

一橋大学政策フォーラム
グローバルCOEプログラム・公開討論会
「国際的に広がる政府債務危機と金融不安」
2012年2月15日

日本財政を巡る課題

一橋大学経済研究所
小黒 一正

「社会保障・税一体改革素案」等の動き

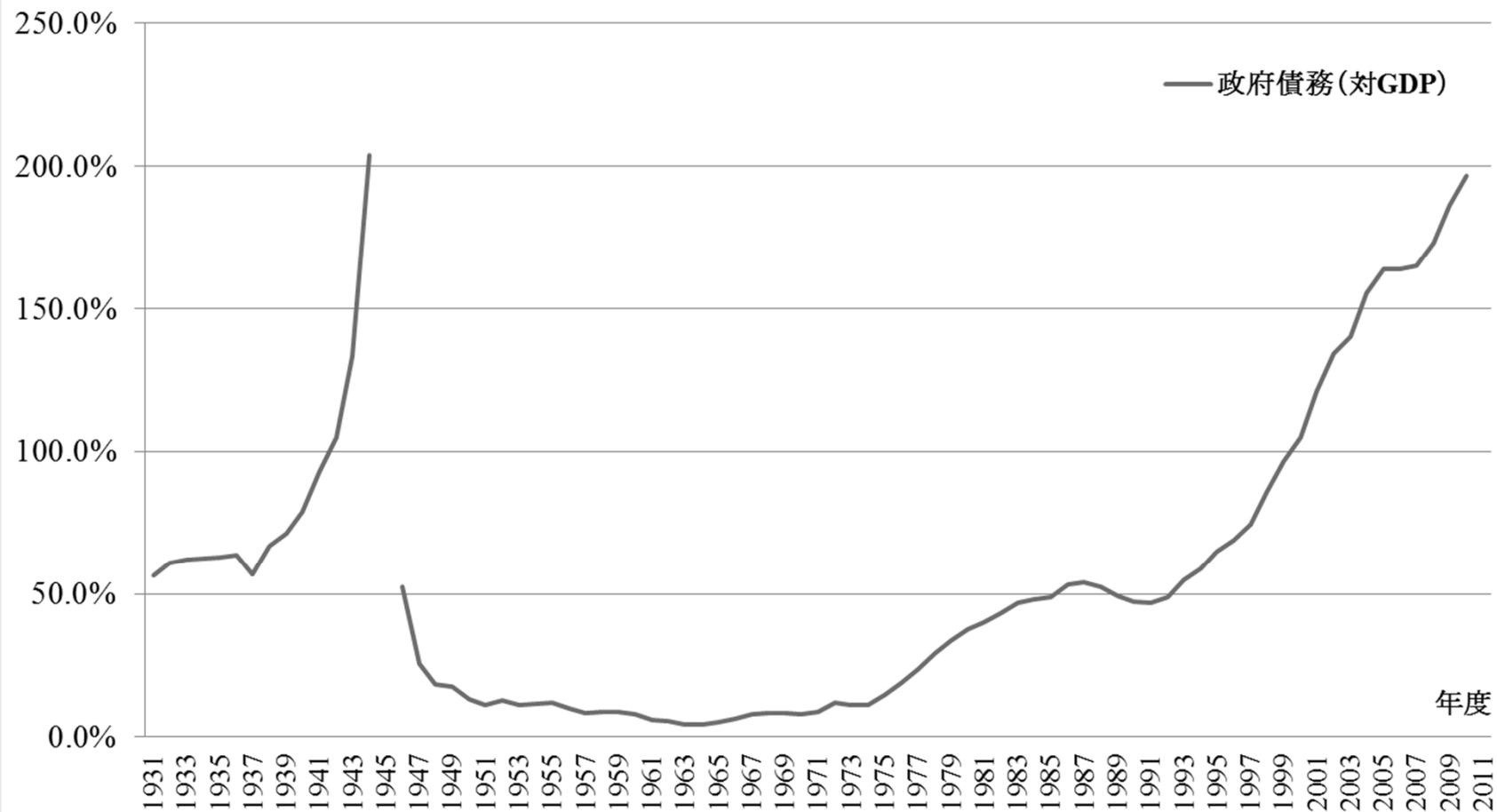
- 「社会保障・税一体改革素案」（2012年1月6日・政府・与党社会保障改革本部決定）からの抜粋

社会保障の機能強化・機能維持のために安定した社会保障財源を確保し、同時に財政健全化を進めるため、消費税について2014年4月に8%、2015年10月に10%へと、段階的に地方分を合わせた税率の引き上げを行う。

- 基礎的財政20年度黒字化、消費税6%分不足 一体改革実現でも（2012年1月24日・日経新聞・電子版）

内閣府は24日、経済財政の中長期試算を発表した。2015年度の国と地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス＝PB）の赤字は、名目国内総生産（GDP）比で3.3%分に達する。社会保障と税の一体改革素案に盛った消費増税が実現しても、10年度からの半減目標（3.2%）の達成は16年度になり、目標から1年遅れる。政府が黒字化を目指す20年度も3.0%の赤字が残り、この赤字解消には消費税でさらに6%分の引き上げが必要になる。

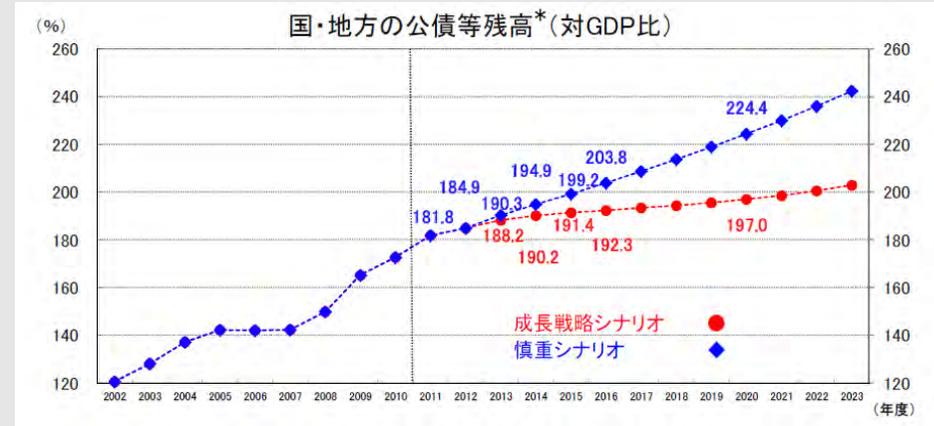
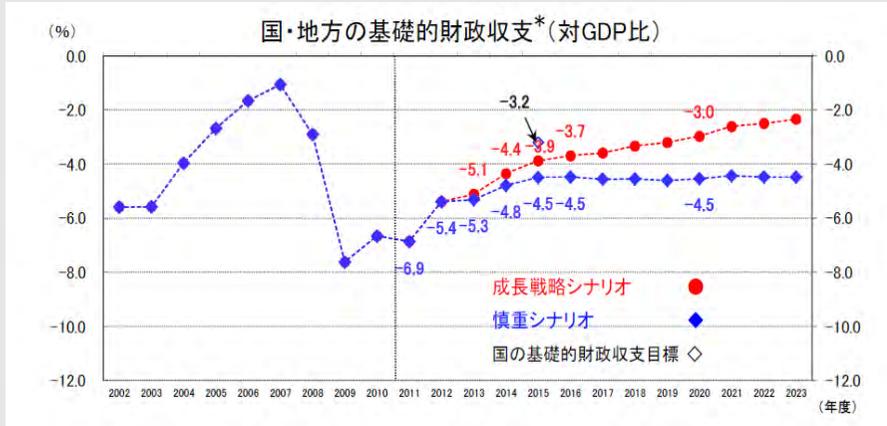
(参考) 急速に膨張する政府債務 (対GDP)



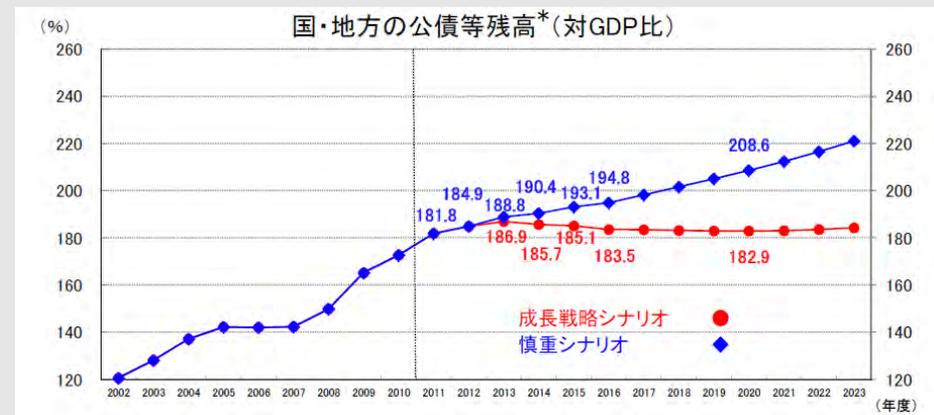
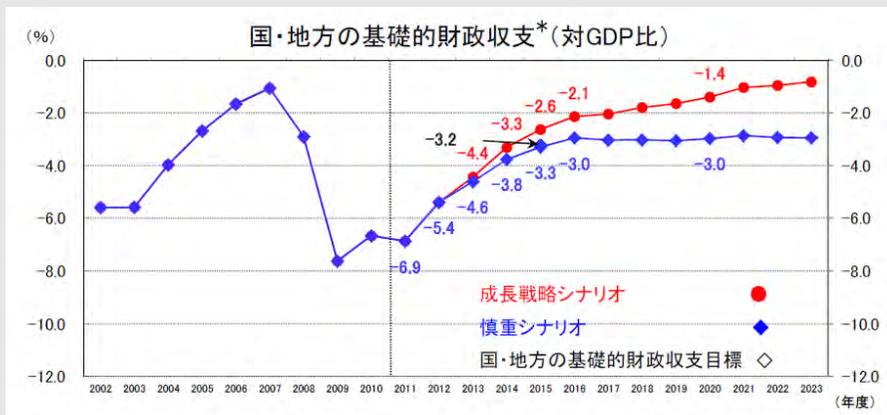
- (出所) 国民所得白書(39年度版)・総務省「日本の長期統計系列」内閣府「国民経済計算」等から作成

(参考) 経済財政の中長期試算(2012)

■ 一体改革なしケース



■ 一体改革ありケース



債務残高（対GDP）の安定化に必要な最終的な消費税率

Q. 毎年1兆円以上のスピードで膨張する社会保障費をどう制御するか。

- **Braun and Joines**（2011年8月）未定稿

- 【ベースライン】 2017年に消費税率33%が必要（2012年に消費税率10%にすることが前提）

- 【先送りケース】 2022年に増税するなら、消費税率37.5%が必要（2012年に消費税率10%にすることが前提）

- 【2%インフレのケース】 消費税率25.5%が必要

- **Sakuragawa and Hosono**（2011年7月）

- 債務残高を安定させるために消費税で賄う場合、2021年に5→16%、2031年に消費税率21%が必要

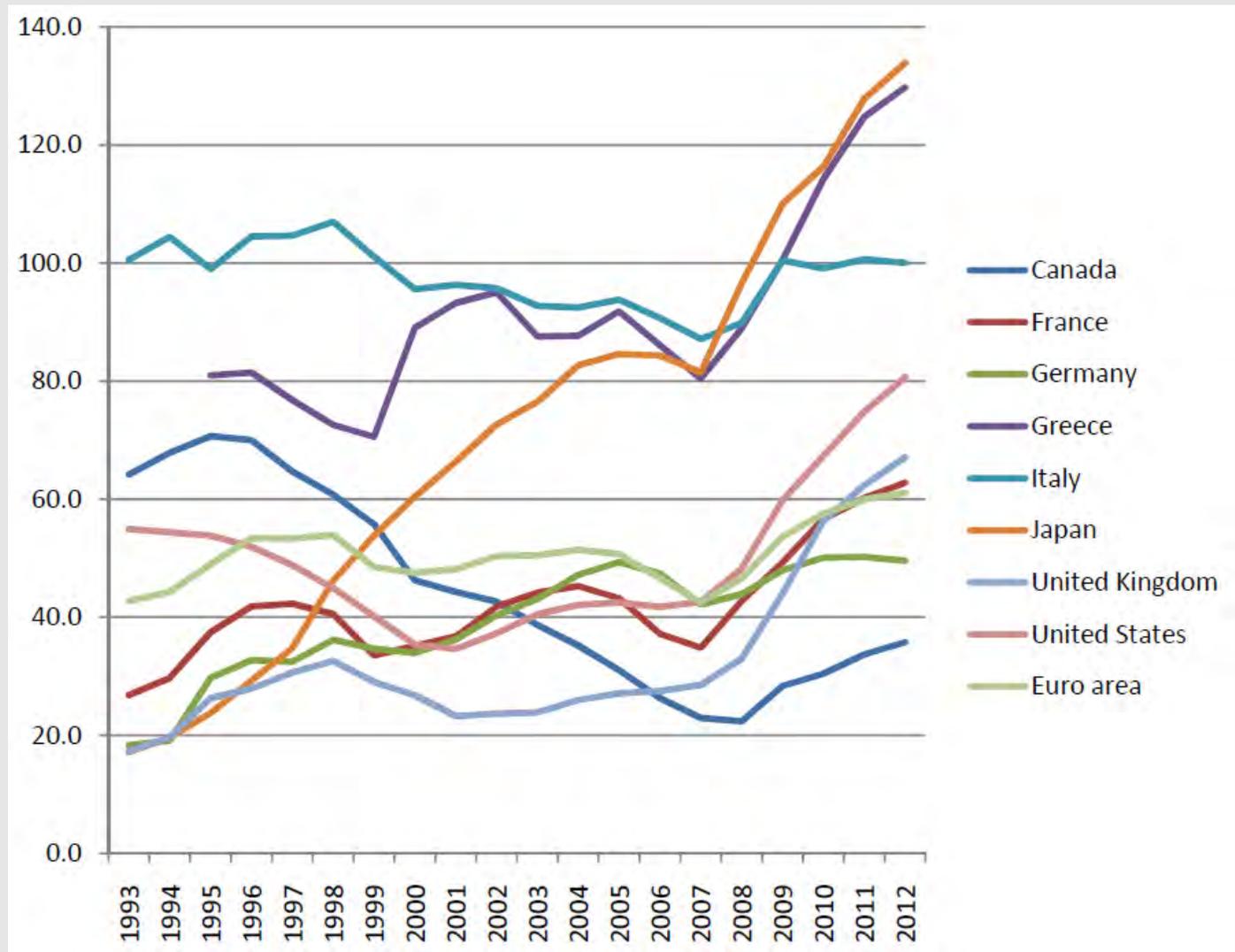
- **小黒・小林**（2011年11月）

- 2025年に20%、2055年に消費税率31%が必要（機械的試算）

- **小黒・島澤**（2011年9月）

- ピーク時に消費税率33.5%が必要（OLGモデル）

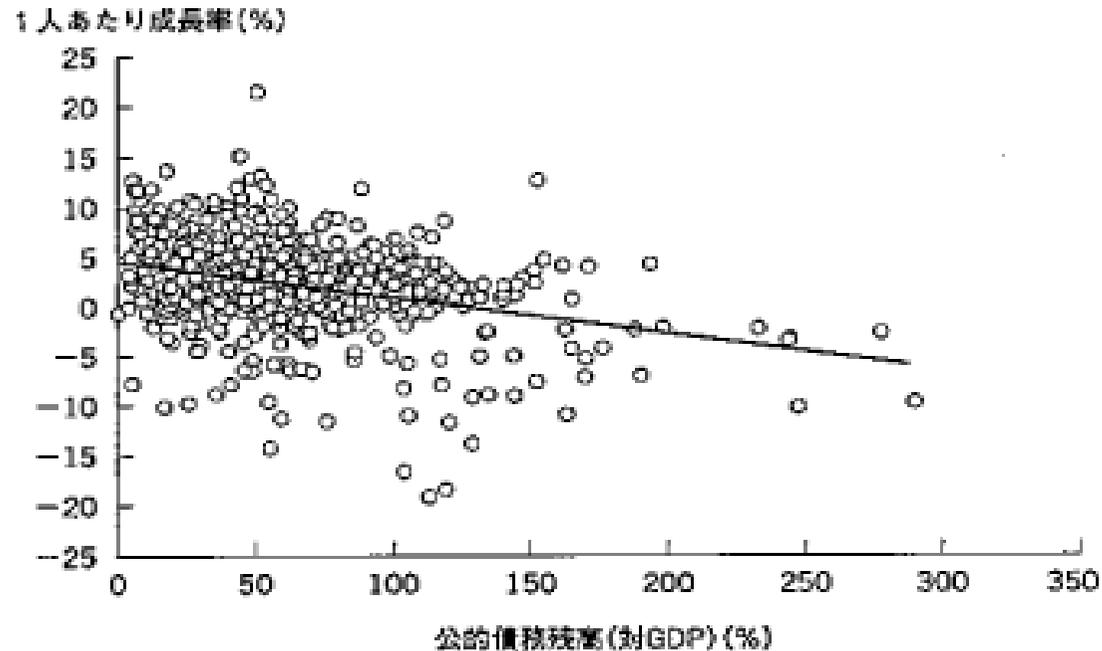
急上昇する日本の「純」債務（対GDP）



ロゴフ仮説 過剰な公的債務は成長を抑制する

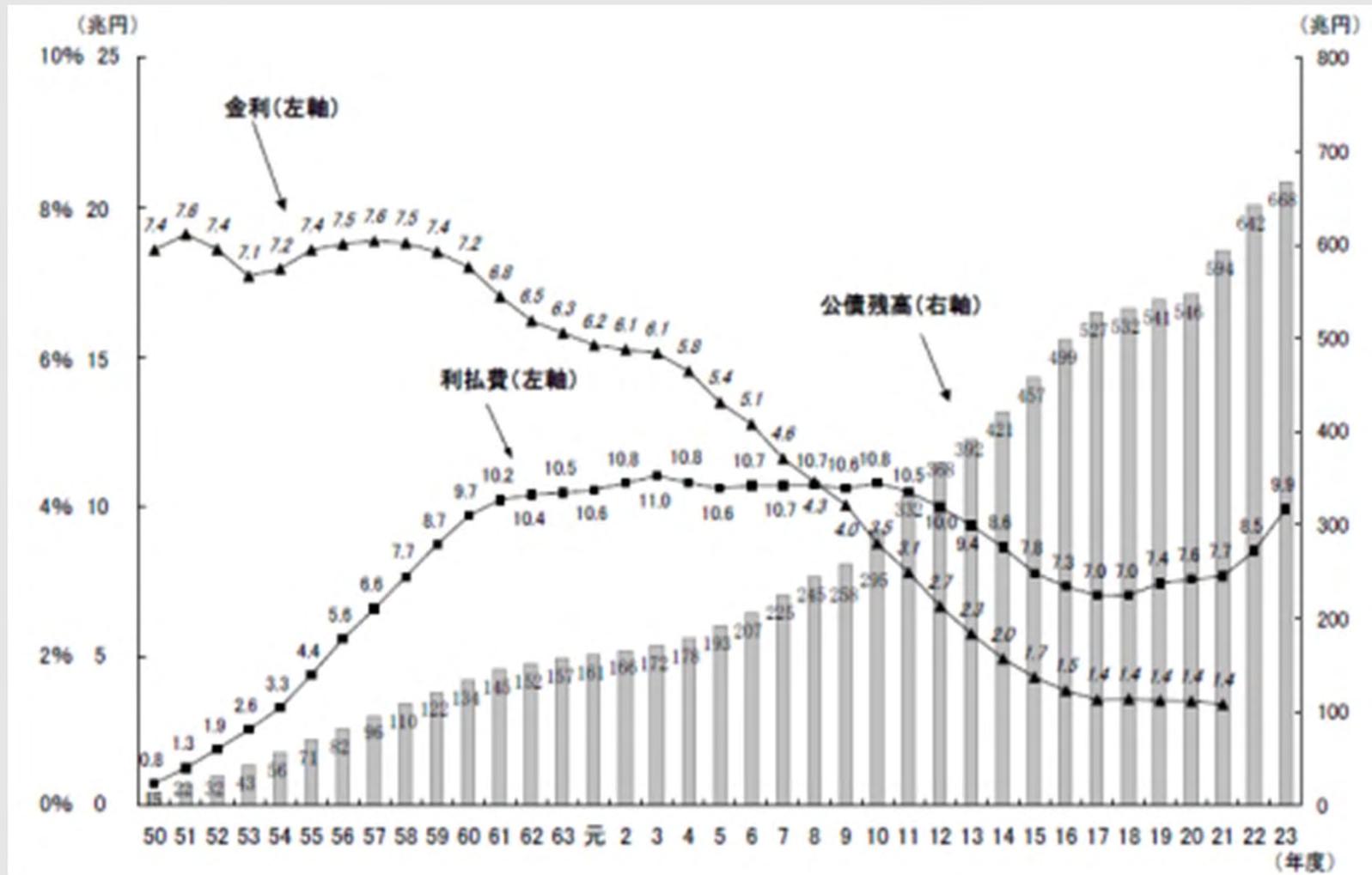
- 公的債務（対GDP）が90%を超すと、その国の成長率は平均して約4%も低下するというもの（44カ国の200年間の財政データを緻密に調査した結果）

図表25 1人あたりGDP成長率と公的債務残高（対GDP）の関係



〔出所〕「World Development Indicators 2008」から作成

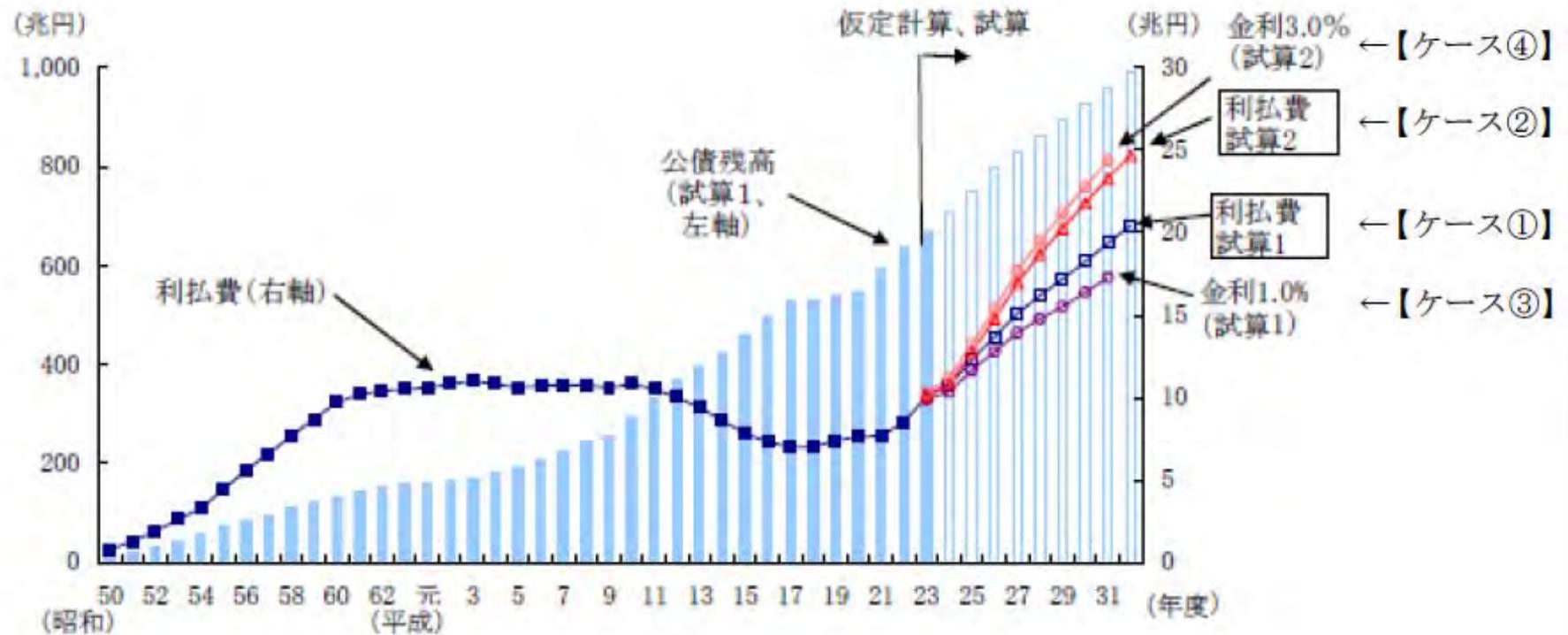
金利低下ボーナスの終焉



日本総研（2011）による債務残高と利払い費の推計

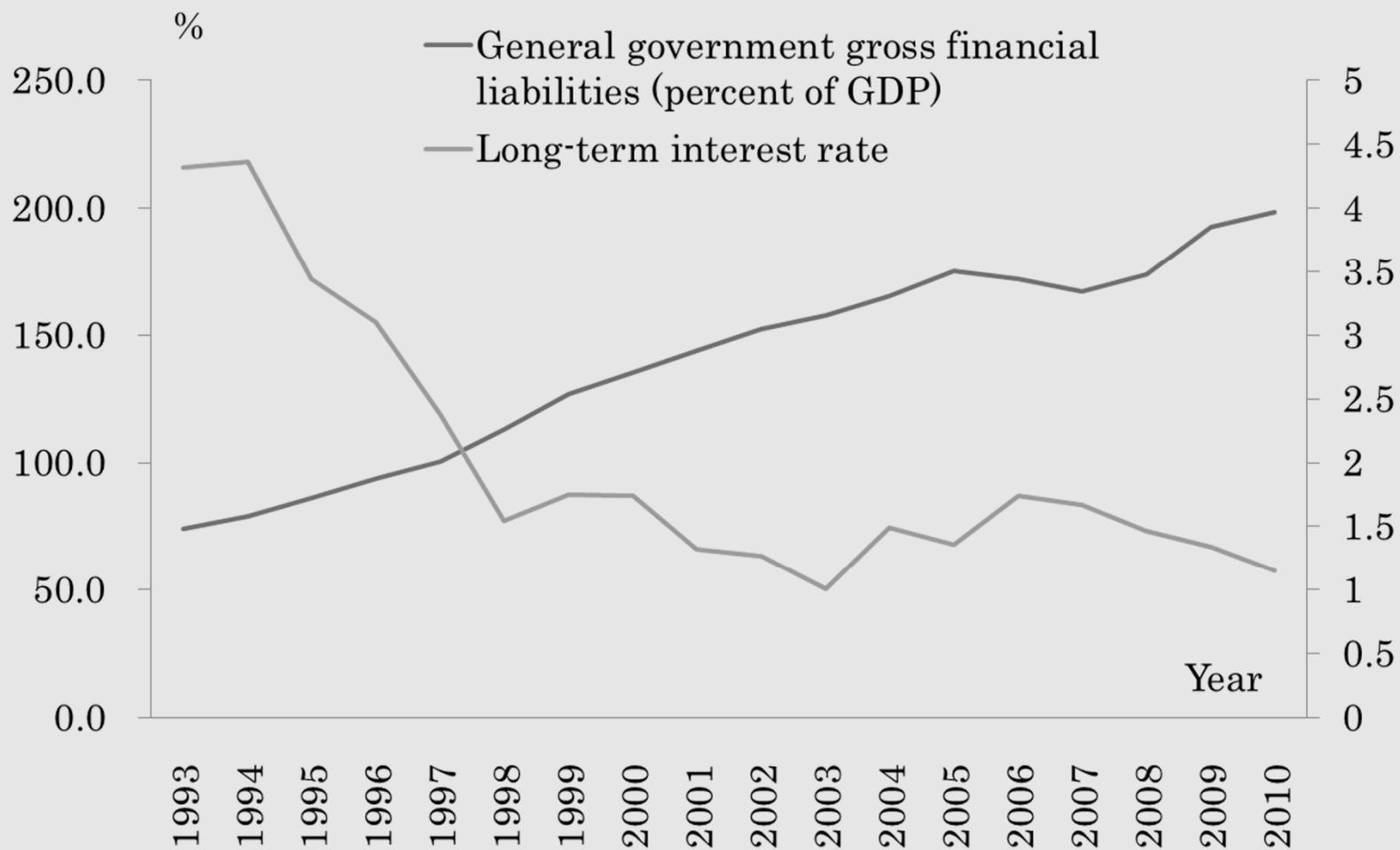
- 財務省(2011)「国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算」では【ケース①】「試算1」（+1.5%の低成長シナリオ）と【ケース②】「試算2」（+3.0%の成長シナリオ）の2つのケースを分析しているものの、どちらも金利2%（=10年国債の利回り）を想定。
- 日本総研(2011)は、感応度分析として、この金利が変化した場合の利払い費を推計している。具体的には、【ケース③】「仮定計算」の「試算1」（+1.5%の低成長シナリオ）で金利1.0%の状態が平成31年度まで一貫して継続するケースと、【ケース④】「試算2」（+3.0%の成長シナリオ）で金利3.0%の状態が平成31年度まで継続するケースの2つ。
- 最も甘い【ケース③】でも、平成21年度で約9兆円の利払い費は、平成31年度までの10年間で2倍弱の17.3兆円に達すると推計。つまり、金利が現在のように1%前後で推移しても、利払い費は急増する。なお、平成31年度における【ケース①】、【ケース②】、【ケース④】の利払い費は、各々、19.4兆円、23.2兆円、24.3兆円となっている。

参考) 日本総研 (2011) の試算



(出所) 日本総研(2011)「わが国の国債発行と財政運営の先行きをどうみるか」

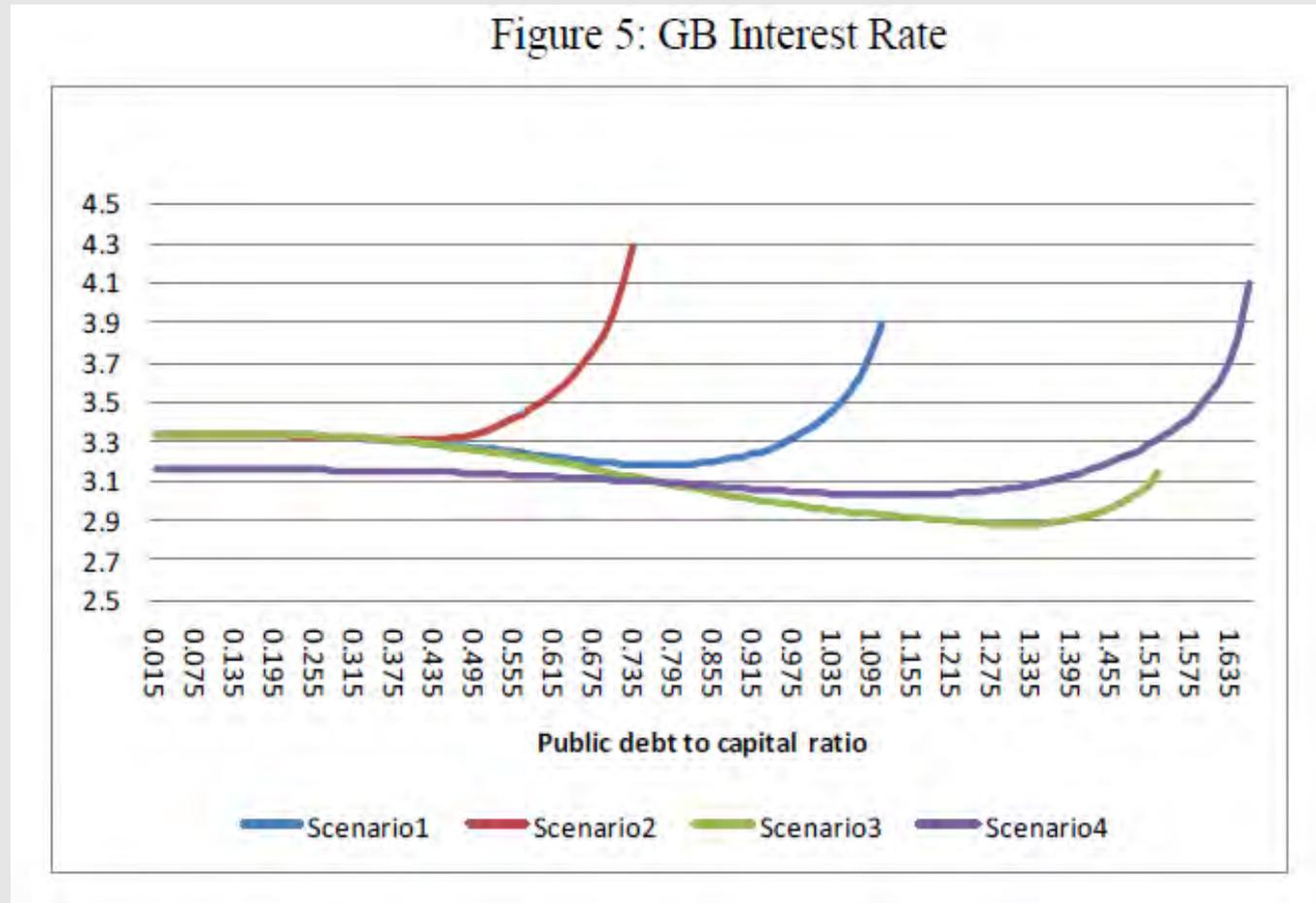
参考) 債務残高 (対GDP) と長期金利の推移



参考) 長期金利が低い理由

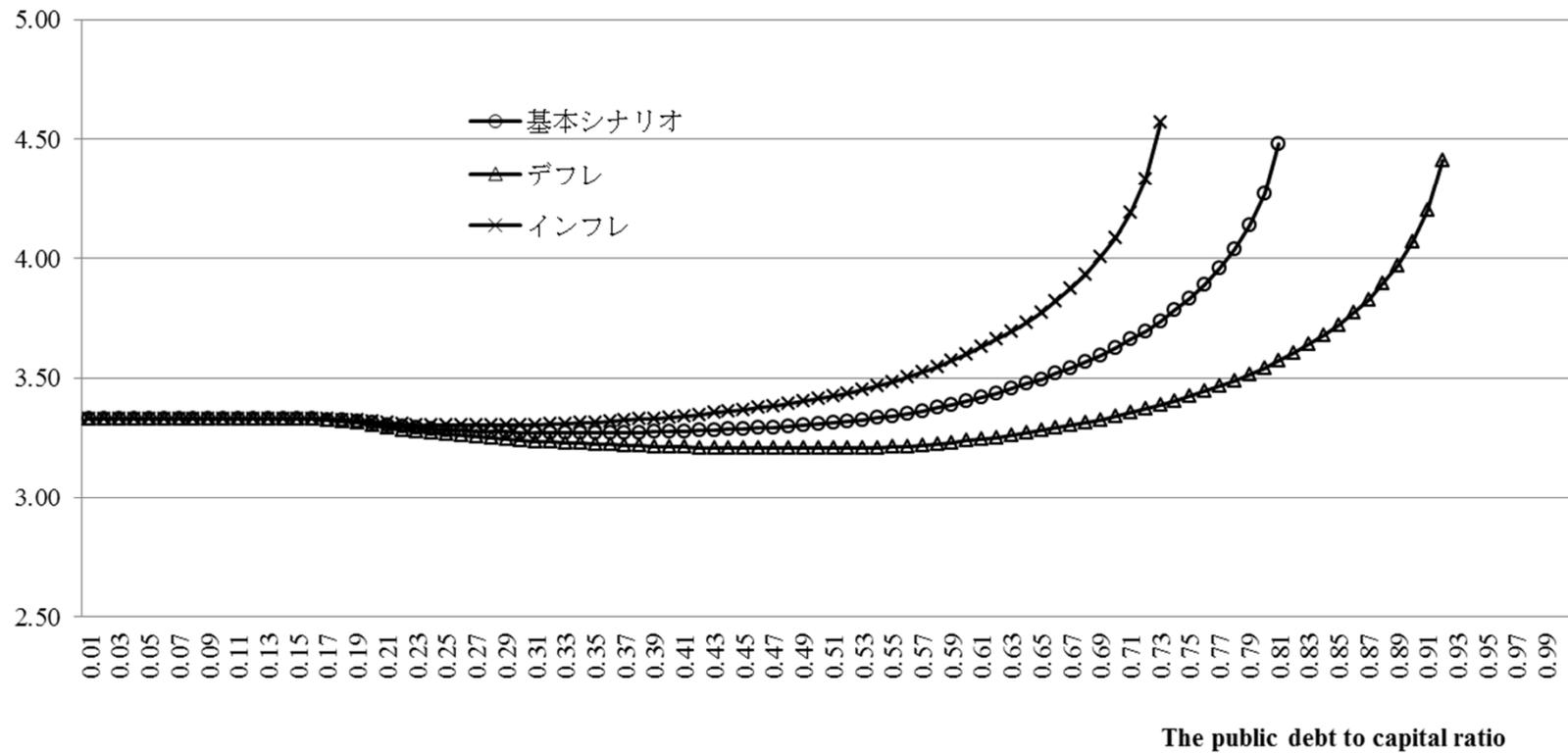
- 長期金利は主に、①潜在成長率と物価上昇率の期待や、②国債のリスクプレミアム、③海外金利との裁定で決まる。
 - ・ 銀行等は貸出金を減少させ、国債購入
 - ・ 日本国債は国内で9割以上が保有され、海外投資家の影響を受けにくい。
 - ・ 欧州（15－25％）と比較して低い消費税率
- リスクプレミアムの中身は何か
 - ・ 財政破綻が顕在化したときには、①歳出削減・増税、②デフォルト、③日銀引受けの3つの選択肢
 - ・ 100の国債のとき、以下を市場が期待するとプレミアムは低下（再建の信認が崩壊すると、一気にプレミアムは上昇する可能性）
 - 1) 債務残高（対GDP）＝低、破綻確率20%
歳出削減＋増税＝50ならば、リスクプレミアム分＝ $50 \times 0.2 = 10$
 - 2) 債務残高（対GDP）＝高、破綻確率70%
歳出削減＋増税＝90ならば、リスクプレミアム分＝ $10 \times 0.7 = 7$

参考) 閉鎖経済では財政危機に陥る「閾値」が存在する可能性



(出所) Oguro and Sato (2011) "Public Debt Accumulation and Fiscal Consolidation," Center for Intergenerational Studies, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, Discussion Paper Series No.517

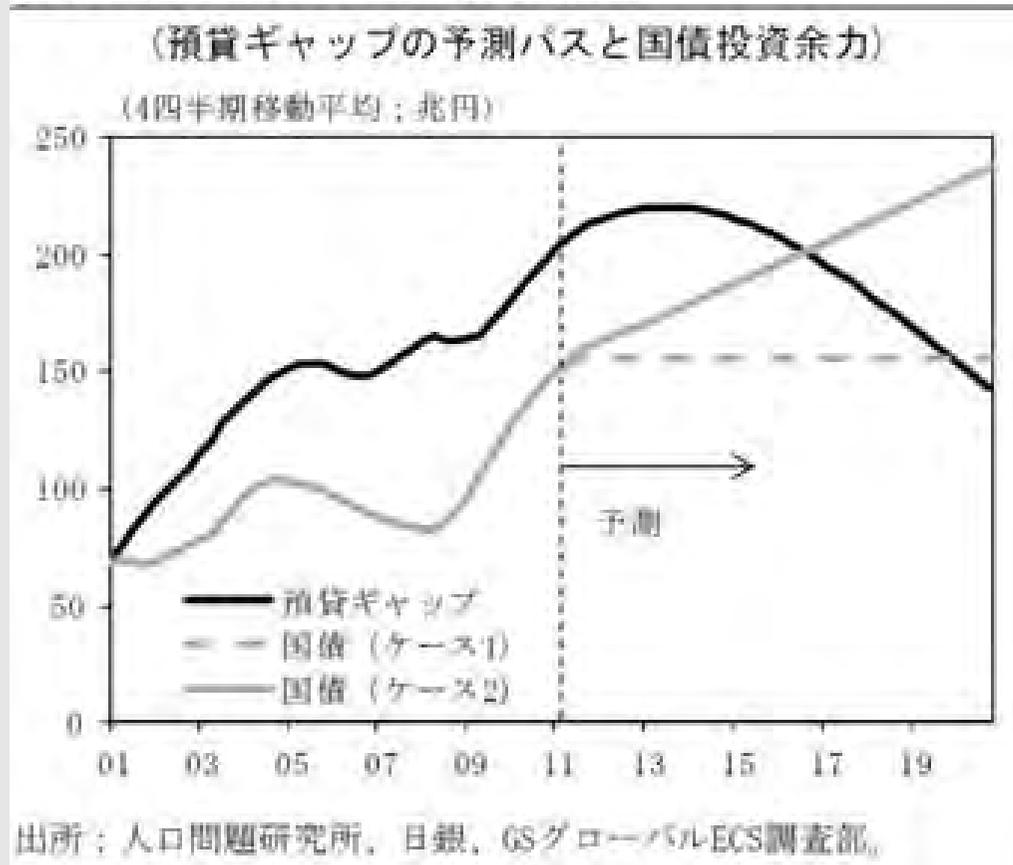
参考) デフレが国債金利 (実質) に及ぼす影響



(出所) Oguro and Sato(2012)"Default Risk on Government Bonds, Deflation, and Inflation", Center for Intergenerational Studies, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, Discussion Paper Series No.537

参考) 預貸ギャップ・アプローチ

図表 12：預貸ギャップの縮小により、10年以内に
国債保有増加は難しくなる可能性



(出所) GSレポート「日本経済アナリスト：11/13-日本の国内銀行はいつまで国債残高を積み増すことができるのか？」から抜粋

IS バランス式の概要 - 貯蓄と投資の差が経常収支 -

< IS バランス式 >

$$\text{国民貯蓄 (純)} - (\text{投資} - \text{固定資本減耗}) = \text{経常収支}$$

純投資 (生産設備等の増減)

- 貯蓄超過 (貯蓄 > 投資) のときはマネーの国内流入よりも国外流出の方が多く、その差額は海外純資産の増加になる。この増加分は、貿易や対外資産で得た外貨、つまり経常収支 (貿易収支 + 所得収支) の黒字にほかならない。
- 他方、貯蓄不足 (貯蓄 < 投資) のときはマネーの国外流出よりも国内流入の方が多く、その差額は対外純資産の減少になる。この減少分は、海外からの借金で外国からモノを輸入している状況、つまり経常収支の赤字に相当する

< 注 >

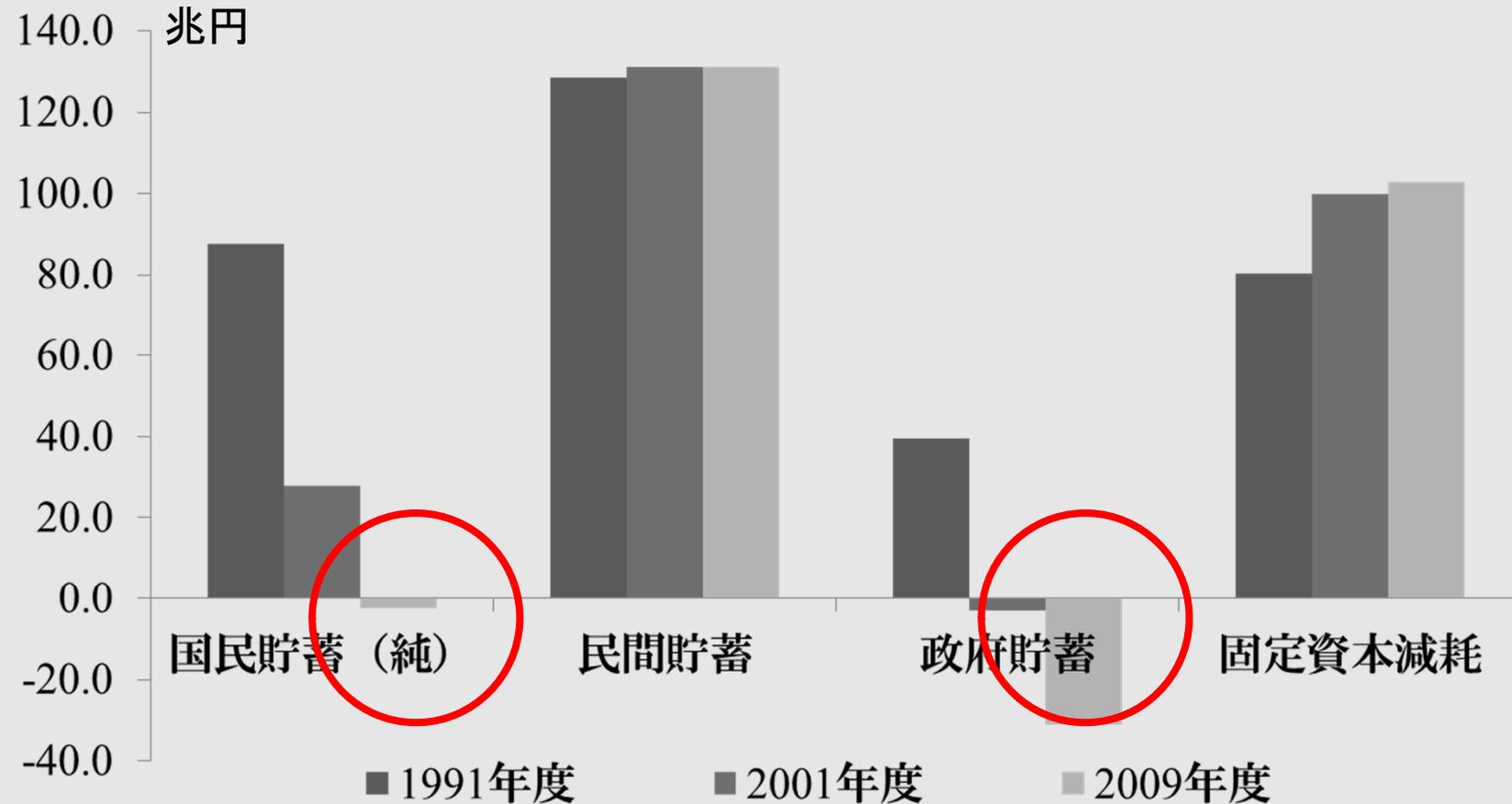
$$\text{国民貯蓄 (総)} = \text{民間貯蓄} + \text{政府貯蓄 (政府部門の黒字 / 赤字)}$$

家計貯蓄 + 企業貯蓄
(預金等) (内部留保等)

国・地方・社会保障基金の収支の和

$$\text{国民貯蓄 (純)} = \text{国民貯蓄 (総)} - \text{固定資本減耗}$$

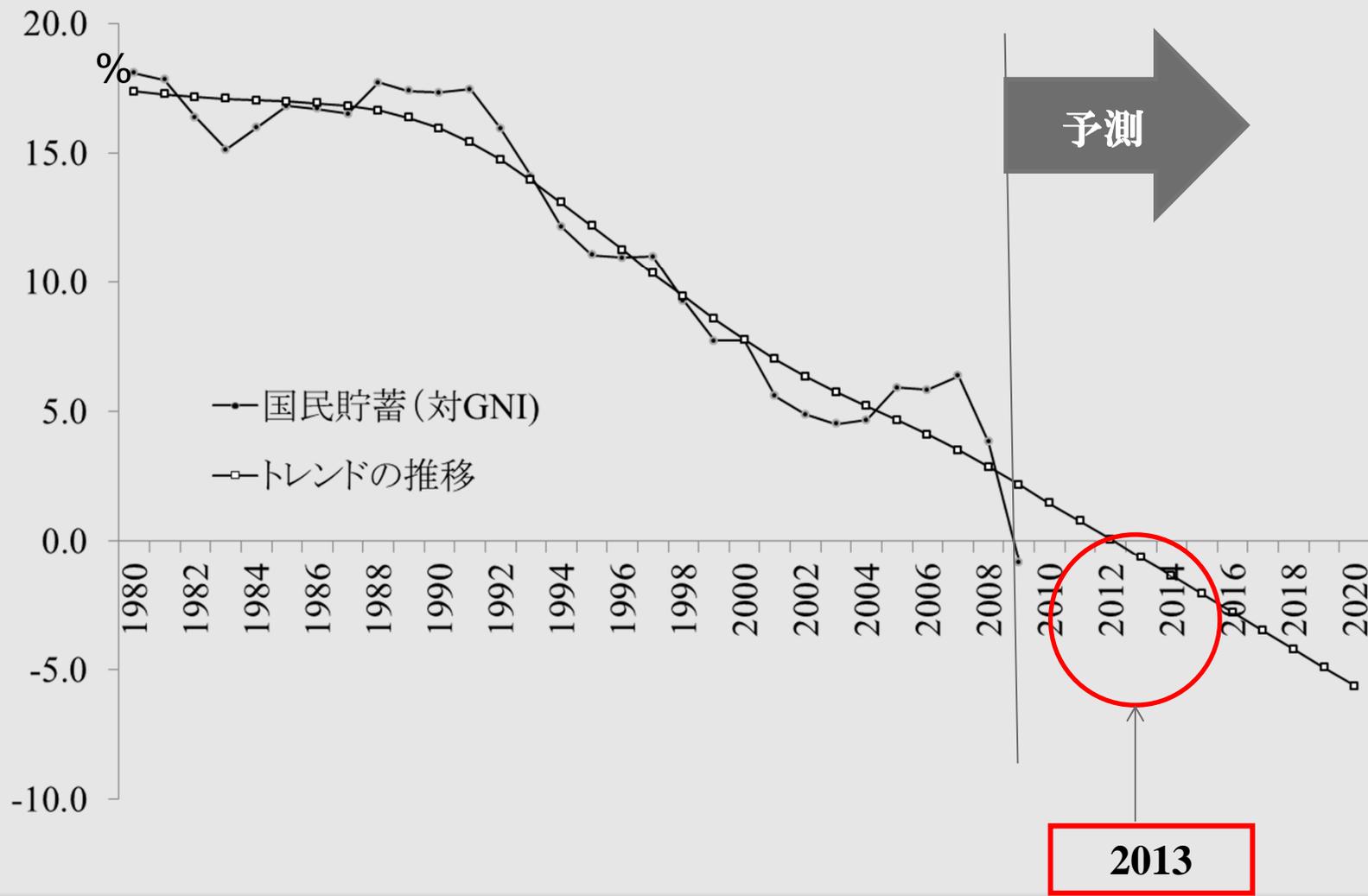
マイナスに陥った国民貯蓄（純）-政府部門の赤字拡大が原因



出所)内閣府・国民経済計算(2009年度確報)

急落中の国民貯蓄（純）・トレンド

- 2013年にはマイナスの可能性 -



国民貯蓄（純）がマイナスのとき、GDP低下の恐れ

資本ストック（生産設備等）の増減＝純投資

- 純投資がプラスならば、生産のための資本ストックは増加していく。逆に、純投資がマイナスならば資本ストックは減少していく。
- ISバランス式（純投資＝国民貯蓄（純）－経常収支）において、国民貯蓄（純）がマイナスで、経常収支がプラスであるならば「純投資」はマイナスの値にならざるを得ない。
- このとき、資本ストックが縮小し、GDPが低下していく恐れ

経常収支が赤字のシナリオも

- 解決には政府貯蓄の赤字縮減が不可欠 -

- 一方で、資本ストック水準の維持には、純投資をゼロ以上のプラスの値にする必要がある。
- このとき、ISバランス式（経常収支＝国民貯蓄（純）－純投資）において、国民貯蓄（純）がマイナスで、純投資がプラスであるならば、今度は「経常収支」はマイナスの値となり、いわゆるアメリカと同様の「双子の赤字」（財政赤字と経常赤字）に陥ってしまう。
- なお、この場合、国内は貯蓄不足の状態にあるから、政府や企業が借金をするケースでは海外からマネーを調達せざるを得ない可能性が高まる。

国民貯蓄（純）と増税の関係

- 所得が1兆円増加（減少）するとき、民間貯蓄が0.3兆円増加（減少）するケースでは、貯蓄性向は $s = 0.3$ であるという。
- このとき、標準的な経済モデルでは、 $\Delta T = 1$ 兆円の増税によって、所得が1兆円減少すると、民間貯蓄は $s \times \Delta T = 0.3$ 兆円減少し、政府貯蓄は $\Delta T = 1$ 兆円増加する。
- この結果、国民貯蓄は以下のように増加する。

民間貯蓄の変化 $= -s \Delta T$

政府貯蓄の変化 $= \Delta T$

→ 国民貯蓄の変化 $= (1 - s) \Delta T > 0$

(注) 公債の中立命題が成立するとき、国民貯蓄の変化 $= 0$

高まる海外投資家の影響力

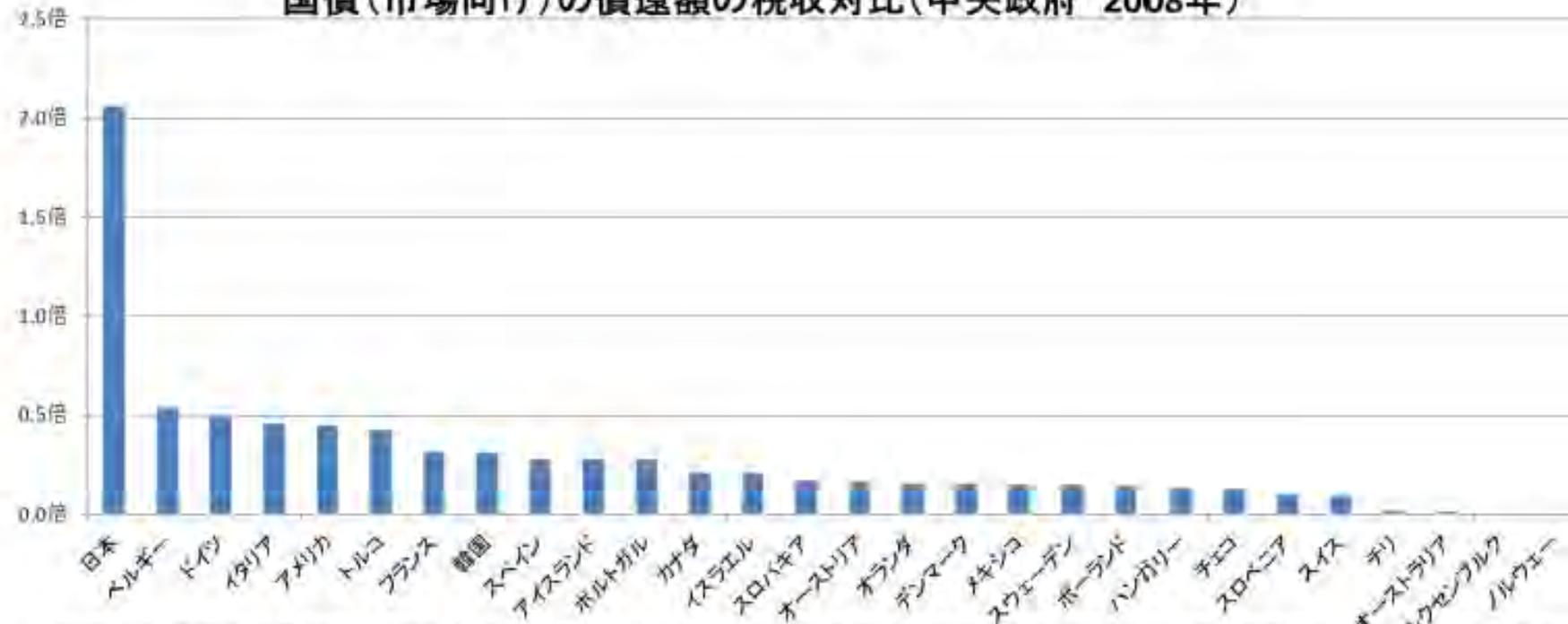
(単位：兆円)

年度	国債の増加	中央銀行	銀行・郵貯等	保険・年金基金	公的金融機関	社会保障基金	家計	海外
1995	28.7	11.4	1.8	14.6	3.4	1.4	0.0	0.2
2000	45.7	-2.9	28.6	6.3	-2.6	-0.2	3.5	5.9
2005	13.0	-6.7	14.7	8.1	-5.2	4.0	6.1	5.2
2006	8.2	-16.5	5.8	10.8	-26.0	6.9	5.4	10.6
2007	25.5	-8.2	4.5	6.6	-14.3	9.9	2.9	14.5
2008	3.1	-3.2	15.4	5.0	-10.9	1.9	-0.3	-2.9
2009	44.3	8.9	37.6	6.5	-7.4	-3.9	-1.6	-9.0
2010	48.5	4.4	15.1	6.3	-0.8	-3.8	-3.3	14.5

(出所) 日本銀行「資金循環統計」から作成。国債には短期証券・財投債を含む。

「国債償還額（対税収） > 1」の日本

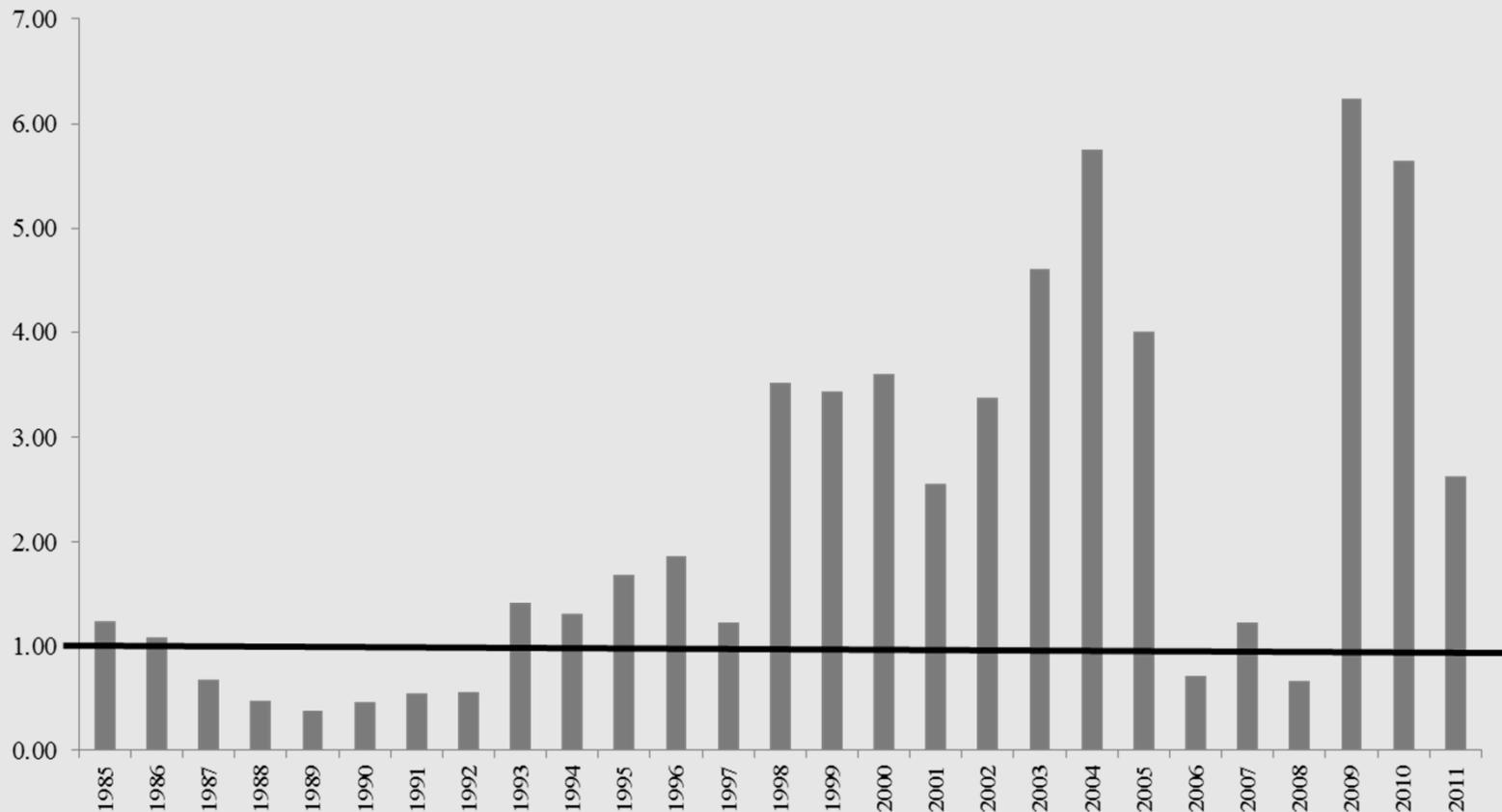
国債(市場向け)の償還額の税収対比(中央政府 2008年)



(注)国債(市場向け)の償還額は、OECD Central government debt statisticsより算出(同統計では国債(市場向け)に係る総発行額と純発行額が示されており、総発行額－償還額＝純発行額であるため、総発行額から純発行額を控除して償還額を算出)。なお、短期金融商品は含まない。中央政府の税収はOECD Revenue statisticsより社会保障負担を除いて算出。
 アイルランド、フィンランド、ギリシャ、ニュージーランド、イギリスはデータが欠落しているため掲載していない。

ロールオーバー値でみる日本財政

- 「利払費＝基礎的財政収支＋公債の増加分」 ($r \cdot D = PB + \Delta D$)
- ロールオーバー値 $\zeta = \Delta D / rD$ (※「利払費の何割を新規の借入で賄っているか」を表す指標)



まとめ

- いま政府が検討を進めている一体改革素案は重要であるが、債務残高（対GDP）の安定化のためには不十分であり、さらなる財政・社会保障改革が不可欠である。
- また、Braun and Joines（2011）の試算が妥当であるならば、1年間の改革先送りは、安定化に必要な最終的な消費税率を約1%も引上げてしまう。これが若い世代や将来世代の負担を高めることは明らかであり、世代間の公平性を考慮するならば、できる限り早い改革が望まれる。
- なお、現在のところ、国内の豊富な貯蓄を背景として、安定的な国債消化がなされ、長期金利も1%前後で推移している。だが、今後10年間ににおける「利払い費」や「預貸ギャップ」の予測等をみる限り、その構図が維持できるとは限らない。最悪のケースでは、欧州のような財政危機が日本を襲う可能性も否定できないため、この点でも早期の改革が望まれる。

参考文献

- Braun, R. A. and Joines, D. (2011) “The Implications of a Greying Japan for Public Policy,” *mimeo*.
- Oguro, K. and Sato, M. (2011) “Public Debt Accumulation and Fiscal Consolidation,” *Center for Intergenerational Studies, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, Discussion Paper Series No.517*.
- Oguro, K and Sato, M. (2012) “Default Risk on Government Bonds, Deflation, and Inflation,” *Center for Intergenerational Studies, Institute of Economic Research, Hitotsubashi University, Discussion Paper Series No.537*.
- Sakuragawa, M. and Hosone, K. (2011) “Fiscal sustainability in Japan,”
http://web.econ.keio.ac.jp/staff/masaya/dl/sustainability/Sustainability_Japan_11_7_27.pdf
- 小黒一正・小林慶一郎(2011)『日本破綻を防ぐ2つのプラン』（日経プレミアシリーズ）日本経済新聞出版社.
- 小黒一正・島澤諭(2011)『Matlabによるマクロ経済学入門』日本評論社.
- 河村小百合(2011)「わが国の国債発行と財政運営の先行きをどうみるか」*Business & Economic Review* (2011年12月号).
- GSグローバルECS調査部(2011)「日本の国内銀行はいつまで国債残高を積み増すことができるのか？」*Japan Economics Analyst* No. 11/13.