2026 年 11 月 15 日

ストラテジーブレティン（410 号）

財源論の真実

～数百兆円の投資余力を持つ日本財政～

ヒーローかアナクロニストか

食品にかかる消費税減税が 11 月 6 日衆院で可決され、参院へ送られた。採決時に退席した石破氏、船田氏、小渕氏、古川氏の自民党 4 議員に対してメディアでは毀誉褒貶があふれている。消費税減税は財源無視の国民の歓心を買う悪い政策であり彼等はヒーローだという見解、いやそうではなく古い財政観にとらわれたアナクロニストだという見解、見方は真っ二つに分かれている。分岐点はやはり財源論であろう。先の衆院選では消費税減税が自民党の公約であったこと、採決への不同意は自民党の党議決定に違反していること等の形式論からの批判もあるが、4 議員が信ずる大義が正しいのであれば、批判は小事に過ぎないという反論も成り立つ。

渡辺努教授の財源論

財源論に関して大手メディアの多くは政権に批判的である。日経新聞は 11 月 6 日の「生煮えの消費税法案を国会は認めるのか」とする社説で、財源を示さないまま、「極めてコスパの悪い政策」（渡辺努東大名誉教授の国会参考人発言）に賛成した与党の姿勢に、あきれるほかはない、と評した。

日経社説が引用した物価研究の第一人者渡辺名誉教授の国会での説明は（10 月 27 日）二つの主張から成り立っていた。一つは消費税減税がそのまま価格に反映されることはないため物価高対策としては効率の悪い政策であること、後一つはインフレにより膨大な債務者利得が発生しており、最大の受益者は政府で、その額は 195 兆円（渡辺氏試算）にも上ることである。教授はこの巨大なインフレ利得は様々な使い道があると述べて、婉曲に消費税減税の財源は全く問題ないことを示唆した。この肝心の後者に関してはメディアでは全く報道されず、渡辺教授の消費税減税批判の側面だけが、喧伝されてしまった。

渡辺教授の指摘を待つまでもなく、食品に対する消費税減税がベストの政策とは言えないだろう。しかしインフレと高負担にあえぐ国民生活救済策としては、食品にピンポイントを当てた政策はベターであり十分に効果がある。やらないよりはやった方がいい政策であることは明らかである。

時代遅れの財務省の取得原価主義

矢張り議論の核心は財源論である。財務省は金利のある時代に入り利払い負担が増加して財政赤字が拡大し日本国債は格下げに向かうリスクがあるなどと、恐怖心をあおっている。しかし渡辺努教授はインフレにより巨大な利得（＝借金元本の目減り）が発生して財政の支払い余力が大きく高まると主張する。このどちらが正しいのか。経済学的には議論の余地なく渡辺教授の主張が正しい。インフレによる借金の目減りを無視し、インフレとともに起きる金利上昇だけを計算するやり方は不公正であり、誠実な態度とは言えない。財務省が墨守する取得原価主義（借金も資産も取得後の価値は変わらない）は時代遅れでダイナミックに変化する経済環境には全く対応できなくなっている、と言える。

そこで浮上するのが日銀による資金循環統計である。資金循環統計は、各経済主体の資産負債勘定を時価で評価する精緻な統計で、経済・金融の全体像把握にとって最も優れたデータを提供してくれる。この資金循環統計に基づいて日本の財政事情を分析すると、日本の財政力が急速に改善している、と言う驚くべき事実が明らかになる。

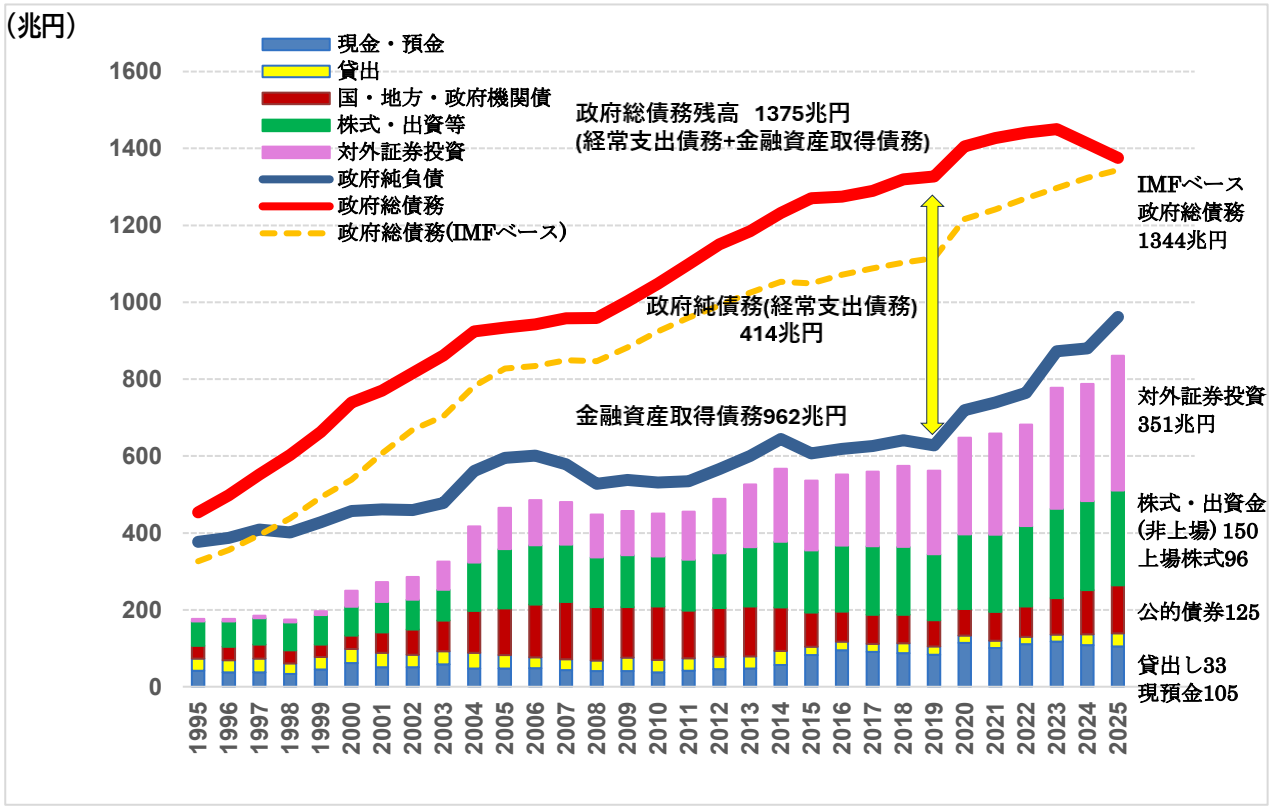
株式会社　武者リサーチ
代表
武者 陵司
E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp
〒108-0075
東京都港区港南 2-16-7

日銀資金循環統計で発見される日本政府の巨大な財政力

日本の一般政府(一般会計・特別会計・政府関係機関等の中央政府、地方政府、GPIF 等の社会保障基金の 3 部門の合計)の債務合計は、2023 年度末の 1450 兆円をピークに、2024 年度末 1413 兆円、2025 年度末 1375 兆円と減少に転じている。国債発行残高がインフレで目減りしているからである。この 2 年間の国債発行残高は財務省による取得原価(簿価)ベースでは 57 兆円の増加、資金循環統計による時価ベースでは 69 兆円の減少となっており、2 年間で 126 兆円の債務残高の目減りが起きていると計算できる。

他方日本政府が所有する金融資産額は積極的資産投資と資産価格の値上がりによって、大きく増加してきた。2022 年度末 765 兆円、2023 年度末 872 兆円、2024 年度末 880 兆円、2025 年度末 962 兆円である。その結果時価ベースで見た政府の純債務が急減している。純債務のピークは 2019 年度末の 700 兆円(対 GDP 比 122.6%)であったが、2025 年度末は 413 兆円(対 GDP 比 62.0%)まで低下した。この純債務 GDP 比率は G7 諸国の中でもドイツ、カナダに次ぐ良好な水準である。

図表 1: 日本政府総債務・純債務と種類別金融資産保有額(時価ベース)・・・閉じるワニの口



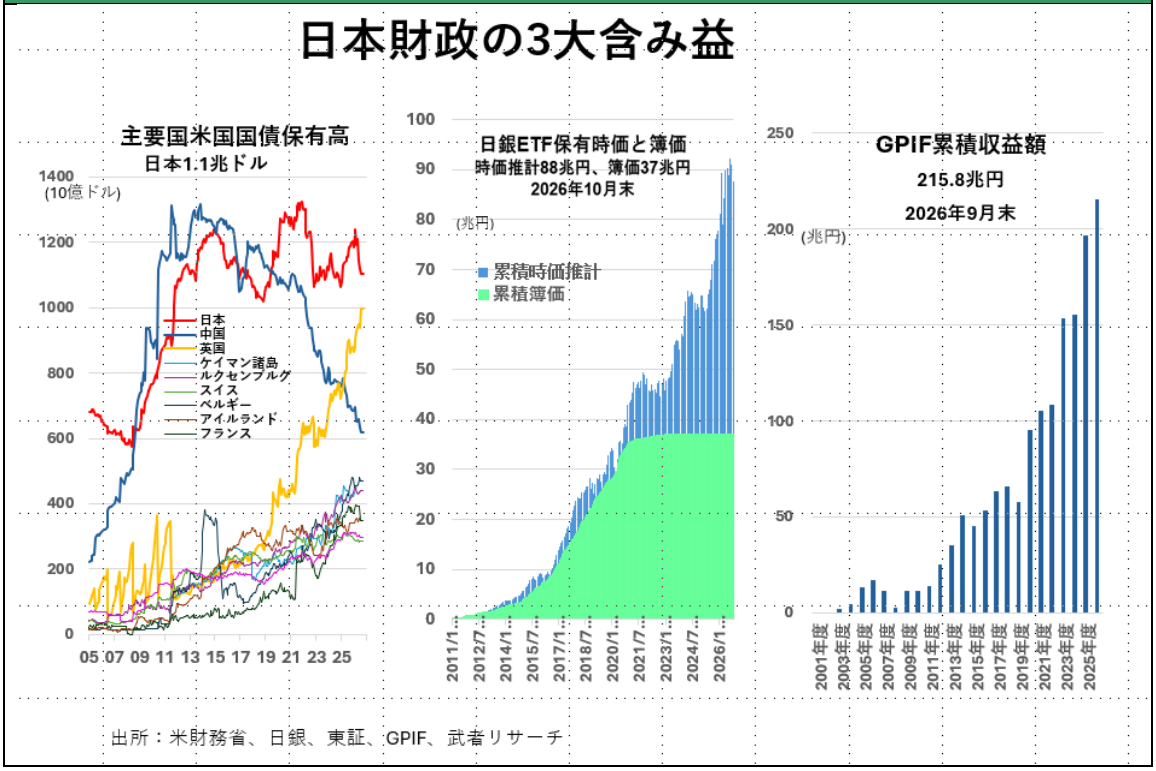
注:債権債務ともに時価ベース、IMF ベース政府総債務は簿価ベース
出所:日銀資金循環統計、日銀政府債務統計より武者リサーチ作成、

巨大な資産値上がり益

この政府保有の金融資産の値上がり益(円安による為替換算益を含む)が GPIF の資金運用益、外為特別会計での保有外貨評価益の増加となって、政府の隠れたポケットとなっている。更に資金循環統計では政府に含まれていない日銀による ETF 保有の評価益もある。GPIF の資金累積運用益は 2026 年 9 月末で 215.8 兆円に達しており、支払い準備としては相当過大である。日本の公的年金制度は、その時々の現役世代から保険料を徴収し、その時々の高齢者世代への年金給付に充てるという賦課方式をとっており、支払い準備としての大規模なファンドは必要ない。GPIF から年金特別会計への納付額は、2023 年度 4400 億円、2024 年度 3202 億円、

2025 年度 7034 億円と毎年 1 兆円にも満たず、それに対する運用資産額 314.4 兆円(うち累積運用益 215.8 兆円・・・2026 年 9 月末時点)は余りにも大きい。控えめに見ても 100 兆円以上の取り崩し可能であろう。また外為特別会計での米国国債保有額は 1.1 兆ドル程度と推定され、外貨資産取得時のドル円レート 110 円、売却時のレート 160 円とすれば、50 兆円以上の為替評価益が存在しており、売却時に実現できる。さらに日銀の ETF 保有による株式評価益は 2026 年 10 月末で 50 兆円強と推定される。これらの資産売却益は、税外収入として大きな財源になるが、その総計は 200 兆円に達するものとなるだろう。

図表 2: 日本財政 3 大含み益(外為・日銀 ETF・GPIF 運用益)



以上の分析から、債務の目減りと保有金融資産の値上がり益を足し合わせると、日本財政の支出余力は数百兆円と言う驚くほどの規模になると想定できる。今議論の焦点になっている 2 年 10 兆円程度の食品に対する消費税減税の財源は、日本財政の余力と比べれば雀の涙ほどのものであることが分かる。

このように、財源を根拠にした消費税減税反対論は余りにも的外れの議論である。衆院の消費税減税の際に退場した自民党 4 議員は「筋を通したヒーロー」ではなく、古い財政観に取り残された政治家と評するほかはない。

及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当っては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。