

経済を読む眼

政府債務の持続性に関する新しい考え方と含意^{*1}

2026年8月27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. 日本の政府債務は GDP 比 207%（国際基準）と世界最高水準かつ米国の政府債務も 100%を超えた。どちらもプライマリーバランス赤字が続く見込み。
2. それにも拘わらず、日米共に国債価格はプライマリーバランスの割引現在価値を大幅に上回っているというパズルが指摘されている。
3. 政府債務の持続性は安全資産利子率が名目経済成長率を下回ることによって達成できるが、低金利時代の終焉と共に最近は両者が日米共に接近している。
4. しかし、最新の財政理論では、国債が安全資産としてのサービスを供給できるので、安全資産利子率が低いバブル均衡が生まれ、国債価格がプライマリーバランスの割引現在価値を上回ることが可能、と示されている。
5. 人口高齢化、所得格差拡大、外国人の投資需要増大により国債の需要増が供給増を上回るので安全資産利子率が下がり、政府債務の持続性が維持されとの理論もある。不確実性が高いが、バブル均衡とは補完的な考え方。
6. 最新の理論に基づけば米国はプライマリーバランス赤字が GDP 比 2.25%程度を超え続けると政府債務を維持できない可能性。政府債務はリスクプレミアム の想定次第だが GDP 比 200%弱～250%を超えて積み上げれば維持できない可能性。この基準を日本に修正・適用すると、推計誤差はあれど、プライマリーバランス赤字が 2.25%よりやや低い水準に閾値がある可能性。政府債務対 GDP 比は米国より高い水準に閾値があるとみることが難しい。
7. また、市場が国債の安全資産に対する信認に疑念を持つと、バブル均衡からバブルのない均衡に移行すると考えられる。その場合、安全資産としての本源的価値によって国債価格を支えられるよう、政府は増税・歳出削減を実行できる政治的・制度的能力を有することを説得的に示す必要。
8. これとは別に、ノンバンクの国債投資への関与の広がりも国債市場を不安定化させ得る。中央銀行は金融政策のトランスミッションの複雑化に注意を払いつつ、レポ市場や国債市場の機能不全により頻繁に対応せざるを得なくなる可能性があるが、一時的かつターゲットを絞った施策である必要。

^{*} 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。また、本稿で論じる国債のバブル均衡については、小林慶一郎 慶應義塾大学教授から教示を得た。厚く感謝したい。但し、それ以外の理論は筆者の研究に依るものであるほか、本稿に誤りがあるとすれば、それは全て筆者の責任である。

¹ 本稿は、2026年8月24日現在のデータ・情報に基づいている。

1. はじめに～本稿の目的

日本の財政状況をみると、プライマリーバランスの赤字が何十年も続いており、政府債務対 GDP 比も、世界最高の水準となっている。しかも、政府はこれから財政支出を大幅に拡大しようとしている。随分前から日本の財政政策や政府債務の持続可能性に対する懸念が指摘されてきたが、実際には市場は政府債務の累増に神経質になってきたものの、財政破綻まで取り沙汰されるには至っていない。

一方、米国でもコロナ禍対応でプライマリーバランスが大幅に悪化して以降、政府の財政支出方針が大きく変わり、現政権下で再び大幅な赤字が続く見通しとなっている。しかも、恒久減税等が含まれている結果、将来にわたってもプライマリーバランスの赤字が続くような気配である。これに伴って、日本ほどではないにしても、政府債務の急激な累増が見込まれている。しかし、この結果、国債金利にリスクプレミアムが乗ってきたようではあるものの、政府債務の持続可能性に市場から疑問符を付けられるには至っていない。

果たして、ここで述べたような日米の政府債務の累増は市場から許容されるものであろうか。一昔前であれば、その答えはノーであったであろうが、実際には、これまでのところ、急激な金利の上昇による財政破綻懸念の台頭とか、物価の大幅な上昇には至っていない。こうした「先進国の債務がこれほど大きくなっても、なぜ市場が受け入れているのか？」という問いに答えようと、最近、米国では、日本の財政悪化の状況を研究したうえで、政府債務管理の持続性に関する新しい理論が台頭している。これらの理論によれば、国債という安全資産は一種のバブル均衡に入り、これまで考えられていたよりも大きな政府債務対 GDP 比でも持ち堪えられる一方で、政府債務がバブル均衡からシフトしてしまうリスクや持ち堪えられない限界も存在する、ということになる。

本稿では、こうした新しい考え方を紹介し、日米のプライマリーバランスや政府債務対 GDP 比がどこまでなら持ち堪えられるのかという限界や、この均衡が潰れてしまう条件を示すことを目的としている。最後に、その含意について、中央銀行まで含めて幅広く論じる。

2. プライマリーバランス赤字継続が許容される理由：安全資産としての役割

(1) 物価水準の財政理論と矛盾する日米のプライマリーバランス赤字

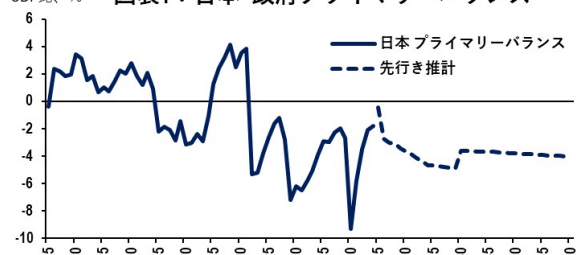
政府債務の市場価値とファンダメンタルな価値（将来のプライマリーバランスの割引現在価値）の関係を考える時、まず理論的には、物価水準の財政理論（Fiscal Theory of Price Level）では、政府債務の価値評価と財政の持続可能性を、以下のように物価水準と結びつける。具体的には、民間が持つ名目国債の総額を一般物価水準で割った実質的な価値は、将来の政府の財政余剰（黒字）の割引現在価値に等しくなる。これは

同理論では横断性条件（transversality conditions）と呼ばれる。

$$\frac{\text{政府債務残高}_t}{\text{物価}_t} = E_t[\text{割引現在価値}_t(\text{プライマリーバランス黒字})]$$

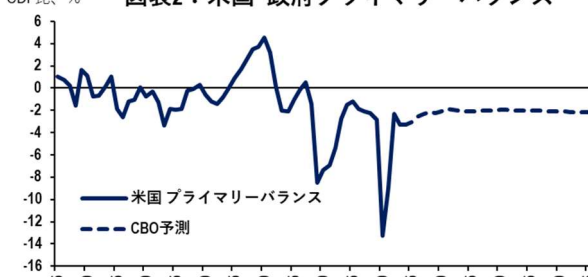
この条件下では、政府がデフォルトしないとすれば、将来のプライマリーバランスの黒字期待が低下すると、物価水準の上昇を通じて政府債務の実質価値が低下することになる²。しかし、日本は、1980年代以降、バブル期を除くとプライマリーバランスの赤字が続いており、将来的にも趨勢として黒字化の目処が立っていないにも拘わらず、この数年間に至るまではインフレ率は低迷してきた（図表 1）。これは同理論では説明できない動きである。先行きも、日本政府が実施しようとしている、危機管理・成長投資、国防費増額（米国の要求は GDP 比 3.5%）、食料品の消費税率カット、給付付き税額控除制度導入、さらに社会保障負担の拡大を踏まえ、一定の仮定を含めて推計すると、プライマリーバランスの赤字が続くと見込まれる。一方、米国についても、Jiang et al. (2024)³が、米国債の価格がプライマリーバランスの割引現在価値を大幅に上回っていると指摘し、public debt valuation puzzle と呼んでいる（図表 2）。2025 年以降、OBBA 法が成立して減税が恒久化されたので、プライマリーバランスの赤字が続くことが見込まれている。次節からは、こうした状況を説明できる新たな理論を紹介し、その下での財政赤字や政府債務の持続可能性がどこまで続くのかという閾値を探る。

図表1：日本 政府プライマリーバランス



注：先行き部分は、財政支出はKatagiri et al. (2025) をベースとし、消費減税や給付付き税額控除、防衛費増額を加えたもの。出所：内閣府、財務省、Katagiri, Koeda, Miyamoto, Nirei and Unayama (2025)、JST試算

図表2：米国 政府プライマリーバランス



出所：CBO

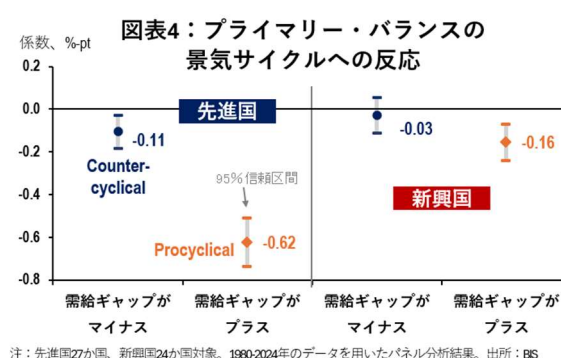
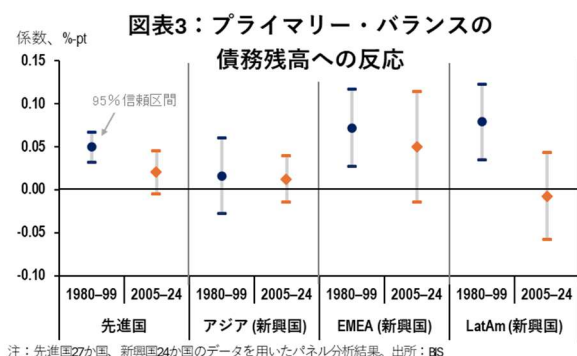
実は、世界金融危機（GFC）以降、世界的に財政政策が性格を変えてきており、不況期に政府支出を増やしても、その後政府債務が増えるとプライマリーバランスの黒字を増やすという対応がなされなくなっている⁴。図表 3 はプライマリーバランスの政府債務残高への反応係数を示しているが、最近では小さくなり、プラスであると統

² ここでは議論を簡略化するために、右辺から中央銀行が供給するマネー残高の変化の割引現在価値を省略している。現在の日米のように中央銀行が政府債務を大量に保有していると、右辺の赤字がそれだけ軽減されるようにみえるが、その代わりにマネーが供給されるため、この関係は変わらない。

³ Jiang, Z., Van Nieuwerburgh, S., and M. Xiaolan (2024), “The U.S. Public Debt Valuation Puzzle,” *Econometrica*, Vol.92, Issue 4 を参照。

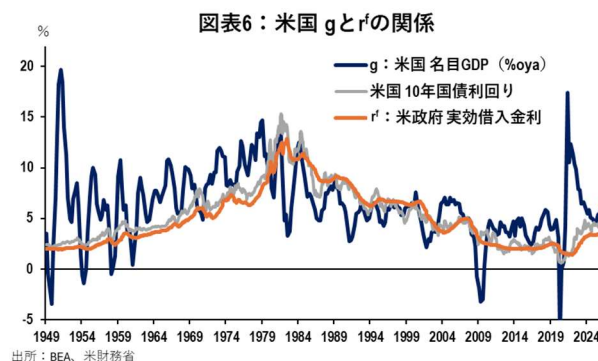
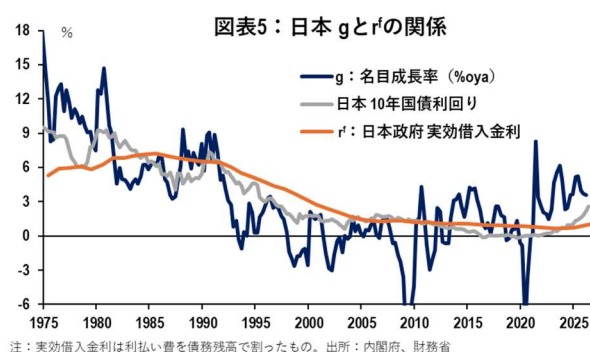
⁴ 以下の分析は、BIS (2026), “High public debt and shifting financial markets: challenges for central banks,” 2nd chapter of BIS Annual Economic Report 2026 に依る。

計的に有意には言えなくなっている。もう少し詳細にみると、需給ギャップがマイナスの時にはカウンターシクリカルに財政政策を行う一方で、需給ギャップがプラスの時には財政政策がカウンターシクリカルに行われずに、むしろプロシクリカルに行うという傾向がみられるようになっている（図表 4）。言い換えれば、財政規律が世界的に弱まっており、前述の日米も、それらと同じ傾向を、更に極端な形で示している。したがって、日米以外でも、これから論じる政府債務の持続可能性の議論は大なり小なり当てはまる面がある。



（２）国債のサービスフローというバブルの存在で説明するアプローチ

一般には、安全資産の金利（ r^f ）が名目経済成長率（ g ）を下回ると、政府債務残高の対 GDP 比が安定し、財政が破綻せずに持続可能となる（ドーマー条件）ことが知られている。この点、日米ともに、少なくとも数年前までは低金利政策の下、 $r^f < g$ が成立してきたが、このところ r^f が g に近付いてきている。 $r^f \geq g$ が続くことになると財政が発散することになるが、本当にそうなり易いのか、そうならないで済む可能性をどうみておくべきかを考える。



政府債務の持続可能性に関し、最近出てきた理論が、Brunnermeier et al. (2022)⁵であ

⁵ Brunnermeier, M., Merkel, S., and Y. Sannikov (2022), “The Fiscal Theory of Price Level with a Bubble,” NBER Working Paper 27116 を参照。

る。彼らは、物価水準の財政理論にバブル均衡を入れて説明を試みた。標準的な資産価格理論でも存在するバブルを物価水準の財政理論の中に入れれば、プライマリーバランスが赤字でも現在の国債価格は成立するのではないかと考えた。具体的には、投資家が buy-and-hold を行うことを前提にすると、標準的な資産価格理論では、

$$\text{価格} = \text{割引現在価値(キャッシュフロー)} + \text{バブル}$$

となる。ここで予備的貯蓄需要によって $r_t < g_t$ となれば、バブルが発生できることになる。財政に関しては、物価水準の財政理論の枠組みに、価格を国債の実質価値、キャッシュフローをプライマリーバランスの黒字と読み替えて入れることができる。

$$\frac{\text{政府債務残高}}{\text{物価}} = \text{割引現在価値(プライマリーバランス黒字)} + \text{バブル}$$

しかし、現実には人々は債券を売買し、ポートフォリオを組み替える dynamic trading を行っている。そこで、この研究を発展させた Brunnermeier et al. (2024)⁶では、バブルを具体化して、安全資産の保有から得られるサービスに伴う価値と定義した。すなわち、

$$\begin{aligned} \frac{\text{政府債務残高}}{\text{物価}} = & \text{割引現在価値(プライマリーバランス黒字)} \\ & + \text{割引現在価値(安全資産サービスフロー)} \end{aligned}$$

ここでサービスフローとは、国債が安全資産であり保険として使われることを前提として、安全資産を保有することから得られる便益である。

安全資産は、景気後退時にはリスク資産のリスクが上昇するので、安全資産保有による保険価値が上昇することから、価格が上昇する（安全資産に対するコンビニエンス・イールド⁷、以下ではこれを、その資産のリターンが景気あるいは代表的投資家の限界効用とどのように共変動するかを示す $\beta < 0$ で表す）。つまり、安全資産は、投資家は経済が悪化している時に他人に売れるので、所得リスクを部分的に補填するという価値を持つ。したがって、典型的には米国政府は米国債を発行して低利で借りることができる。これを *exorbitant privilege* と呼ぶ。すると、 r -risk premium と g の関係は、 $\beta < 0$ であれば $\text{risk premium} > 0$ となり易く、平均的には、 $r_t - \text{risk premium}_t \leq g_t$ となってバブルを維持し易くなることになる。つまり、 $\beta < 0$ の資産ほどバブルを維持し易くなる。Brunnermeier et al. (2024)らがバブルと呼んでいるのは、個々の国債価格ではなく、政府債務全体の市場価値のうち、将来のプライマリーバランス黒字の割引現在

⁶ Brunnermeier, M., Merkel, S., and Y. Sannikov (2024), “Safe Assets,” *Journal of Political Economy*, Vol. 132(11)を参照。

⁷ 安全資産のコンビニエンス・イールドとは、一般に安全かつ流動性の高い資産を保有することで得られる、金銭以外の「安心感や高い換金性（流動性）」という便益を指し、この論文では本文に記した便益を指している。Krishnamurthy, A., and A. Vissing-Jorgensen (2012), “The aggregate demand for treasury debt,” *Journal of Political Economy*, 120(2)が詳細を論じ、またその効果を定量化しているので参照されたい。

価値では説明できない部分である。個別国債は償還されても政府債務全体は借換えによって存続するため、その価値の一部が『将来も安全資産として保有され続ける』という期待によって支えられているなら、それは合理的バブルと解釈できる⁸。

また、論理展開を逆から捉えると、バブルがあると国債が安全資産になり易くなる。前述の式に沿って言えば、バブルが大きくなるほど、安全資産のサービスフローの比重が大きくなるので、 β が下がり、 $r_t - \text{risk premium}_t \leq g_t$ が成立し易くなる。言い換えると、皆が国債は安全資産だと思うほど国債を高値で保有する、すなわちサービスフローが大きくなると市場が信じることと同義となり、 β が下がり、本当に安全資産になる、だから皆が国債を安全資産だと思う、ということになる。これは、安全資産だから安全資産になる、という一種の循環論法（トートロジー）である。このような性質に根差して考えれば、この一種の国債バブルは市場が信じれば続くのであり、疑問が生じればバブルのない均衡に移行すると考えておくべきであろう。プライマリーバランスの割引現在価値がプラスとなる見通しが立っていないようにみえても、国債の価値が市場の信認だけで支えられていることになる。Brunnermeier et al. (2024)は、したがって、市場がその信認を疑い始めたら、政府はプライマリーバランスの割引現在価値をプラスにさせてファンダメンタルに安全な資産に移行できなければならないとして、具体的に、バブルが維持できなくなる場合に本源的価値で国債価格を支えられる能力（backup fiscal capacity）が必要、としている。これを現実問題として言い換えると、必要な時に増税・歳出削減を実施できる政治的・制度的能力があることを平時から示しておくことが重要ということになる。

この考え方に基づくと、国債バブルが崩壊する条件を吟味する必要がある。この点は次章で行う。その前に、バブルという言い方をせず、安全資産需要が人口動態から強まっているので、国債をある程度増発しても大丈夫だという議論を次節で紹介する。これも、昨今の米国の政府債務残高の急増に直面して始まった議論である。

（３）マクロ的な安全資産需給からリスクフリー金利低下を考えるアプローチ

なぜ財政赤字を続けていても財政が持続可能であるのかをマクロ的な国債需給の観点から説明する理論として、Mian et al. (2025)⁹が登場し、更に Auclert et al. (2025)¹⁰が国

⁸ 合理的バブルは、すべての経済主体が将来を見通す合理的な期待を持って行動しているにもかかわらず、資産のファンダメンタルズ価値（配当の現在価値）を超えて価格が高騰する現象（合理的バブル）を説明したもので、元々 Samuelson, P. A. (1958). "An Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money," *Journal of Political Economy* Vol.1.66, No.6 及び Tirole, J. (1985). "Asset Bubbles and Overlapping Generations," *Econometrica* Vol.53, No.6 で展開した理論モデルである。

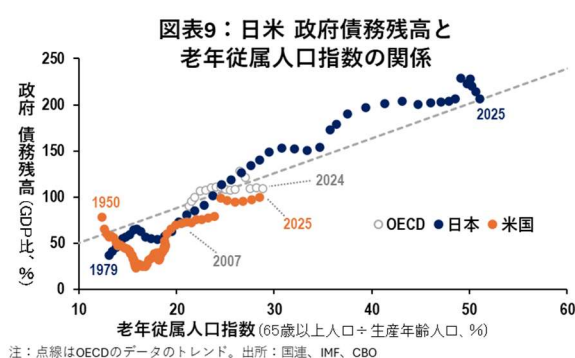
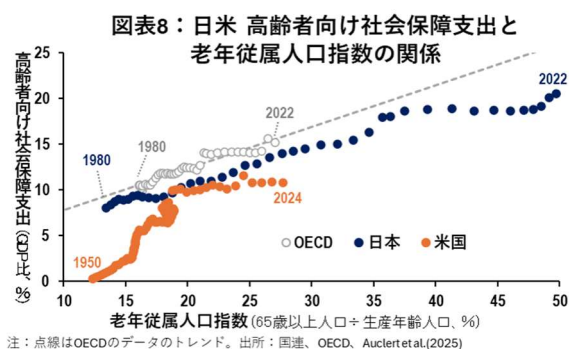
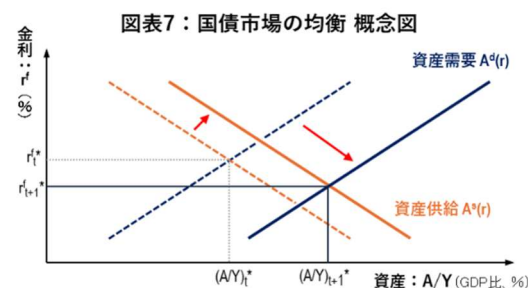
⁹ Mian, A., Straub, L., and A. Sufi (2025), "A Goldilocks Theory of Fiscal Deficits," *American Economic Review*, vol. 115, no. 12 を参照。

¹⁰ Auclert, A., Malmberg, H., Rognlie, M., and L. Straub (2025), "The Race Between Asset Supply and Asset Demand," NBER Working Paper No. w34470 を参照。

債需要超過の源泉を人口高齢化や格差等の人口・分配構造の変化によって説明している。

まず、Mian et al. (2025)では、 $r < g + \phi$ （ ϕ はコンビニエンス・イールド）であれば、政府には財政支出を増やすことにフリーランチがある、とする。ここで $r < g$ ではなく ϕ が入るのは、債務をロールオーバーすると歳入と利払いの差（ $g - r$ ）だけキャッシュフローが入る一方で、政府債務の累増が金利に影響を及ぼすことが予算制約を厳しくすると考えられるからである。これを Auclert et al. (2025)は更に精緻化し、コンビニエンス・イールドを外生的ではなく内生的に捉え、 $r^f \equiv r - (1 - \bar{s})rp$ とする。 r^f はリスクフリーレート、 $\bar{s}$ は総資産に占める政府資産の比率、 r はリスク資産の期待収益率、 rp は安全資産のリスクプレミアムで、ほぼコンビニエンス・イールドと解釈するなら、概念的には、 $\phi \approx (1 - \bar{s})rp$ である。

Auclert et al. (2025)は、そのうえで、①実際に人口高齢化で高齢者ほど安全資産を持つこと、②所得格差拡大で資産家が増えること、③海外からの米国債保有需要が高まっていること、が米国債の需要を大きく増加させており、この需要増幅が米国債供給増幅を上回っているために金利が低下し、 r^f を引き下げていると論じている（図表7）。特に米国の人口高齢化の影響について取り上げると、高齢者の従属人口指数と高齢者向け福祉支出との関係及び政府債務残高対 GDP 比が、人口高齢化の先駆的存在である日本に近付いており、彼らの試算では2100年まで、日本の1980年から2020年の実績に近い推移をするとされており、政府債務残高対 GDP 比は2100年に200%に達すると推計されている（図表8、9）。



（4）安全資産バブル論とマクロ的な国債需給のアプローチの違いと補完性

Mian et al. (2025)や Auclert et al. (2025)では、ドーマー条件を満たすには、 $r^f < g$ なので、財政の持続可能性は $r - (1 - \bar{s})rp < g$ で考え、そこに国債の需給論を加えて政府

債務の積み上がりがどこまで許容されるかを考えている。前者のペーパーが大きな枠組みを考え、後者のペーパーがそのミクロ的基礎付けを加え、国債需要増（高齢化、格差、海外需要）が金利（ r^f ）低下を促し、これが財政余地の増加を生むという説明をしている。しかし一方で、政府債務の積み上がりがりリスクプレミアムを高めることも考慮すると説明している。

これに対して Brunnermeier et al. (2024) も、 $r - rp < g$ をみているという面では類似性があるが、安全資産の量は含めずに、コンビニエンス・イールドを直接 rp として扱っているのが特徴である。その上で、資産価格（ q ）を重視した資産価格論を展開しており、予備的貯蓄需要が安全資産需要につながり、そのサービスフロー（場合によりバブル）の存在によって財政余地が拡大する、但し均衡は自己実現的であると説明している。どちらも最終的には安全資産への超過需要を見ている点では同じであるが、Mian et al. (2025) や Auclert et al. (2025) がなぜ国債金利（ r^f ）が低いのかを説明できても、なぜ市場は国債を安全資産とみなすのかを説明していないのに対し、Brunnermeier et al. (2024) はここを説明している点で、両者は補完的な関係にある、と解釈できる。但し、Mian et al. (2025) や Auclert et al. (2025) がコンビニエンス・イールドを国債需給によって構造的に決まると考えているのに対し、Brunnermeier et al. (2024) は、コンビニエンス・イールドが経済メカニズムだけでなく、人々の安全資産への信認によっても決まっているため、人々の安全資産に対する信認が崩れるとバブル均衡がバブルのない均衡に移行すると考えている点が異なる。

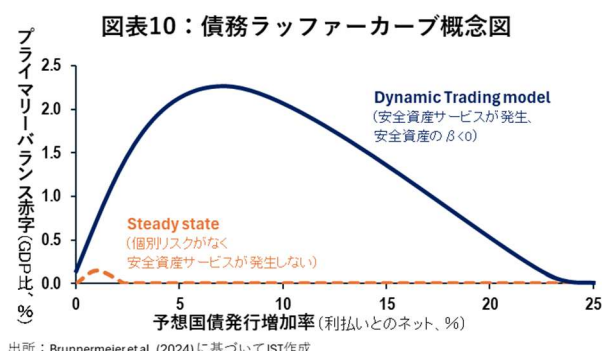
3. 許容され得るプライマリーバランス赤字・政府債務水準とバブル均衡がシフトする条件

さて、国債バブルの議論に戻ると、先ほどバブルがシフトするための条件を議論したが、逆に言えばプライマリーバランスの赤字があまりにも大きくなって続くと、バブル均衡がバブルのない均衡に移行する閾値が存在する。Brunnermeier et al. (2024) は、国債が安全資産としてバブル価値を持つ場合、政府は新規国債発行を通じてそのバブル価値を実質資源として利用できると考える。この仕組みを彼らは bubble mining（バブルの採掘）と呼んでいる。すなわち、政府は市場が国債をファンダメンタル価値以上に評価していることを利用して、追加的な資金を調達できる。しかし、国債発行を増やし過ぎると安全資産としての希少性が損なわれ、バブル価値が縮小するため、そこから得られる歳入には上限が存在する。この歳入の上限をプライマリーバランス赤字と新規国債発行増加率の関係で表す指標を債務ラフナーカーブと呼ぶ¹¹。国債を発行すると、最初はバブル均衡を利用して、税収なしで税源が得られるが、国債を更に

¹¹ この意味で、Brunnermeier et al. (2024) の議論は、財政赤字の拡大余地に何らかの限界が存在することを明示的に示している。したがって、自国通貨建て国債を発行できる政府には本質的な財政制約がないと解釈されることがある現代貨幣理論（MMT）とは異なり、政府債務の持続可能性は安全資産需要や市場の信認によって規定されるという立場をとっている。

発行すると、既存国債の希少性が低下して安全資産サービスの価値が薄まるので、バブルが縮小する。このため、両者の関係は、いわゆるラフアーカーブの形状で表せる。

Brunnermeier et al. (2024)は、これを米国についてカリブレーションしている。結果は、図表 10 の通り、bubble mining を過度に行って新規国債発行伸び率が7.3%を超えると、政府は追加の実質歳入を確保できなくなるほか、bubble mining はプライマリーバランス赤字の対 GDP 比が2.25%のところが上限であることを突き止めている。この結果を他の研究結果と比べてみると、Aguiar et al. (2024)¹²の債務ラフアーカーブを読み解いてみれば、ピークはやはり対 GDP 比で2.0～2.5%となっており、ここでの試算結果と整合的である。この数値はカリブレーションの設定次第で誤差があることに注意する必要があるが、少なくとも複数の研究が同じ程度の閾値を示している。これは、現在のプライマリーバランス赤字幅（2025 年はCBO 推計で-3%）が続けば、赤字幅が大き過ぎて持続性が損なわれるが、CBO 推計の2030 年以降のように赤字幅が削減される（-2%前後）状態が続くならば、持続性が維持されることになる。



この試算を日本について行うことが今後の課題であるが、ざっと当たりを付けると、経済成長率は日本の方が低くてバブルの維持に不利、実質安全資産利回りは日本の方が低くてバブルの維持に有利、高齢化は日本の方が進んでいるのでバブルの維持に有利、となる。債務ラフアーカーブの形状を推測するための簡便法として、日米について直感的に以下の2つの相対関係を考えてみる。

$$\text{安全資産不足の強さ} = r^k - r^f$$

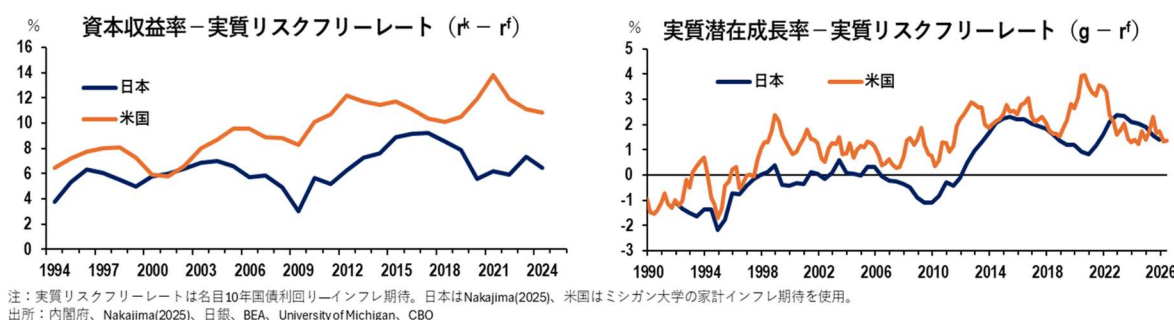
$$\text{バブルを維持する成長余力} = g - r^f$$

ここで、 r^k はリスク資産の利回り、すなわち資本収益率、 r^f はリスクフリーレートである。まず安全資産不足の強さを日米で比較すると、日本は r^k も r^f も低い、両者の差は、米国よりもかなり低い（図表 11）。すなわち、日本の方が投資機会が弱く、代替される資本収益率が低いため、安全資産不足の程度が弱く、米国よりも追加国債発行の便益が低い可能性が高い。言い換えると、債務ラフアーカーブの高さは日本の方が低い可能性が高い。次にバブルを維持する成長余力をみると、日本は g が低い、米国は r^f が高いので、両者の差は米国と殆ど変わらない。したがって、債務ラフアーカーブの右の裾野の広さは同程度である可能性が示唆される。もちろん、この分析だ

¹² Aguiar, M., Amador, M., and C. Arellano (2024), “Micro Risks and (Robust) Pareto-Improving Policies,” American Economic Review, vol. 114, no. 11 を参照。

けでは完全とは言えないにせよ、Brunnermeier et al. (2024)型モデルを直感的にみると、日本の方が耐えられる PB 赤字幅が小さい可能性が示唆される。

図表11：債務ラフアークを規定する諸条件

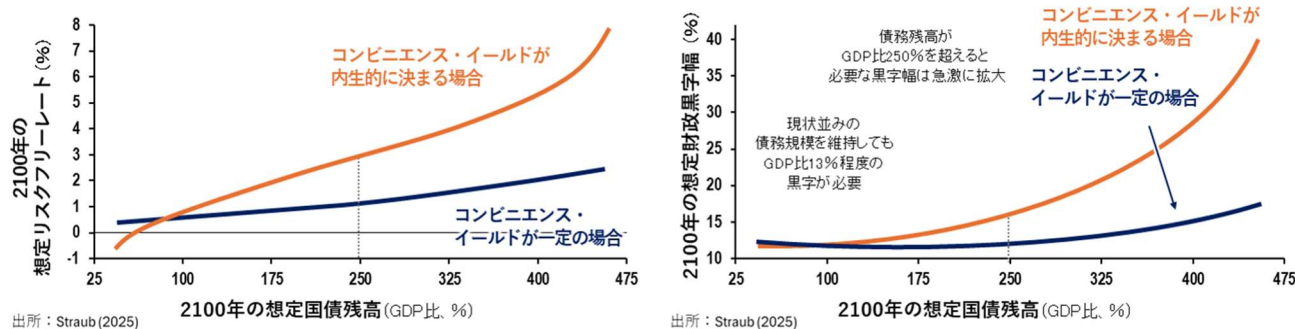


しかも、現在がこの均衡にあるとしても、この均衡自体、安全資産は皆が安全だと信じているからバブル均衡にあるという、かなり脆弱なものであることに注意する必要がある。市場がこの安全性を信じなくなると、バブル均衡が消え、安全資産サービスフロー成分が消滅し、資産の β が正方向にシフトしてしまう。

一方、国債需要の構造的な強さに着目する Auclert et al. (2025)に目を転じると、 $r - (1 - \bar{s})rp$ をリスクフリーレートとみなしたうえで、政府債務が積み上がることによって、2100 年にリスクフリーレートがどこまで上昇するか、その時に財政緊縮がどの程度必要かを計算している。この結果は、仮定の置き方によってバリエーションがあるようであるが、作者の一人 Straub (2025)¹³が Kansas City Fed のジャクソンホール・シンポジウムで披露したプレゼン資料を彼の最新の判断とみなして図表 12 に掲載した。これによると、オレンジの線にあるように、コンビニエンス・イールドは政府債務が増えるにつれてそのメリットが薄れていくことを内生化すると、政府債務の対 GDP 比が 250%のところで、政府債務の増加によって安全資産不足が緩和され、コンビニエンス・イールドの効果が縮小することを加味した試算で、リスクフリーレートが 2.75% となり、プライマリーバランスを対 GDP 比で 18%超分調整する（黒字化させる）ことが必要となる。これは現時点で許容される水準ではなく、あくまでも 2100 年時点で国債の需給バランスから許容される水準である。つまり、政府債務対 GDP 比が 250%が、それを超えて積み上がると必要な財政調整が急速に大きくなり、持続可能な均衡を維持することが困難になる閾値とみなすことができる。これ以上の政府債務増加を正当化するためには、さらに強い資産需要要因が必要となる。

¹³ Straub, L. (2025), “The Race Between Asset Supply and Asset Demand,” slides presented at Jackson Hole Economic Policy Symposium, 2025 sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City を参照。

図表12：米国 政府債務残高に対応する将来の金利・財政黒字幅の想定（2100年時点）



但し、Auclert et al. (2025)の研究に対して、2025 年の Kansas City Fed 主催のジャクソンホールでのコンファランスにおいて、討論者の Dynan (2025)¹⁴が述べたように、政府債務の変動に対する金利感応度がこれまでの研究に比べて低過ぎるので国債増発に伴う金利上昇圧力を過小評価している可能性がある。Straub もこの可能性を認めており、もしも Krishnamurthy, A., and A. Vissing-Jorgensen (2012)に沿って計算し直すならば、政府債務は対 GDP 比で 200%未満になろう、と発言していた。加えて、こうした試算が見落としている点として、Dynan やそれ以外の討論参加者から、外国人の米国債保有インセンティブが弱まる可能性であるとか、実際には財政危機は政府債務の積み上がりだけで生じるのではなく、経常収支の赤字基調が要素として加わるとか、政府に対する信認が弱まるといった様々な不確実性があるので確率論的に扱ってはどうか等の指摘がなされていた。信認に関する指摘は Brunnermeier et al. (2024)にも繋がる論点である。Straub はこうした指摘に価値があることを認めていて、政府債務対 GDP 比の閾値の数字をそれほど真剣にとらないでほしいと発言していた。したがって、政府債務残高対 GDP 比がこれより手前で持続性に限界が来るリスクも十分大きいとみておくべきであろう。と同時に、こうした不確実性を導入すると、国債需給だけではなく、市場参加者の期待形成や政府に対する信認が財政持続性を左右することになる。この点は、財政の持続性をバブル均衡の安定性の問題として捉える Brunnermeier et al. (2024)の視点に近い。

これを日本に適用するとどうなるだろうか。日本については国債の需要と供給の推計をしていないので、Brunnermeier et al. (2024)のところで得られた債務ラフナーカーブを規定する諸条件を Auclert et al. (2025)に応用すると、日本では $r^k - r^f$ が米国よりも小さいという点では、Brunnermeier et al. (2024) の議論と同様に、安全資産不足から生じる追加的な便益は米国より小さい可能性がある。もっとも、その背景には安全資産需要の弱さだけでなく、投資機会の乏しさから資本収益率自体が低いことも含まれている可能性がある。また、Auclert et al. はこれをコンビニエンス・イールドとして直接評価しているわけではなく、むしろ資産需要と資産供給の均衡からリスクフリーレ

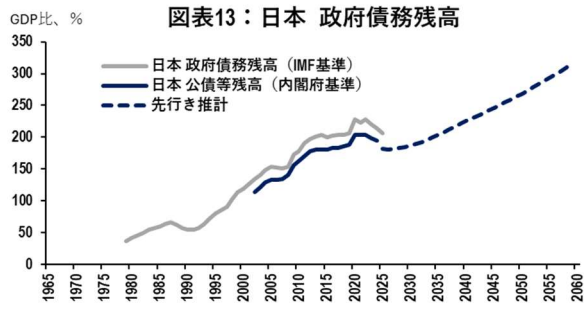
¹⁴ Dynan, K. (2025), “Commentary: ‘The Race Between Asset Supply and Asset Demand,’” commentary at Jackson Hole Economic Policy Symposium, 2025 sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City を参照。

トを導いている。また、日本では r^f の絶対水準が米国より低いことからみて、国債需要が供給を上回る程度はなお大きい可能性がある。その背景には、高齢化の進展などによる資産需要の強さがあると考えられる。しかし、国債増発に伴う金利上昇圧力や市場の信認の変化をどのように評価するかについては大きな不確実性が残る。したがって、Auclert et al. (2025) の枠組みに基づいても、日本が米国より高い政府債務対 GDP 比を将来にわたり安定的に維持できると結論付けることは難しい。日本では高齢化を背景に国債需要が強い可能性がある一方で、資本収益率の低さが示唆する投資機会の弱さや、国債増発に伴う金利上昇圧力、市場参加者の期待や信認の変化といった不確実性も存在する。したがって、国債需要と供給の構造的な均衡だけでなく、その均衡が市場の信認の下でどの程度安定的に維持されるかという観点から、Brunnermeier et al. (2024) が指摘する均衡の安定性や backup fiscal capacity の問題も併せて考える必要があるだろう。

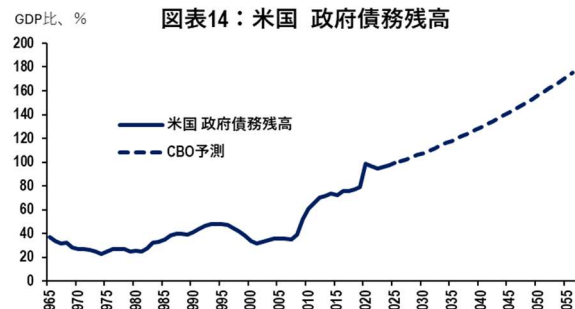
以上を踏まえ、日米の政府債務の持続性について、そのプライマリーバランス（前掲図表 1、2）と政府債務対 GDP 比の先行き推移の推計値（図表 13、14）を基に、考えてみよう。まず、日本は、現在でも IMF 基準の一般政府ベースでは政府債務残高対 GDP 比が実績で既に 207%程度に達している。先行きは、プライマリーバランスの今後の赤字幅が、Brunnermeier et al. (2024)によって米国について試算された閾値である 2.25%にとどまらない大きさになる可能性があることや、政府債務残高対 GDP 比は一般政府ベースよりも小さくなる中央・地方政府ベースでみても 250%を超えていく可能性がある。今後さらに政府債務残高対 GDP 比が Auclert et al. (2025)の目処としている 200%弱～250%を超えて積み上がると、必要な財政調整が急速に大きくなり、持続可能な均衡を維持することが困難になるとして、市場は警戒感を示す可能性がある。

これに対して米国は、プライマリーバランスの赤字幅は、現在の赤字幅が大きいものの、CBO 推計が正しければ、少し長い目でみるならば 2.25%以内にほぼ収まりそうとなっており、政府債務対 GDP 比も、2065 年時点でも 200%に近付くところまでであり、200%弱～250%の範囲内である。米国については、これらの研究を基準とすれば、現在利用可能な試算の範囲では持続性が維持される可能性があることが一応示唆される。但し、米国においてもバブル均衡からバブルのない均衡に移行するリスクがある点には、注意を要する。

しかも、前章で、市場がその信認を疑い始めたら、政府はプライマリーバランスの割引現在価値をプラスにしてファンダメンタルに安全な資産に移行できなければならないとして、バブルが維持できなくなる場合に増税・歳出削減を実行できる政治的・制度的能力により本源的価値で国債価格を支えられる能力（backup fiscal capacity）が必要であり、市場に平時からこれを示しておくことが重要、と論じた。政府は、この backup fiscal capacity への市場評価を弱めないような姿勢を示す必要があるほか、今後更に政府債務を対 GDP 比で積み上げていくことにも、慎重であるべきであろう。



注：先行き部分は、財政支出はKatagiri et al. (2025) をベースとし、消費減税や給付付き税額控除、防衛費増額を加えたもの。出所：内閣府、財務省、Katagiri, Koeda, Miyamoto, Nirei and Unayama (2025)、JST試算



出所：CBO

4. おわりにかえて

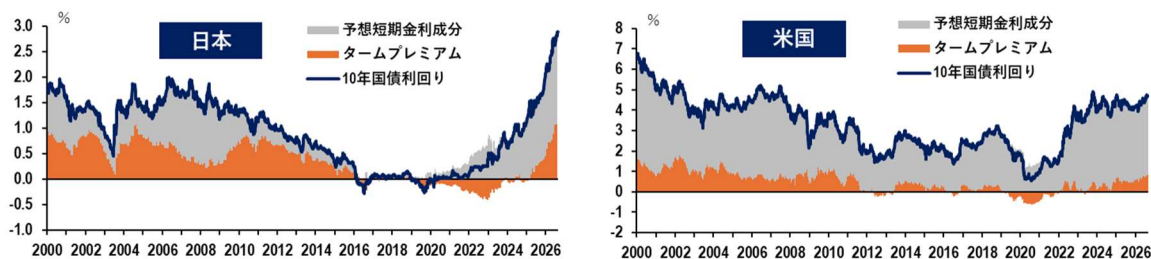
本稿では、政府債務の持続可能性に関する新しい考え方を紹介し、その枠組みに立てば、現在の日本の政府債務残高対 GDP 比は必ずしも直ちに持続不可能とは言えない可能性があること、また米国についても、現在の日本に近い水準まで政府債務を拡大できる可能性が示唆されることをみた。但し、仮にこうした均衡が成立しているとしても、日本では大幅なプライマリーバランス赤字の継続や政府債務残高のこれ以上の積み上がりは容易でない可能性があり、一方で米国は、ここで紹介した試算に従えば、政府債務残高の積み上がりになお一定の余力を有している可能性がある。

もっとも、この均衡は、国債が安全資産として認識されるから低い期待収益率でも保有され、その低い期待収益率が安全資産としての地位を支えるという、いわば「安全資産のトートロジー」とも呼ぶべき性格を持つ。市場参加者が別の均衡へと期待を切り替えれば、この均衡は崩れ得る。この点、日米国債 10 年金利の最近の動きを予想短期金利成分とタームプレミアムに分解すると（図表 15）、日米ともに最近では長期金利が上昇しており、米国では財務省が債務の買い戻し額を増やして長期金利の上昇を抑制しようとしている。一方、日本の方が上昇スピードが速く、うちタームプレミアムの上昇スピードが予想短期金利成分よりも速い。どちらもタームプレミアムが少し前まで 2000 年代前半よりもかなり低かったのは、日米の中央銀行が国債を大量に保有して長期金利を抑制してきたためである。長期金利の最近の上昇には、日米共に中央銀行が量的引き締め（QT）を行っていることも寄与しているが、例えば日本については、日銀（2026）¹⁵が国債買入れを減額した影響がストック・フロー両要因合わせて 25bp 程度と推計していることからみて、それ以外の要因の方が大きいと考えられる。具体的には、日本の政府債務の持続性への不安感と米長期金利の影響が考えられ、最近の変化ということでは、前者の影響が大きい可能性が高い。今後、バブル均衡が潰れて長期金利の上昇が加速することを防ぐためには、政府が必要に応じて増税や歳出削減を実施し、将来のプライマリーバランス黒字を拡大できると市場が信じていること、

¹⁵ 日本銀行企画局・金融市場局（2026）「日本銀行による国債買入れ減額の国債市場への影響」、日銀レビュー2026-J-11、日本銀行を参照。

すなわち Brunnermeier et al. (2024) のいう backup fiscal capacity が重要となる。とりわけ日本は、既に政府債務残高対 GDP 比が極めて高い水準に達しているだけに、将来にわたりそうした信託を維持できるかどうか、財政の持続可能性を左右する重要な要因となる。

図表15：日本・米国 10年国債利回りとタームプレミアム



注：日本のタームプレミアム、予想短期金利成分は6月末まで。10年国債利回りのみ、8月19日まで。米国は全て8月14日まで。出所：Macrobond, Nakajima (2025), NY Fed

最後に、最近の各国の政府債務の積み上がり、国債投資に対する最近のノンバンク金融仲介機関（以下、NBFI）の関与の拡大が、一般論として、金融政策に対しても3つの観点からチャレンジであることを、BISの論文を引用して述べておこう¹⁶。第1に、投資家が財政の持続可能性と市場流動性を再評価するようになるので、場合によっては財政リスクのリプライシングが国債金利を素早くかつ頻繁にスイングさせて金融環境を逼迫させ得ること、ここでNBFIがデレバレッジを行うならばその影響が増幅され得ること、である。第2に、政府債務が積み上がっていると、金融政策が引き締めを行うと、政府の利払い費を増加させて債券保有者に所得移転することによって金融引き締め効果を減少させる一方、高金利が財政展望を悪化させることによって政府債のリスクプレミアムを拡大させて金融環境を引き締めるため、金融政策のトランスミッションを複雑化させること、である。そして第3に、中央銀行はレポ市場や国債市場において市場の機能不全にこれまでよりも頻繁に対応せざるを得なくなる可能性があること、である。

中央銀行はこれまでのところこうしたチャレンジをうまく乗り切っているが、今後もしも乗り切っていくためには、健全な財政管理と規制の整備が必要となり、政府にとっては景気悪化時と回復時で対称的な財政政策を採るべきということになる。中央銀行にとっては、政府債務が市場機能不全に陥った場合の安全網としての措置は、一時的かつターゲットを絞ったもので、容易に巻き戻すことができるものでなければならず、これが金融政策の効果を弱めたり、レバレッジの過度な積み上がりを招くことで、政府債務・金融市場の脆弱性を却って定着させてしまってはならない、と述べられている。最後の部分は重要で、市場が政府債務管理に警鐘を鳴らす度に中央銀行が国債を購入していたら、財政ファイナンスになってしまう。これらは特定の国を対象にした指摘ではないが、日米にとっても考慮に値する観点である。

¹⁶ ここでの指摘は、前述の“High public debt and shifting financial markets: challenges for central banks”を参照。

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。