

経済を読む眼

政府債務管理と金利・経済成長率の関係^{*1}

2025年12月2日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

エコノミスト 岩井真子

要旨

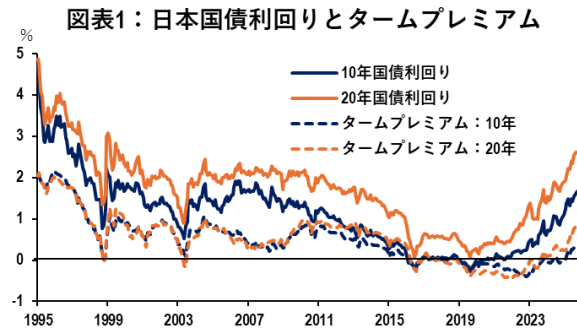
1. 日本では財政再建のためのプライマリーバランス（PB）黒字化目標を撤廃しないしは見直すという意見が増えている。
2. その根拠として、今やデフレ時代が終わり、金利が経済成長率より低いという条件（ドーマー条件）が満たされれば政府債務は減少するので、PB を懸念せずに財政を積極的に支出できるという意見が聞かれることがある。
3. この意見の背後には、Blanchard 教授の米国に関する論文の結論が意識されていることが多い。
4. しかし、世界の「金利—経済成長率」の研究をサーベイすると、世界は常にドーマー条件が満たされると結論付けられていない。総じて、①高債務国ではこの関係が急速にプラスに転じ得る、②世界の過剰貯蓄はこれを下げる方向に働く、③人口動態のうち人口減少はこれを上げる方向、高齢化は下げる方向に働く、④技術進歩が進展するとこれを下げる方向に働く、⑤金融緩和はこれを下げる方向に働き、金融引き締めは上げる方向に働く。
5. 特に日本は、現在、①人口動態要因の影響は曖昧であるとしても、②技術進歩が目に見えて上昇しているとは考え難く、③金融資本市場が米国のような基軸通貨国に比べて世界の過剰貯蓄の影響も受け難い中で、④高債務国であるほか、⑤金融政策は正常化の方向にある、という環境にある。
6. また、政府債務の対 GDP 比が 2 倍を超えている中では、毎月巨額の借換債を発行しなければならないので、市場が国債消化に不安を覚えれば、ドーマー条件とは関係なく、英国のトラス・ショックのようなことが起こりかねないリスクにも留意が必要。
7. こう考えると、日本において将来、「金利—経済成長率」がプラスに転じることがあっても不思議ではなく、財政政策は政府債務管理にも気を遣う必要があるだろう。

* 本稿の内容や意見は、筆者ら個人に属するものであり、JST の公式見解を示すものではない。

¹ 本稿は、2025 年 11 月 28 日現在のデータ・情報に基づいている。

1. はじめに～政府債務増加の持続性を規定する条件

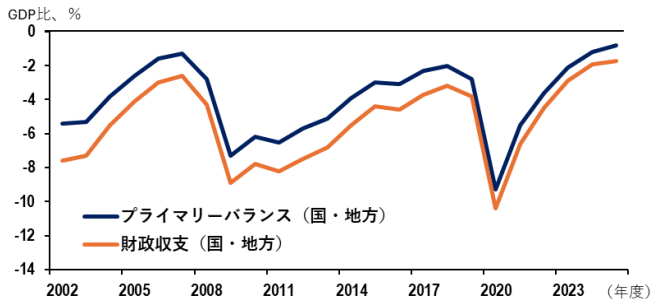
11月下旬に閣議決定された補正予算が一般会計だけで17.7兆円とコロナ禍後では最大規模となり、来年度予算でも積極財政の策定方針が具体化するにつれて、日本の長期金利は長期金利は上昇しており、その背後にタームプレミアムの上昇がみてとれる（図表1）。実際、日本ではプライマリーバランス（以下、PB）が資産バブルの崩壊以降、一度も黒字化しないまま現在に至っており、通常の財政収支



注：タームプレミアムは2025年8月まで。国債利回りは月末値、2025年11月まで。
出所：Macrobond, Nakajima (2025)

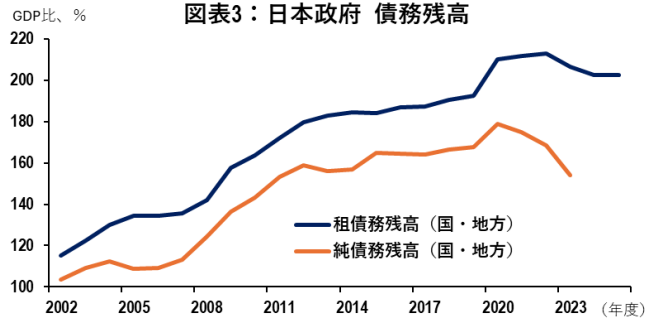
（PBとは異なり国債費（国債の元本返済や利子の支払いに充てられる費用等）を含めた収支）は更に赤字幅が大きく（図表2）、更には政府債務残高対GDP比も世界最高水準にある（図表3）。ただし、政府債務残高対GDP比は、粗政府債務残高（通常こちらをみている）をみても純債務残高をみても、歳入増もあってこのところ低下している。このうち純債務残高は公的年金資産のように政府が借金返済に用いることができない資産も差し引かれている点には留意する必要があるが、いずれでみても、世界でも最高水準にあることは間違いない。

図表2：日本政府 プライマリーバランス



注：25年度は内閣府推計値、25年度補正予算は含まない。出所：内閣府

図表3：日本政府 債務残高



注：純債務残高は23年度まで。公債残高の25年度は内閣府推計値、25年度補正予算は含まない。
出所：内閣府

こうした中、PB黒字化目標の見直しを求める声が高まっている。例えば、デフレ時代には長期金利 > 名目経済成長率（以下、これを $r > g$ と呼称）だったのでPB黒字化が必要であったが、現在は $r < g$ なので税収が増加するとして、PB黒字化目標は歴史的使命を終えた、といった主張や、既存のPB目標はデフレ局面でも債務残高対GDP比を下げるための中間目標に過ぎないので、インフレ下で $r < g$ となる局面ではPBを黒字化せずとも債務残高対GDP比は低下するので、PB黒字化に固執すべきでない、といった主張が聞かれる。他には、PB黒字化目標を複数年度の平均とする案等も聞かれる。

日本の財政健全化を考えるにあたり、鍵となるのが、 r と g の関係を、デフレを脱した日本経済についてどう考えるかという点であろう。以下では、この点を学術的な考察と経済データを交えながら考察しよう。

2. r と g の関係～ドーマー条件

(1) ドーマー条件とは

今後、金利が正常化した時に財政の維持可能性がどうなるかは、 $r-g$ 次第である。ここで r は安全資産の名目金利、 g は名目経済成長率である。ここでこの意味を若干敷衍すると、 t 期の政府債務を D_t 、プライマリーバランス (PB) を政府支出 (G_t) マイナス 税金 (T_t)、利払いを rD_{t-1} とすれば、政府債務を以下のように規定することができる。

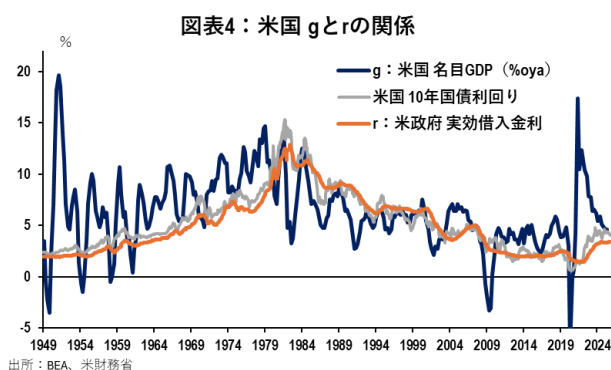
$$D_t - D_{t-1} = G_t - T_t + rD_{t-1}$$

これを GDP (Y_t) あるいはその変形である $Y_t = (1 + g_t)Y_{t-1}$ で割ると、以下のように、 $r-g$ がプラスのままずっと続けば政府債務対 GDP 比 (D/Y) は発散し、マイナスが続けば縮小することがわかる。これは別名ドーマー条件 (Domar theorem) とも言う。

$$\frac{D_t}{Y_t} - \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} = \frac{r-g}{1+g} * \frac{D_{t-1}}{Y_{t-1}} + \frac{PB_t}{Y_t}$$

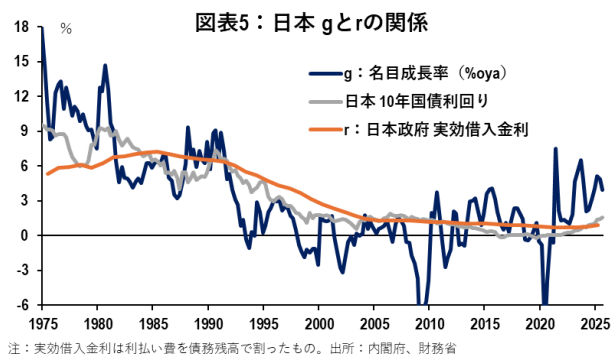
(2) 米日の実情と Blanchard の主張

さて、この r と g の関係に関する議論に大きな影響をもたらしたのは、Blanchard (2023) (2021)²である。彼は、長期停滞、安全資産需要の増大、人口動態に伴う世界的な貯蓄過剰によって、米国を含む世界で $r-g$ がマイナスの状態が今後もしばらく続くと指摘し、積極的な財政支出論を主張している。具体的には、医療関連や気候変動関連で公的投資を拡大する余地が大きいと強調している。但し、 $r < g$ が常に成り立つとは限らないこと、政府債務が維持可能でもクラウドアウトは生じ得ることも指摘している。しかし、最近では長期国債金利が再び上昇しており、今後、いつまでもこの関係が続くかはわからない状況になっている (図表 4)。



² Blanchard, O. (2023). Fiscal Policy under Low Interest Rates The MIT Press 及び Blanchard, O. (2021) “The Mayekawa Lecture: Fiscal policy under low rates: Taking stock,” Monetary and Economic Studies, Bank of Japan を参照。

r-g がマイナスの状態が今後も続くとの評価には、米国は基軸通貨国であり、多くの国が米国債を準備通貨として保有したり、投資しているため、世界の過剰貯蓄の影響を受けて金利が低下し易いことも影響していると考えられる。その意味で、基軸通貨国でもない日本にそのまま当てはめるのは危険と考えられる。



注：実効借入金利は利払い費を債務残高で割ったもの。出所：内閣府、財務省

日本についても、日本銀行が国債を大量に買い入れてきた異次元緩和が長く続いてきた下で、r-g がマイナスを続けてきた（図表 5）。しかし現在は、長期国債金利が上昇し始めているので、つれて政府実効借入金利も、徐々に上昇に向かい始めているところである。

日本がこの数年、政府債務を対 GDP 比でみて低下させているのは、1 つにはこの r-g がマイナスになっていることが大きい。図表 6 は、r を一般政府債務利率、一般政府純債務利率の 2 種類を用いて、r-g を計算したものであるが、一般政府の債務拡大ペースが 2013 年以降に急激に鈍化している背景にこの条件が成立している点をとれる。問題はこれがいつまで成立するかであり、この点は後で議論する。

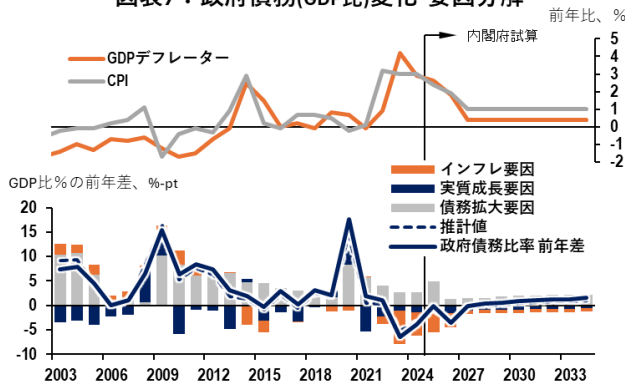
図表6：日本政府債務残高 拡大ペース減速の背景

	(X)	(Y)	(X-Y)
	1995-2012 年度平均	2013-2023 年度平均	差分
一般政府債務 拡大ペース*	+8.1	+1.0	-7.1
一般政府純債務 拡大ペース*	+5.7	-2.3	-8.0
基礎的財政収支 (GDP比、%)	-5.0	-3.2	+1.8
名目GDP成長率 (%) (A)	-0.1	+1.6	+1.7
一般政府 債務利率 (%) (B)	+2.0	+0.8	-1.2
一般政府 純債務利率 (%) (C)	+2.6	+0.6	-2.0
10年国債利回り (%)	+1.6	+0.2	-1.4
r-g (B-A)	+2.1	-0.9	
r-g (C-A)	+2.8	-1.0	

注：政府債務は金融債務のみ。※は債務の対GDP比前年差、%pt。出所：内閣府、財務省

なお、日本経済がデフレないしディスインフレにある時期と 2%ないしそれ以上のインフレ率の時期に分けて考えると、最近のインフレが政府債務対 GDP 比を改善させていることがわかる（図表 7）。冒頭の PB 黒字目標を改革ないし撤廃すべきという主張には、こうした政府債務対 GDP を改善させる効果が意識されているものと推察される。ただし、政府債務対 GDP 比は 2%を大きく超える高いインフレ率を記録した当初に大きく改善したのであって、今後インフレ率がもう少し下がり、潜在成長率も上がらない場合には、この 2 年間みられたような大きな改善が見込めないことも同時にみてとれよう（前傾図表 7（今後インフレ率は 1%程度上昇のケース、なお 2025 年度補正予算を含まない））。

図表7：政府債務(GDP比)変化 要因分解



注：債務比率変化推計値は各数値の前年比伸び率から作成し前年差と回帰したもの。内閣府試算は25年度中長期試算の過去投影ケース、25年度補正予算は含まない。出所：内閣府、JST

(3) 既存研究からの示唆

さて、日本で r と g の関係が今後どうなるかを考えるために、Blanchard (2023) だけでなく、過去に r と g の関係を考察した様々な研究にもあたってみよう。

まず、Romer³等が展開する経済成長論では、最大成長率を達成する消費計画が効率的と考えられている。この均衡成長経路において産出計画が効率的である時には、 $r > g$ がこの動学効率性が成立する条件であり、この条件が多くの場合成り立っていることが、実証的にも確認されている。但し、ここでは r は資本の限界生産性であり、国債金利より高いので、国債金利で $r > g$ かは自明ではない。

Piketty も、「21 世紀の資本論⁴」の中で、 $r > g$ を所得の不平等が拡大する理由として挙げていた。但し、ここでは r は株式や不動産も含む資産の収益率を指しており、やはり国債金利の $r > g$ とは異なる。

ここから先は、 r を政府債務の実効金利ないしは長期国債金利とみなした研究をみていく。まず European Commission (2022)⁵ は、EU 及びその中のユーロ圏の国を対象としたリサーチにおいて、高債務国では $r-g$ がマイナスからプラスに転換するリスクがあること、ユーロ圏諸国において、外貨建て政府債務割合の増加は高い $r-g$ と関係があること、量的緩和政策 (QE) を含む金融緩和政策やフォワードガイダンスの使用は政策金利期待やタームプレミアムの低下を通じて金利を低下させること、さらには、人口高齢化も実質金利の低下が経済成長率よりも大きいことから $r-g$ を下げる傾向があること、を結論付けている。Heylen et. al (2024)⁶ も、長期的な要因として、OECD17ヶ国のデータを分析し、技術進歩率の上昇は $r-g$ を下げる事が多く、人口動態要因については、人口増加率の低下が $r-g$ に及ぼす影響は、曖昧であるが総じて上昇させる可能性が高い、高齢化は高齢者の貯蓄行動が $r-g$ を左右し、長寿化の期待は若者の貯蓄を増やす一方で、高齢者の増加は貯蓄を減らす、全体としては $r-g$ を下げるほか、所得の不平等性の拡大は貯蓄を増やすので、やはり $r-g$ を下げる方向に作用することを見出している。また、政府債務対 GDP 比が高かったり、中央銀行が利上げをすると $r-g$ が上昇するほか、中央銀行の QE は $r-g$ を下げることも見出している。

³ 本稿では詳細を省略するが、経済成長論における動学効率性の概念の説明も含めて、Romer, D. (2012) "Advance Macroeconomics 4th edition," McGraw-Hill Irwin を参照されたい。

⁴ Piketty, T. (2013) "Capital in the Twenty-First Century," Belknap Press: An Imprint of Harvard University Press を参照。

⁵ European Commission (2022) "Fiscal Sustainability Report 2021," Chapter 3 'R=G' differentials: Latest developments and implications for public debt sustainability を参照。

⁶ Heylen, F., Mareels, M., and C. Van Langenhove (2024) "Long-run perspectives on $r-g$ in OECD countries: An empirical analysis," Journal of International Money and Finance 145, 103093 を参照。

また、Mauro and Zhou (2020)⁷は、先進国と新興国を含む 55 ヶ国の 200 年に及ぶデータを用いて、 $r-g$ はしばしばマイナスになり、それは長期間継続することが少なくないが、しかし政府の借入コストはデフォルト直前に急上昇することが多いので、 $r-g$ がマイナスであっても政府債務危機は生じないと安心することはできない、と結論付けている。この点については異論もあり、Heimberger (2023)⁸ は、OECD22 ヶ国の 1970～2018 年のデータを用いて、先進国においては政府債務残高の大きさは $r-g$ に対する予測力が弱いとしている。但し、それでも欧州周縁国に対しては予測力があるとしている。

更に Checherita-Westphal and Smeano (2020)⁹は、ユーロ圏コア国の主として 1985～2017 年のデータを用いて検証を行った。結果は、その前の 1980 年代前半の EMU も含め、 $r-g$ は平均的にプラスであったこと、特に債務水準が高いもしくは増加している国や大きな PB 赤字を持つ国が $r-g$ がプラス幅を拡大させ易いこと、金融緩和は $r-g$ をマイナス方向に動かすこと、技術進歩は経済成長率を押し上げるので $r-g$ をマイナスにすること、を結論付けている。人口動態要因は、高齢化（従属人口指数の上昇）は貯蓄超過を促すので $r-g$ を下げる一方、人口増加率の鈍化は経済成長率に顕著な影響を与えて $r-g$ を上昇させるので、一概に方向性を結論付けられない。また、世界的な過剰貯蓄は金利を下げるだけでなく、 $r-g$ も下げることも示している。

最後に、Jacobs et al. (2020)¹⁰は、EU・OECD 諸国のデータを用いて、政府債務から経済成長への因果関係は認められないが、経済成長から政府債務への因果関係は存在するとしている。高債務国で経済成長率が低下すると、税収減で債務が増加し、インフレ期待の低下もあって実質 r が上昇し、それは金利感応的な需要を減退させて債務残高対 GDP 比率を増加させるサイクルに入る可能性が高まる、としている。

これらの実証分析結果を冒頭の Blanchard の議論と統合して得られる含意は、以下の 5 点であろう¹¹。

第 1 に、高債務国では $r-g$ は急速にプラスに転換し得る、ということである。政府債務残高の増加が $r-g$ を高めるとか、債務の海外保有比率の高さが高い $r-g$ と関係しているとした研究が多い。高債務国はそのまま日本にも当てはまるので、 $r-g$ が急速にプラスに転換する可能性にも注意する必要がある。

⁷ Mauro, P., and J. Zhou (2020) “ $r-g < 0$: Can we sleep more soundly?” IMF Working Paper WP/20/52

⁸ Heimberger, P. (2023) “Public debt and $r-g$ risks in advanced economies: Eurozone versus stand-alone,” Journal of International Money and Finance, 136, 102877 を参照。

⁹ Checherita-Westphal, C., and J. D. Smeano (2020) “Interest rate-growth differentials on government debt: an empirical investigation for the euro area,” ECB Working Paper Series No 2486 を参照。

¹⁰ Jacobs, J., Ogawa, K., Sterken, E., and I. Tokutsu (2020) “Public Debt, Economic Growth and the Real Interest Rate: A Panel VAR Approach to EU and OECD Countries,” Applied Economics Volume 52 を参照。

¹¹ この含意は、小林庸平 (2020) 「 $r-g$ （金利と成長率の差）はどこまで上昇し得るのか？——既存研究の Review とシミュレーションからの示唆——」でも似たような示唆を引き出している。

第2に、世界の過剰貯蓄は $r-g$ を下げる方向に働く、とした研究が多い。この点、日本は基軸通貨国ではなく、金融資本市場が米国のように世界の投資の中心地になっていないため、世界の過剰貯蓄の影響については前述のように疑問である。

第3に、人口動態については、人口減少は経済成長率を下げるため、金利が低下しても総じて $r-g$ を上げる方向に働くが、高齢化は総じて貯蓄を増やすので $r-g$ を下げる方向に働く。したがって、日本のように両方が並行して進展する場合の影響は、一概には言えないことになる。

第4に、技術進歩等によって生産性上昇率が上昇して経済成長率が高まると、 $r-g$ は下がる傾向にある。この点、日本はデフレこそ脱却したが、技術進歩が目に見えて上昇しているとは考えにくく、この経路で $r-g$ が低下するとは言い難い。

第5に、マクロ経済政策に関し、金融緩和は $r-g$ をマイナス方向に動かし、金融引き締めないし同正常化は、逆にプラス方向に動かす、というのがほぼコンセンサスになっている。現在、日本銀行は金融正常化の過程にあるので、過去に量的緩和やイールドカーブ・コントロールを伴う金融緩和を行っていた局面とは異なり、 $r-g$ を上げる方向に働くと考えることができよう。

なお、 $r-g$ が低下傾向であることを実証しようとする分析も最近は増えている¹²が、 $r-g$ がプラス、マイナスどちらになりそうであることを明示するような研究は難しいし、まだ存在しない。特に米国が保有する基軸通貨国という特権が世界の過剰貯蓄を引きつけていること、一方で日本はそうした特権を持たないことに着目した研究はまだみられていない。

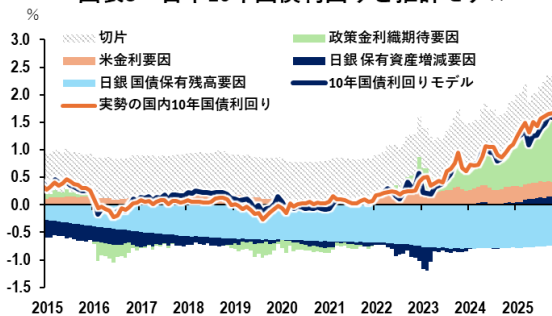
(4) デフレではない時代、金利正常化の時代に考えるべきこと

こうして日本にとっての $r-g$ の上昇・低下要因を比べてみると、日本で $r-g$ が恒久的にマイナスと考えるのは危険であることがわかるだろう。日本銀行は金利正常化を進めており、国債の買い支えからも手を離しつつあるうえ、市場が財政規律に不安を感じれば長期金利にリスクプレミアムが加わり、更に先々も金利の正常化が進むと考えられれば短期金利の先行き期待も上昇する。さらにデフレ的な企業のノルムが転換したことは、新たな投資を行い易い環境整備にはなったかもしれないものの、その結果直ちに技術進歩率が急上昇しているとは考え難い。また、日本は元々高政府債務国である。以上より、長期金利が日銀による金融政策の正常化に伴う政策金利の上昇と国債保有額の減少によって、今後も上昇する可能性がある（図表8）。ここで用いている金利推計モデルには予測誤差があるし、将来の変数の置き方にバリエーションがあることは割り引く必要があるが、それでもこのモデルを用いたシミュレーション結果に

¹² 例えば、Eguchi, M., Emoto, M., and K. Teramoto (2025) “Debt Sustainability in a Stochastic $r-g$ Economy” working paper では、ミクロ的裏付けのあるモデルを用いて r と g の関係を分析している。

加えて、長期金利に政府債務の持続可能性に関するリスクプレミアムが乗れば、いずれ $r-g$ がプラスに転じてもおかしくないことが示唆される（図表9）。

図表8：日本10年国債利回りと推計モデル



注：モデルは2008年初～2025年10月までのデータをもとに推計。
出所：Macrobond、JST

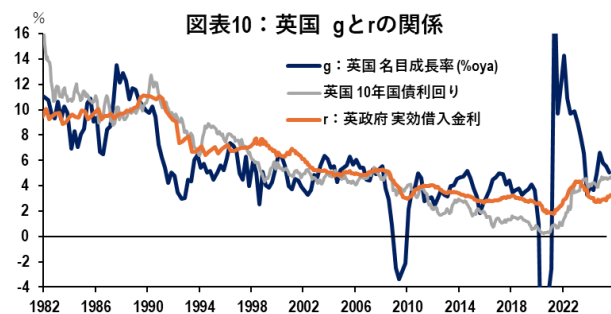
図表9：政策金利予想と国債保有減少に伴う
10年国債利回りシミュレーション

市場の 政策金利 予想(2年後) 前提	政策金利予想に 対応する 10年債利回り ¹	日銀のバランスシート規模が ²		日銀10月 展望レポート 名目成長率 見通し ³
		①マイナス金利 導入前(2015年末) 程度の場合	②超過準備 ゼロまで縮小 している場合	
1.25	1.63	1.99	2.11	2026年 2.5
1.5	1.86	2.23	2.35	2027年 3.0
1.75	2.10	2.46	2.58	
2	2.33	2.70	2.82	
2.25	2.57	2.93	3.05	

注：1：日銀国債保有残高、月間の日銀資産増減、米10年債利回り、OISが織り込む2年後の政策金利と日本10年債利回りの相関(使用データ：2008年～2025年10月)から推計。図表内の値は政策金利予想以外は10月末の実勢値を用いたもの。2：政策金利予想のほか、国債保有残高を①・②に記載の通り変更した推計。3：実質成長率予想+コアCPI伸び率予想を名目成長率として記載。予想中央値。出所：日銀、Macrobond

しかも、政府債務対 GDP 比 (D/Y) が仮に発散しないとしても、日本のようにこれが 2 倍以上もあれば、毎月巨額の借換債を発行しなければならないため、政府が債務の縮小に手を打たず、市場が国債消化に少しでも不安を覚えれば英国のトラス・ショックのようなことが起こりかねない。英国のトラス・ショック発生時も英国では $r < g$ の関係は維持されていた（図表10）。

しかしトラス・ショック後には長期国債金利が上昇し、 g と一旦ほぼ一致した。最近も国債金利は財政リスクプレミアムが乗って上昇しており、これらを映じて実効借入金利も今後徐々に上昇し、再び r が g に追いつくか、あるいは抜く可能性もある。トラス・ショックと類



注：実効借入金利は利払い費を債務残高で割ったもの。出所：ONS

似するような現象が日本でも生じれば、日本銀行も BoE のように目的と時期を明確に区切って国債買い入れを行うという対処方法も考えられる。しかし、日本銀行が仮に国債を買い支えようとしても、場合によっては、円安→インフレ→金利上昇という悪循環にもなりかねない。経済の危機時等に財政を使うためにも、平時では財政バランスを維持しておく必要があると考えることができる。

3. おわりにかえて

以上、本稿では、日本経済はデフレではなくなった以上 PB 黒字化目標は時代に沿っていない、との考えとは異なる考え方を提示した。今後、もしも日本が需要を強めることで経済の拡大と需要側からの物価上昇を促進するという考え方に沿って財政運営を拡張的にすれば、インフレ昂進のリスクが高まるだけでなく、市場が政府債務管理

の持続性への警戒を更に強めるリスクもある。特に今後も金利が上昇する余地が大きいことを踏まえると、PB 以上に利払いも含めた財政収支の重要性が増すとも考えられる。今後、日本のような財政状況の国においては、政府債務の管理にも気を遣うことが必要であろう。

著者紹介

鵜飼博史

1983年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年の Financial Stability Board 発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月まで JP モルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

岩井真子

りそなアセットマネジメントにおいて経済・市場分析および複数資産ポートフォリオのアセットアロケーション業務を経験。2025年5月より現職。エコノミストとして経済調査に従事している。日本証券アナリスト協会認定アナリスト（CMA）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を利用して行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。

当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくは URL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。

当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容は JST の管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。