

## Topics

- ▶ 長期金利の水準には財政への信認も影響するため、必要な財政出動は行いつつも財政健全化の歩みを止めないことが重要。
- ▶ 過去、日本の基礎的財政収支は外的なショックによって一時大きく悪化したが、それ以外の時期では基礎的財政収支の改善も見られた。
- ▶ 税金は名目GDPと一定の連動性がある。日本の財政健全化のためには、賃金と物価の好循環によって、名目GDPが増加することが重要。

ストラテジスト 中野 貴比呂

## 長期金利水準には財政への信認も影響

日銀は7月と10月に長短金利操作運用の柔軟化を決定しました。今後、日銀が金融緩和の解除を一段と進めた場合、低く抑えられてきた日本の長期金利は今までとは異なる水準で推移する可能性があります。中長期的な長期金利の水準には、経済成長率や物価上昇率のほか、財政への信認も影響します（筆者執筆の2023年7月7日発行「日本の長期金利の目安を探る」ご参照）。

財政への信認が維持されるためには、必要な財政出動は行いつつも、財政健全化の歩みを止めないことが重要であると考えます。今回は、財政への信認について展望するため、日本の財政の見通しを振り返ります。

## 日本の財政の見通しを振り返る

まず、最新の見通しを確認します。内閣府公表の7月時点の中長期の経済財政に関する試算では、TFP（全要素生産性）が高まる「成長実現ケース」とTFPが高まらない「ベースラインケース」の2つのシナリオが提示されています。TFPとは、資本や労働の投入量の増加以外の経済成長を生み出す要因のことです。中長期的な実質GDP成長率は「成長実現ケース」で年2%程度、「ベースラインケース」で年0%台半ば、名目GDP成長率は「成長実現ケース」で年3%程度、「ベースラインケース」で年0%台半ばの想定です。

政府は2025年度に基礎的財政収支（プライマリーバランス）を黒字（プラス）化する目標を掲げています。基礎的財政収支とは、税金や税外の収入と国債費を除く歳出の収支で、社会保障や公共事業などの行政サービスに必要な経費を税金等で賄っているかを示す指標です。2025年度の「成長実現ケース」、「ベースラインケース」（ここでは復興対策費等を含むベース、政府資料は除くベースを中心に論じています）の基礎的財政収支はともに小幅の赤字（マイナス）となっています。ただし、「成長実現ケース」では2026年度に黒字化し、その後黒字が拡大する見通しとなっています。一方、「ベースラインケース」では黒字化に至らない見通しとなっています（図表1）。

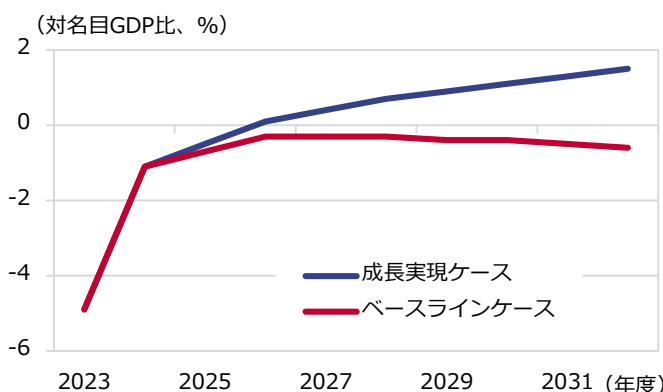
続いて、現実は見通し通りとなるのかを考えるため、過去の基礎的財政収支の見通しと、実際の基礎的財政収支の動きを振り返ります。過去の見通しと比べ、実際の基礎的財政収支は2008年の世界金融危機、2020年の新型コロナウイルス感染拡大を受けて、一時大きく悪化しました（図表2）。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 日本の基礎的財政収支の見通し

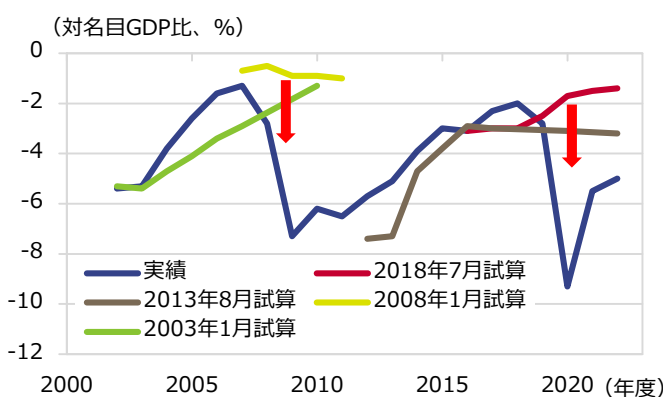


期間：2023～32年度。データは年度ごと。

注：2023年7月時点の試算。復旧・復興対策及びGX対策の経費及び財源の金額を含んだベース。GX（グリーン・トランスフォーメーション）とは、環境に負担が少ないエネルギーの活用を進める活動。

出所：内閣府のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 日本の基礎的財政収支の過去の見通しと実績



期間：実績は2002～22年度。過去の見通しは現在から約5年ずつさかのぼったものを使用。2003年1月試算は02～07、10年度。2008年1月試算は07～11年度。2013年度試算は12～17、20、22年度。

注：2018年7月試算はベースラインケース（復旧・復興対策の経費及び財源の金額を含んだベース）。2013年8月試算は参考ケース（復旧・復興対策の経費及び財源の金額を含んだベース）。2008年1月試算はリスクシナリオ（歳出削減ケースB）。2003年1月試算は基礎年金国庫負担割合1/2の場合。2023年7月試算の2022年度までのデータを実績とみなして使用。間の年度のデータがない場合はデータがある年度を線で結んだ。

出所：内閣府のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

なお、過去の試算については、複数のシナリオがある場合、慎重な見直しを選んで表示しています。日本の基礎的財政収支は、大きな財政出動を迫られる外的な要因によって、慎重な想定の見直しよりも、さらに悪化したことが確認できます。外的な要因に対しては、日本の政策対応に限界があり、一時的な財政状況の悪化はやむを得ない部分があります。一方、外的なショックの影響が強い時期以外には、基礎的財政収支の改善が進んだ時期もありました。そのため、想定外の景気の落ち込みや、外的なショックがなければ現実は見直しから大きく下振れしない形になると予想されます。外的なショックの発生は予測困難ですが、効率的な財政出動を行うことで経済成長を図りつつ、着実に財政健全化を進めることが重要だと考えられます。

現在議論が進められている一時的な所得税の減税や防衛費確保のための増税などに不透明な部分があるため黒字化達成の判断は難しいですが、2025年度の基礎的財政収支は見通しに近い形になると予想されます。

## 税収と名目GDPは一定程度連動

少子高齢化に伴い社会保障関係費は今後も増大が続くと見込まれ、歳出を賄うだけの税収を確保することが財政健全化のため必要になると考えられます。ただし、税率の引き上げは国民負担の増大を伴うため、経済成長による税収の増加が重要になると考えられます。

財務省の令和4年度決算概要によると一般会計の税収は約71兆円となっています。所得税収は約23兆円、法人税収は約15兆円、消費税収は約23兆円で、この3税で税収の8割を超えています。所得税は個人の所得、法人税は法人の所得、消費税は幅広い取引（消費）に対して課税されます。三面等価の原則からGDP（国内総生産）は、生産、支出、分配のいずれの面からも概念的には一致します。分配面から見たGDPでは、雇用者報酬は個人の所得、営業余剰は法人の所得に関する項目です。支出面から見たGDPでは、民間最終消費支出には消費税の課税対象となる取引が多く含まれています。名目GDPが増加すれば、税収も増加すると考えられます。

名目GDPの増加が税収に影響するまでの時間的なずれに注意が必要となりますが、名目GDPと所得税収、法人税収、消費税収の前年度比は、一定程度連動して動いていることが確認できます（図表3）。財政健全化のため、名目GDPの増加が重要であると考えられます。

## 賃金上昇の動きの広がり重要に

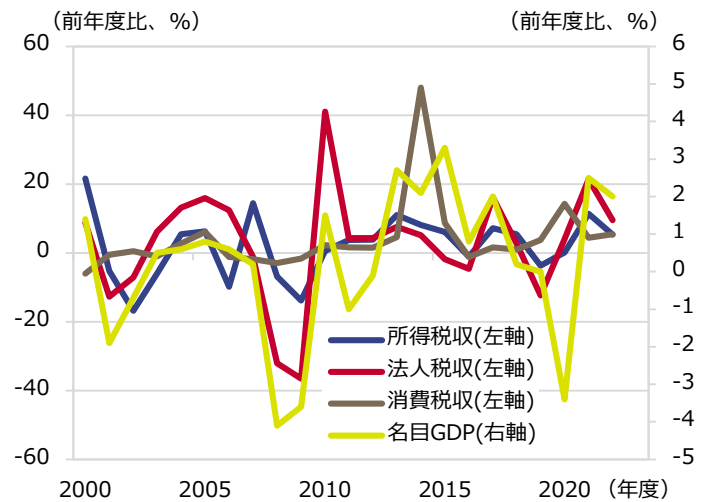
最後に名目GDPと実質GDPの動きを確認します。経済の動向を見る場合、物価変動の影響を除いた実質GDPを見ることが一般的です。ただし、税収の動向を探る上では名目GDPも重要です。過去には、名目GDP成長率が実質GDP成長率を大きく下回る時期がありました（図表4）。

今後、日本では人口問題から潜在成長率が伸び悩む可能性があります。そのため、持続的で安定的な物価上昇によって名目GDPが支えられることが必要になると考えます。その実現には、賃金上昇の動きが広がることが重要です。賃金上昇を伴わない物価上昇は実質購買力の低下を招き、国民の経済的な豊かさを損ないます。賃金上昇の動きが一部にとどまる場合も、経済的な格差が拡大し、社会的な分断と不安定さを招く恐れがあります。日本の財政健全化と望ましい経済・社会の発展のため、賃金と物価の好循環の実現が重要になると考えられます。また、財政への信頼を維持できれば、日本の金利は経済成長率と物価上昇率に見合った水準で落ち着いた推移をすると見込まれます。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3 日本の名目GDPと税収の推移

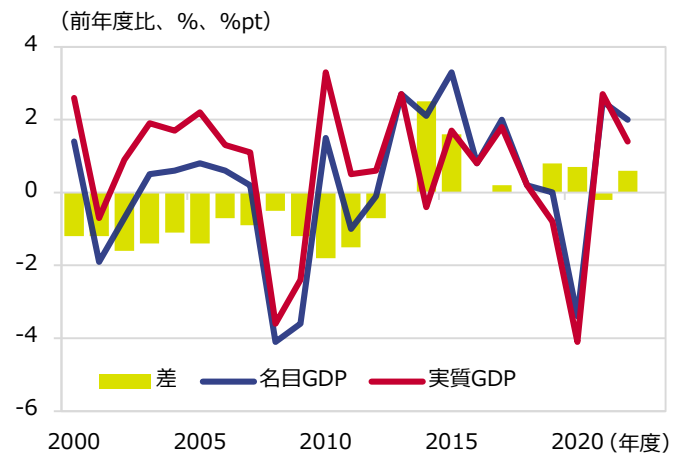


期間：2000～22年度。データは年度ごと。

注：2021年度までは決算、2022年度は決算概要。税率引き上げなどの影響は補正せずそのまま表示しているため、高く出ている年度などがある。

出所：内閣府、財務省のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 日本の名目GDPと実質GDPの推移



期間：2000～22年度。データは年度ごと。

注：差は名目GDP前年度比－実質GDP前年度比。

出所：内閣府のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

### 【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。