公共団体の普通会計が含まれ、社会保障基金には公的年金や労働保険特別会計、健康保険組合などが含まれる。

日本の一般政府が保有している金融資産は、2024 年度末時点で約 880 兆円であり、出資金が含まれる株式等・投資信託受益証券、対外証券投資で全体の約 6 割を占める(図表 1)。負債は約 1,410 兆円であり、その大部分は債務証券である。

図表 1 一般政府の金融資産・負債(2024 年度末)



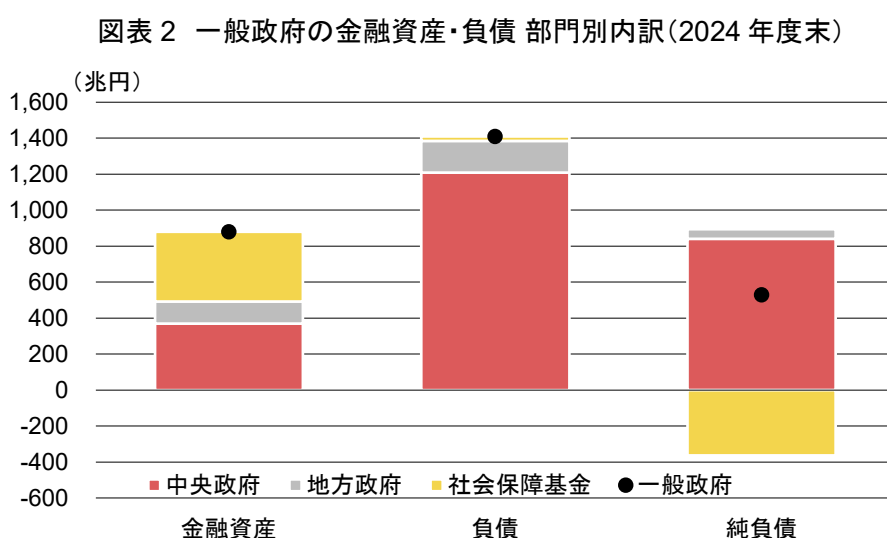
(出所) 日本銀行「資金循環統計」より作成

一般政府が保有する金融資産について部門別の残高をみると、中央政府は約 370 兆円、社会保障基金は約 380 兆円であり、両方で一般政府の金融資産の多くを占める(図表 2)。社会保障基金が保有する金融資産の多

くは公的年金積立金である。一般政府の負債について部門別の残高をみると、中央政府と地方政府でそのほとんどを占めており、特に中央政府の規模が大きい。中央政府の負債の多くは国債・財投債である。

一般政府の負債から金融資産を差し引いた純負債の部門別の残高をみると、社会保障基金は公的年金積立金などの金融資産を保有する一方、負債は少ないことから、純負債は約－360 兆円となっている。他方、中央政府は保有する金融資産の規模は大きいものの、それ以上に負債の規模が大きいため、純負債は約 840 兆円となっている。地方政府の純負債と合わせると約 890 兆円となるが、社会保障基金も合わせた一般政府の純負債は約 530 兆円であり、公的年金積立金により一般政府の純負債の規模が小さくなっていることがわかる。

このように一般政府の純負債は基本的には中央政府のものであることから、以下では中央政府に焦点を当てて、金融資産と負債についてみていく。

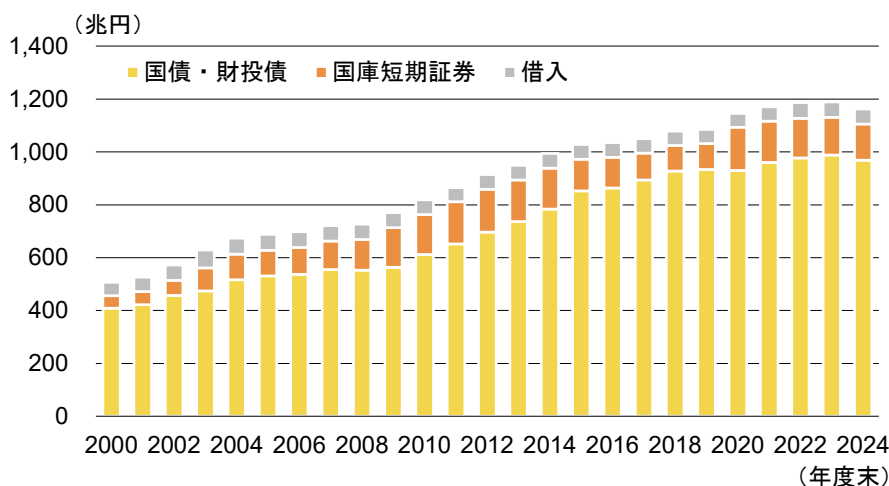


(出所) 日本銀行「資金循環統計」より作成

3. 中央政府の金融資産と負債

まず、中央政府の負債の内訳をみると、国債・財投債、国庫短期証券が中心であり、国債・財投債の規模がかなり大きい(図表 3)。国の一般会計において財政赤字が続く中、国債残高は増加し、新型コロナウイルスの感染が拡大した 2020 年度に負債が大きく増加した。負債はその後も増加が続いたが、2024 年度には 2000 年度以降で初めて減少した。

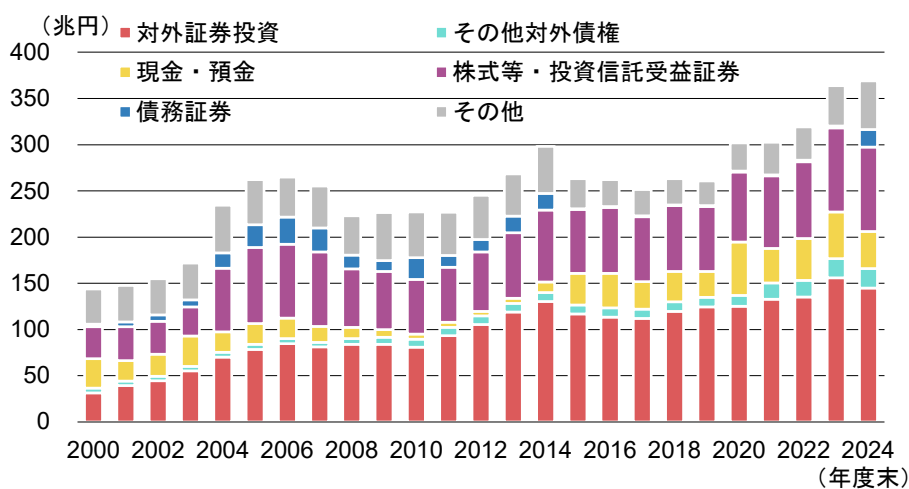
図表 3 中央政府の負債



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より作成

次に中央政府の金融資産の内訳をみると、対外証券投資、現金・預金、出資金が含まれる株式等・投資信託受益証券が中心となっており、中でも対外証券投資は長期的にみて増加している(図表 4)。また、外貨準備の一部である SDR などが含まれる、その他対外債権は、規模は大きくはないものの、近年は増加傾向にある。現金・預金の中には外貨準備の一部である外貨預金が含まれており、2024 年度末時点で対外資産の合計が金融資産全体に占める割合は約 5 割を占めている。

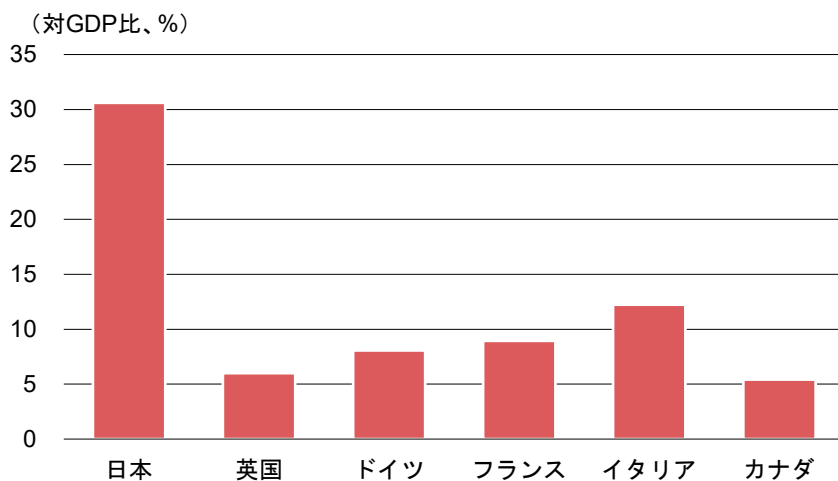
図表 4 中央政府の金融資産



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より作成

中央政府の金融資産において対外資産が多いのは、日本が 2024 年度末時点で約 190 兆円の外貨準備を保有しているためである。外貨準備対 GDP 比を他の主要先進国と比較すると、イタリアを除く他の国では 10%を下回る水準であるのに対し、日本は 30%を超えている(図表 5)。このように、日本は外貨準備を多く保有していることから、金融資産残高は為替レートの変動を受けやすい傾向にあると言える。

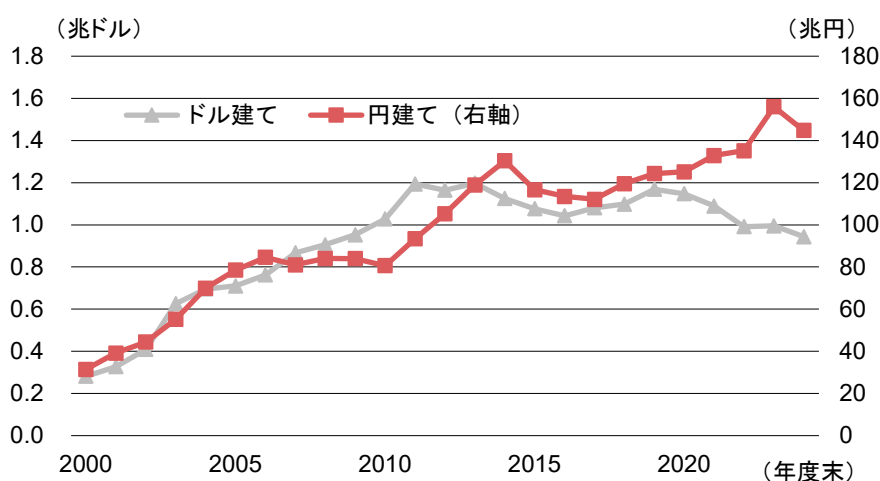
図表 5 外貨準備の国際比較(2023 年末)



(出所)IMF 資料より作成

外貨準備の多くを占めている外貨建て証券の推移をみると、ドル建てでは近年は減少傾向にあり、2024 年度末時点で 1 兆ドルを下回っている(図表 6)。他方、為替レートが 2023 年度にかけて円安に推移したことから円建てでは増加傾向で推移した。

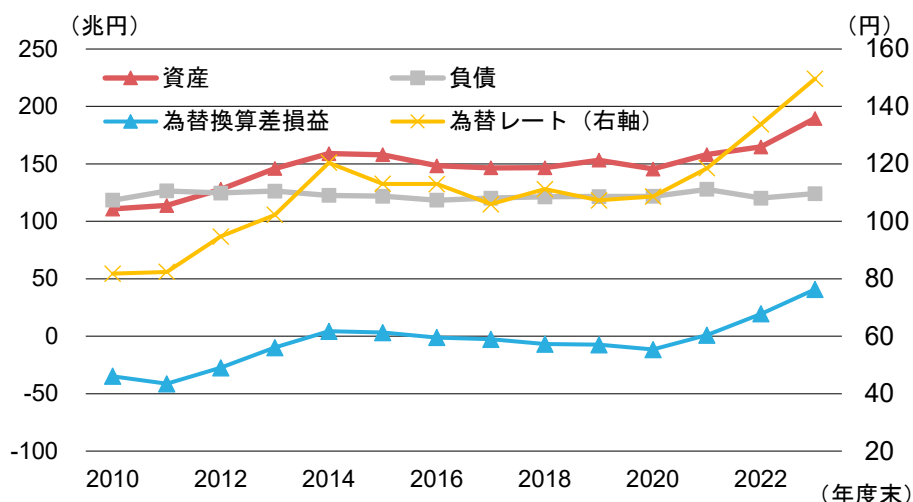
図表 6 外貨準備のうち外貨建て証券



(出所)財務省資料、日本銀行「資金循環統計」より作成

外貨準備を管理する外国為替資金特別会計では資産として対外証券等が計上されている一方、円売り・ドル買い介入を行う際に資金を調達するために発行された短期証券が負債として計上されている。資産と負債の推移をみると、負債は概ね横ばいで推移している一方、資産は 2021 年度以降、増加しており、この背景には円安による為替換算差損益の増加がある(図表 7)。こうした外国為替資金特別会計の円建てでみた金融資産の増加が近年の中央政府の金融資産増加の一因となっている。

図表 7 外国為替資金特別会計の資産・負債



(出所)財務省「特別会計ガイドブック」、日本銀行資料より作成

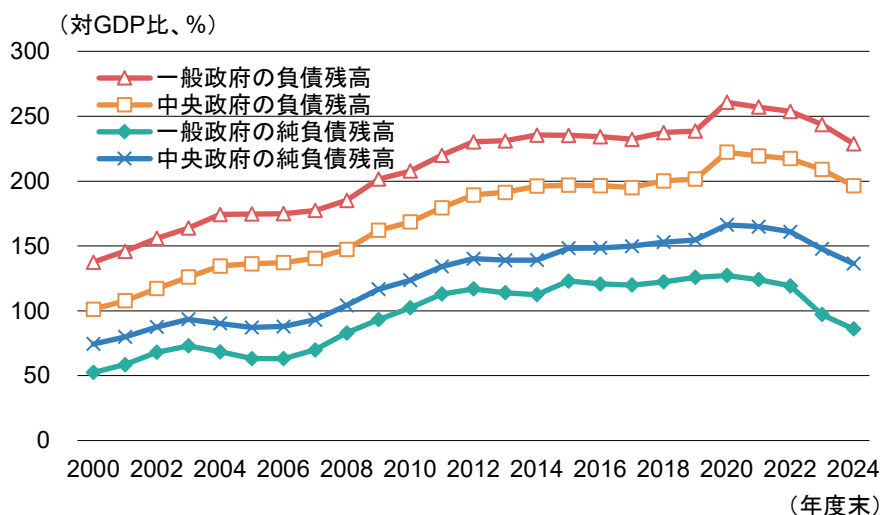
4. 政府の負債残高と純負債残高の動向

ストックからみた政府の財政状況を表すものとして、負債残高と金融資産を考慮した純負債残高があるが、純資産残高は負債残高の動向だけでなく、金融資産残高の動向の影響も受ける。金融資産が増加した場合、その増加分を売却して負債の返済に充てれば、金融資産の増加が負債残高の減少につながり、財政状況が改善することになる。

ただし、政府が保有する資産には、社会保障基金の公的年金積立金や中央政府の外国為替資金特別会計における外貨準備のように、特定の用途や目的に基づいて保有しているものがある。このような資産が増加して政府の純負債残高の GDP 比が低下しても実際には財政状況の改善につながっているとは必ずしも言えないことに留意する必要がある。

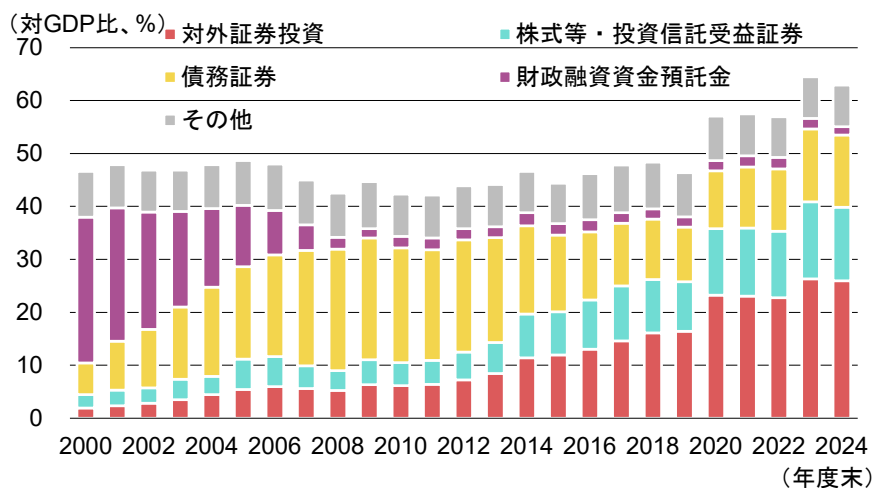
負債残高対 GDP 比と純負債残高対 GDP 比の推移を比較すると、いずれも同じような動きを示しているが、図表 2 でみたように水準は大きく異なる(図表 8)。また、2020 年度には新型コロナウイルス感染拡大を受けて政府が経済対策を実施し、その財源を国債発行に依存したことから、中央政府の負債残高および純負債残高、一般政府の負債残高対 GDP 比はいずれも大きく上昇した一方、一般政府の純負債残高対 GDP 比はこれらと比較すると上昇は小幅だった。これは、社会保障基金の金融資産残高対 GDP 比が上昇して全体を押し下げたためである(図表 9)。具体的には、社会保障基金の金融資産残高のうち対外証券投資対 GDP 比は 2019 年度の 16.4%から 2020 年度には 23.2%に上昇し、金融資産残高対 GDP 比は 2019 年度の 46.3%から 2020 年度には 57.0%に上昇した。このように一般政府でみるか、中央政府でみるか、また、負債残高でみるか、純負債残高でみるかで動向が異なることがある。

図表 8 政府の負債残高・純負債残高



(出所) 日本銀行「資金循環統計」、内閣府「四半期別 GDP 速報」より作成

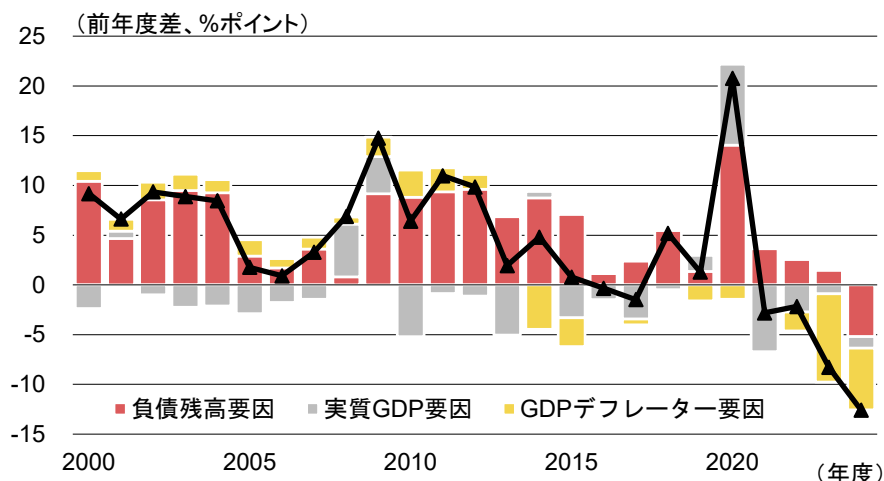
図表 9 社会保障基金の金融資産残高



(出所) 日本銀行「資金循環統計」、内閣府「四半期別 GDP 速報」より作成

2021 年度以降は、金融資産残高の変動の影響を受ける純負債残高対 GDP 比だけでなく、金融資産を考慮しない負債残高対 GDP 比も低下が続いている。一般政府の負債のほとんどは中央政府の負債であることから、中央政府の負債残高対 GDP 比の低下について要因分解を行うと、2021 年度は実質 GDP の増加による押し下げの影響が大きかった(図表 10)。2022 年度以降は実質 GDP の増加に加えて、物価上昇を反映して GDP デフレーターが上昇し、押し下げに寄与している。特に 2023 年度以降は GDP デフレーターの上昇による押し下げの影響が大きくなった。また、2021 年度以降は、一般会計の歳出が減少する一方、税収が増加していることを反映して、負債残高要因による押し上げの影響が小さくなり、2024 年度には負債残高が減少に転じた。

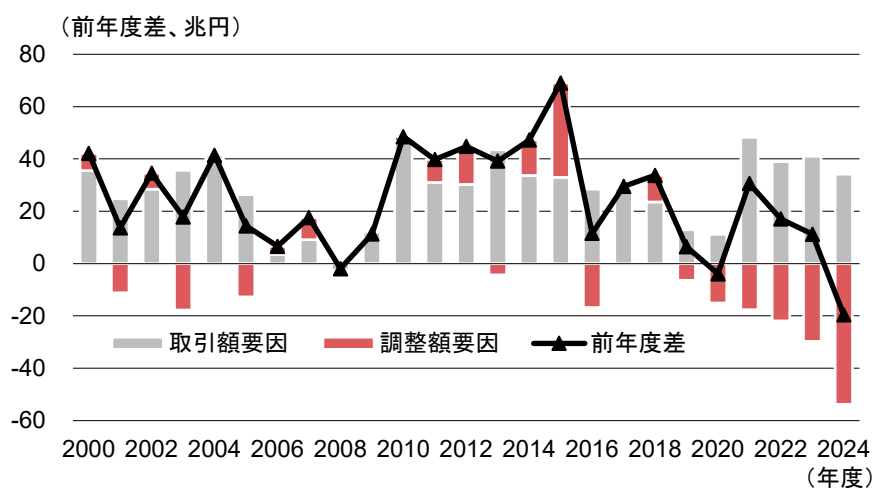
図表 10 中央政府の負債残高対 GDP 比変動要因



(出所)財務省資料、内閣府「四半期別 GDP 速報」より作成

2024 年度に負債残高が減少に転じた要因をみるために、負債の多くの部分を占める国債・財投債の残高の変動を取引額要因(フロー)と調整額要因(価格変動等)に分けてみると、取引額要因は残高の押し上げ要因となっている(図表 11)。しかしながら、2019 年度以降は金利上昇に伴う国債価格の低下を反映して、調整額要因が時価ベースの残高の減少に寄与しており、2024 年度はその影響が取引額要因による押し上げの影響を上回ったことから国債・財投債残高が減少した。

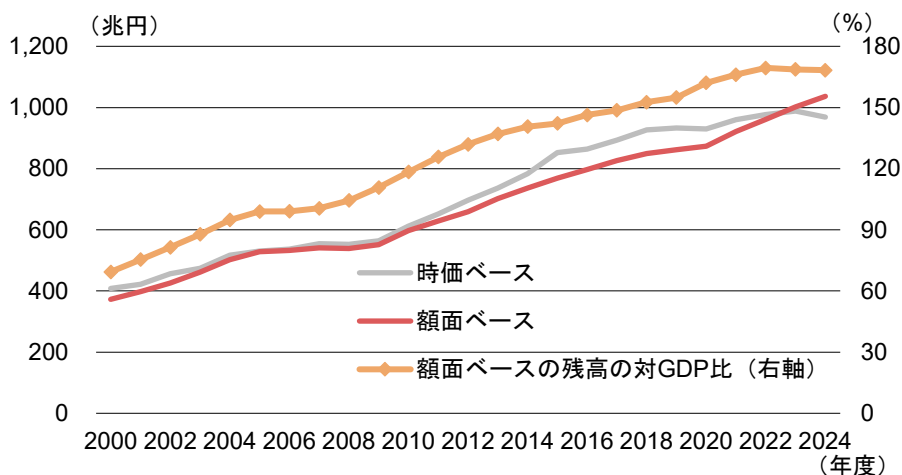
図表 11 国債・財投債残高の変動要因



(出所)日本銀行「資金循環統計」より作成

このように近年の中央政府の負債残高対 GDP 比は、物価上昇や金利上昇などを背景に低下しているとみることができる。なお、ここでの負債残高は時価ベースであるが、政府の実際の償還額は額面ベースのものである。そこで額面ベースの国債・財投債残高をみると、2023 年度、2024 年度は GDP デフレーター上昇率が高かったことを反映して、国債・財投債残高対 GDP 比は低下しており、上昇に歯止めがかかっているものの、残高自体は増加が続いている(図表 12)。

図表 12 国債・財投債残高



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より作成

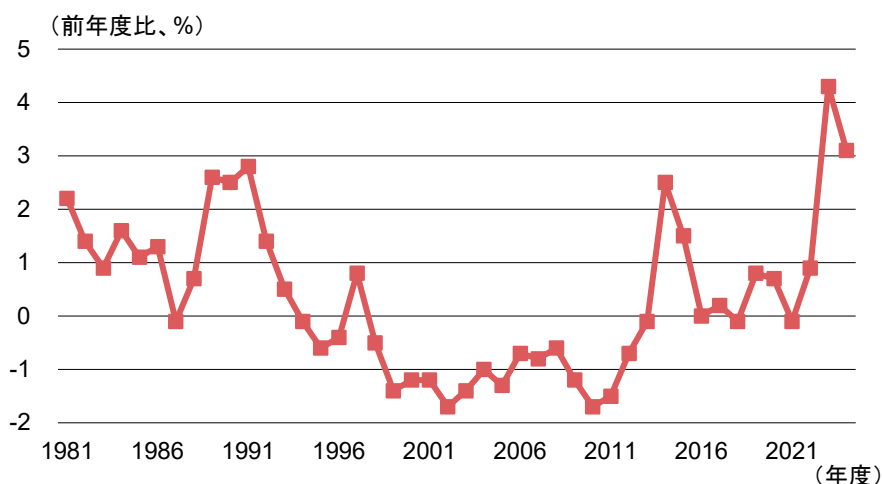
5. 今後の課題

高市政権は「責任ある積極財政」を掲げ、戦略的に財政出動を行っていくとしている。こうした方針の下、2025年11月に閣議決定された『「強い経済」を実現する総合経済対策』の財政支出(減税分を含む)の規模は21.3兆円であり、2024年度に策定された経済対策の財政支出の規模(14.8兆円)を上回る。経済対策の財源を確保するために編成される補正予算案によると、11.7兆円の国債を追加で発行し、当初予算における国債発行額の28.6兆円と合わせると2025年度の補正後の国債発行額は40.3兆円となる。

それでも2024年度の補正後の国債発行額である42.1兆円を下回るが、これは2025年度の当初予算における国債発行額が2024年度の当初予算と比較すると6.8兆円減額されていたためであり、補正による国債の追加発行額は2024年度の6.7兆円を5兆円上回っている。このように今後も歳出が拡大し、その財源を確保するために国債が発行される可能性がある。

近年はGDPデフレーター上昇率が高い状況が続いており、すでにみたように負債残高対GDP比の低下に寄与している(図表13)。こうした状況が今後も続くという想定の下では、歳出拡大の財源を確保するために国債を発行した場合、財政収支は赤字であっても負債残高対GDP比は悪化しない可能性がある。

図表 13 GDP デフレーター上昇率



(出所)内閣府「四半期別 GDP 速報」より作成

もともと、今後も高い物価上昇率が続くとは限らず、仮に続くようであれば物価上昇率は望ましいとされる水準に向けて金融政策によって調整されるべきであろう。内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2025 年 8 月)では、消費者物価上昇率が 2%であるとき、GDP デフレーター上昇率は 1.4%となっている。今後、物価上昇率が望ましいとされる水準に低下していけば、物価上昇による負債残高対 GDP 比の押し下げの影響が縮小することになる。物価上昇率を抑制する過程で政策金利が引き上げられると、それに伴って時価ベースの負債残高は減少すると考えられるが、そうした影響は政策金利が引き上げられている間の一時的なものである。また、金利上昇に伴って利払い費が増加して国債発行額が増加することも考えられ、金利上昇に伴う負債残高減少の影響の一部を打ち消す可能性もある。全体としてみると今後、物価上昇率が低下していけば、2023 年度、2024 年度のようなペースで中央政府の負債残高対 GDP 比が低下することは期待しづらいだろう。

高市首相は、財政健全化に関して、従来の政権が掲げてきた国と地方の基礎的財政収支の単年度でみた黒字化目標を見直す一方、債務残高対 GDP 比を引き下げていく方針を示している。今後、物価上昇が落ち着く中で実質 GDP 成長率を引き上げることができなければ、債務残高対 GDP 比の引き下げのために国債発行額の増加を抑制せざるを得なくなるだろう。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、執筆時点で信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客さまの決定、行為、およびその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客さまご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱 UFJ リサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要です。当社までご連絡ください。