

アベノミクスと わが国の財政運営が抱えるリスク

「財政構造抜本改革プログラム」が必要

日本総合研究所 調査部
主任研究員 河村 小百合

安倍晋三政権は、「デフレからの脱却」を最優先の政策課題に掲げ、わが国の従来からの財政・金融政策運営スタンスを大きく転換した。わが国経済が抱える最大の問題は、デフレの長期化とともに、財政事情が諸外国対比で突出して悪いことである。本稿では、わが国にとって財政リスクが今後どのような形で現実のものとなりうるのか、欧州各国の財政危機の経験もふまえて検討し、求められる対応を考えることとしたい。

これまでの財政運営

まず、わが国のこれまでの財政運営の足取りを振り返ってみよう（図表1）。1990年代初頭、バブルによる税収押上げ等に助けられた面があったとはいえ、債務残高GDP比は60%台、プライマリー収支、財政収支とも黒字の「健全財政」の状態にあった。しかしながら、バブル崩壊とそれに続く国内の金融危機を経て、財政収支は大き

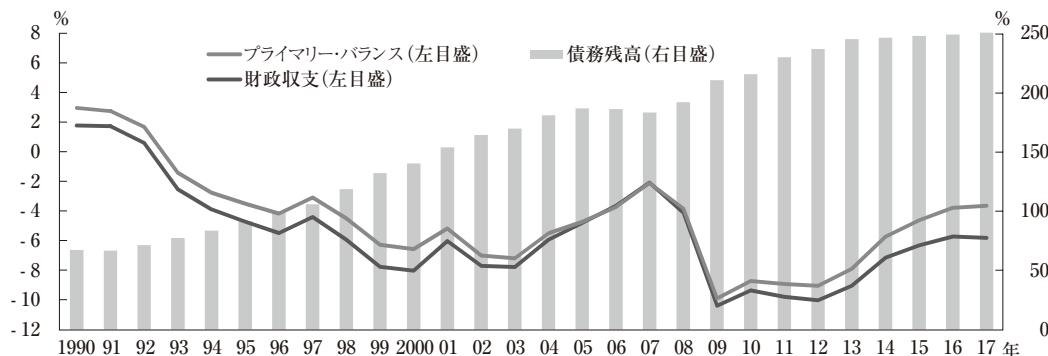
く悪化した。2000年代入り後は、小泉構造改革の奏効等によって一時的に改善する場面がみられたものの、その後のリーマンショックや東日本大震災を受けて財政収支はふたたび大きく悪化し、現在に至っている。この間、債務残高規模は増加の一途をたどり、足もとGDP比で200%を大きく上回る水準にまで到達している。

これは、これまでの財政事情が悪化しながら、大きな支障なく財政運営が継続できているのは、市場金利が低位で推移していることと国債の調達構造の影響が大きい（図表2）。わが国は90年代を通じて、毎年度ほぼ10兆円規模の利払費を一般会計で計上してきたが、90年代末以降は、国債残高が年々積み増しされていくにもかかわらず、利払費は逆に減少し、05、06年度に至っては、わずか7兆円ですんでいた。これは、わが国の国債での調達、主として10年債を中心

とする固定利付国債の発行で行われてきていたことによる。たとえば、10年物国債の満期は毎年度、発行残高の10分の1ずつ到来する。このため、日銀がゼロ金利政策・量的緩和に踏みきった90年代末以降、過去の高金利の国債の満期が到来して低金利の市場金利で借り換えられるという、いわば「借換え得」とでもいえる効果が、10年間にわたって段階的に現われることとなった。その間、新規財源債の



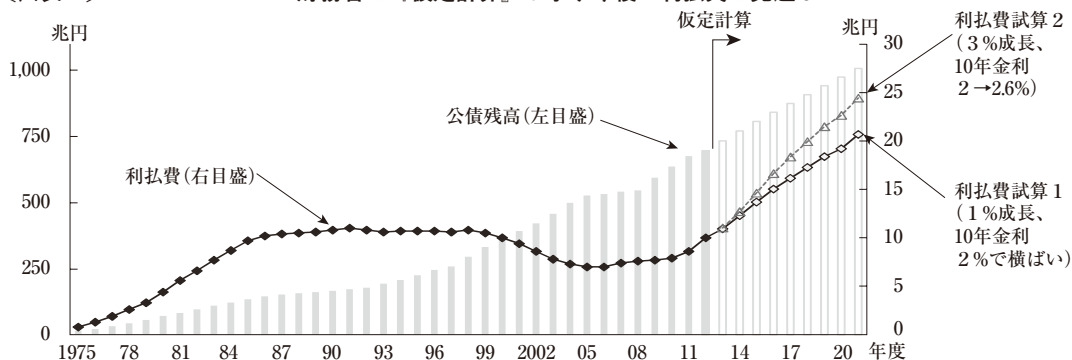
〔図表1〕 わが国の一般政府グロス債務残高とプライマリー・バランス、財政収支の推移 (名目GDP比)



(注) 10年以降は、安倍政権発足前の12年10月時点におけるIMFによる見通し。

(出所) IMF, World Economic Outlook Database, October 2012から日本総合研究所作成。

〔図表2〕 財務省の『仮定計算』が示す今後の利払費の見通し



(出所) 財務省『日本の財政関係資料－平成24年度予算案補足資料－』（12年2月）、同『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』（12年1月）。

増発が続く、国債残高の増加が続いてきたものの、それによる利払費増を打ち消してあまりあるほどに、この「借換え得」の効果が大きかったのである。

しかしながら、日銀が量的緩和政策に踏みきってからすでに十数年の月日が経過し、この「借換え得」効果は、もはや期待しにくい段階に入りつつある。図表2の財務省の仮定計算が示すように、先行きの10年物の前提金利を2%程度としても、国債残高全体が増加傾向を続けていることの見合いで、利払費は急増局

面に入ることが示されているのである。

欧州の財政危機の経験

市場から財政運営の持続可能性を疑問視された国は、どのような対応を迫られることとなるのかを、近年、実際に財政危機を経験した欧州各国の例にみてもよい。

09年以降現在に至るまでの間に、欧州で自力での財政運営の継続が困難となったのは①ギリシャ、②アイルランド、③ポルトガル、④キプロスの4カ国で、それらの国々はユーロ圏等からの支援融資をすでに受けたか、これから受けることとなっている。このほか、⑤スペインも銀行部門向け限定でユーロ圏等から支援融資を受けているほか、支援こそ受けてはいないが、⑥イタリアも市場の標的とされた時期がある。ここではこれらのうちギリシャ、アイルランド、イタリアの3カ国について、(イ)危機局面入り以降の各国金利のイールド・カーブの変化、(ロ)財政運営指標（財政収支、プライマリー収支、債務残高の名目G

わが国の財政の惨状

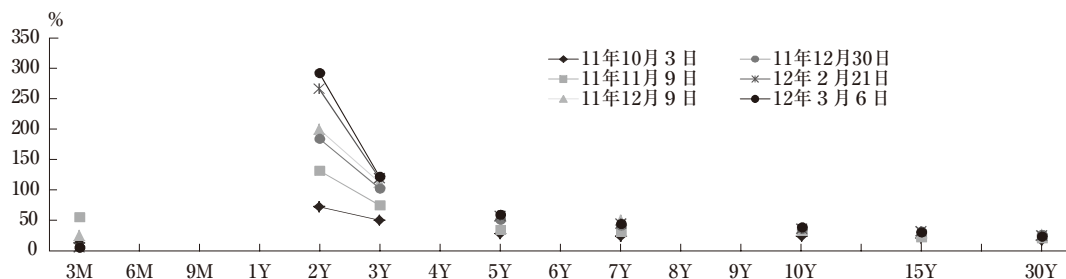
DP比)の変化、(ハ)実体経済指標(名目・実質経済成長率と失業率)の変化、をみてみよう(図表3~5)。

各国とも、市場の見方が最も厳しくなった時点を中心に、市場が当該国のデフォルトの可能性が高いと判断した年限(1年ないし2年といった年限のケースが多い)の金利水準が最も高いという、変則的な「財政危機型」のイールド・カーブ形状になった様子がみとれる。各国は国債の発行年限を短期債中心に切り替えたとしても、きわめて高い水準の金利を市場から要求され、財政運営上の資金ショートを回避し、自力での運営を継続するうえできわめて厳しい状況に追い込まれたのである。

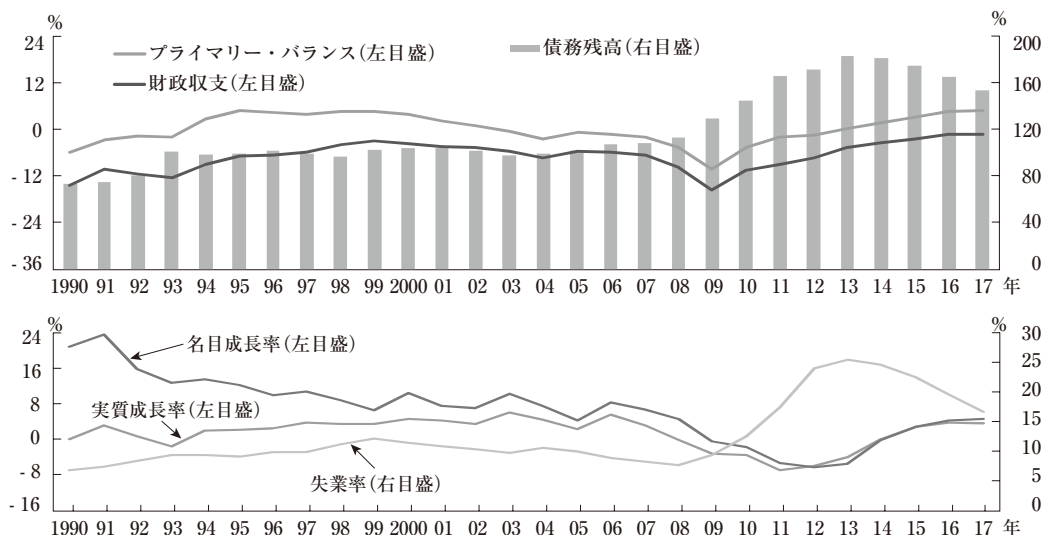
この3カ国ともその後、市場金利は低下し、イールド・カーブの形状はもとの順イールドに近い形を回復した。もっとも、これはあくまで結果論であって、「財政危機型」の市場金利上昇に見舞われた場合、当該国にとっては、そうした金利上昇がどの水準まで続くのか、いつまで続くのか、まったく先が読めない状況に追い込まれる。市場金利の上昇トレンドになんとかして歯止めをかけるためには、当該国がごく短期間のうちに自力で持続的な財政運営が可能であること、換言すれば、債務残高規模の増加傾向に1~2年程度で歯止めをかけるに足るだけの財政再建を断行してみせることが必要になるのである。

これら各国は、08年のリーマンショック後、財政収支等の赤字幅は大きく拡大したものの、その後の債務危機を経て、市場に迫られるかたちで、いわば「V

〔図表3〕ギリシャの11年10月~12年3月のイールド・カーブの変化と財政指標、実体経済指標の推移



(注) 11~12年各日のスポット・レート
(出所) Datastreamから日本総研作成。



(注) 11年以降はIMFによる見通し。

(出所) IMF, World Economic Outlook Database, October 2012から日本総合研究所作成。

字型」に近い形で財政収支等の均衡を回復した。すなわち、短期間での財政再建を断行し、債務残高規模も頭打ちから減少傾向に向かいつつある様子がみとれる。当然、それは実体経済面において、失業率の上昇、成長率の落ち込み等、強い痛みを伴っている。このように、一度市場金利の上昇に見舞われると、「景気情勢」を「財政緊縮回避」のいいわけにすることは、もはや許されなくなるのである。

**財政収支が均衡しなければ
国債残高規模は削減できない**

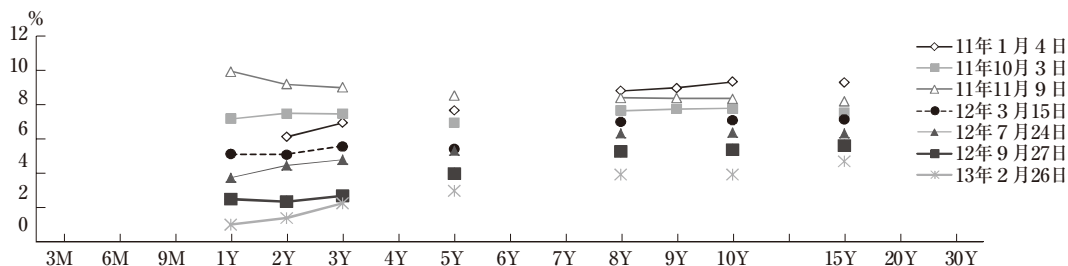
では、わが国の国債残高規模の増加傾向をストップさせるには、どの程度の財政緊縮策を実施することが必要になるのだろうか。

現在、あくまで「看板としての目標」にすぎないが、「20年度プライマリー収支均衡」が掲げられている。しかしながら、プライマリー収支とは、社会保障費、地方交付税といった政策的経費のみから算出され、利払費等の国債費は含まれない。かりに20年度に、プライマリー収

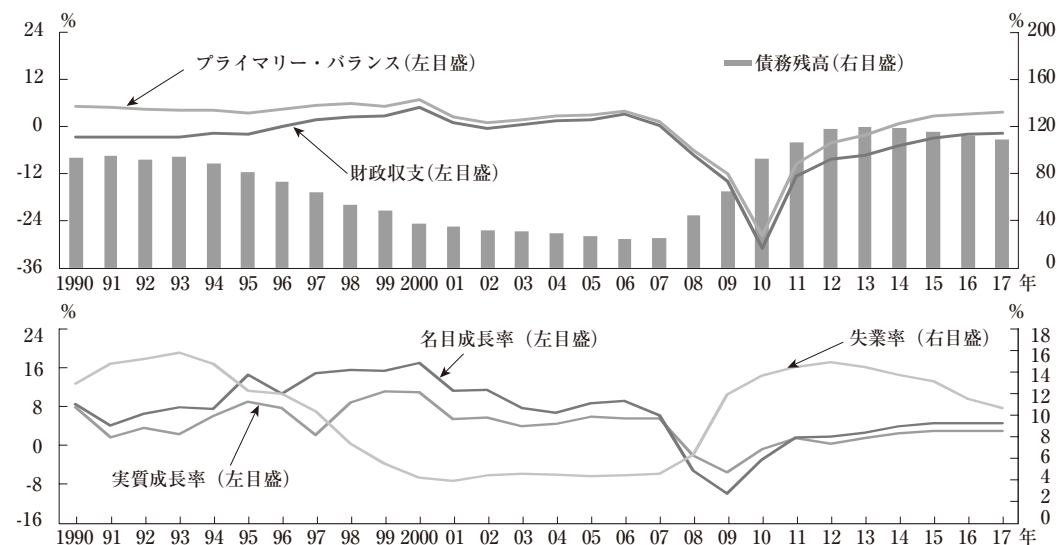
支が均衡したとしても、利払費の分だけ国債残高は金額ベースで増加してしまふ。

これを国債残高規模（名目GDP比）の観点でみても、プライマリー収支均衡の状態でも、国債残高の名目GDP比の横ばいを維持できるかどうかは、名目成長率と市場金利の関係に依存する。かりにわが国の財政運営の持続可能性が疑問視される事態となった場合、市場金利が名目成長率を下回る状況はきわめて考えにくい。市場金利が名目成長率を上回った場合、かりにプ

〔図表4〕 アイルランドの11年10月～13年2月のイルド・カーブの変化と財政指標、実体経済指標の推移



(注) 11～13年各日のスポット・レート
(出所) Datastreamから日本総研作成。



(注) 11年以降はIMFによる見通し。

(出所) IMF, World Economic Outlook Database, October 2012から日本総合研究所作成。

わが国の財政の惨状

ライマリー収支が均衡しても、国債残高の名目GDP比率の増加傾向は止まらない。

これに歯止めをかけるには、プライマリー収支の大幅黒字を安定的に計上できる財政運営を継続する必要がある。最終的には、利払費を含む国債費を加えて算出した財政収支の均衡を目指すことが求められるのである。それゆえ、欧米主要国は、財政運営上の目標として、プライマリー収支均衡ではなく、財政収支均衡を採用している。リーマンショック後のG20等の国際会議の場においても、この財政収支を数年内に均衡させることを目標として、各国が合意し（日本のみ例外扱い）、その達成に向けての財政運営が実際に行われているのである。

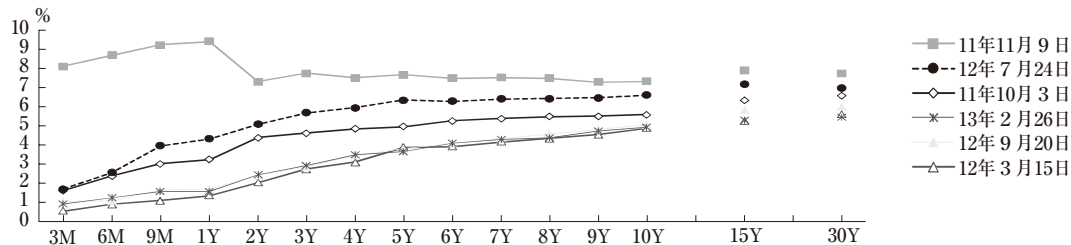
経済成長のみで問題解決できない

先行きいずれかの時点で、わが国の市場金利が上昇を始め、利払費増による財政運営硬化化が露呈して、財政運営の持続可能性が疑問視されるという「臨界点」に達したとしよう。その

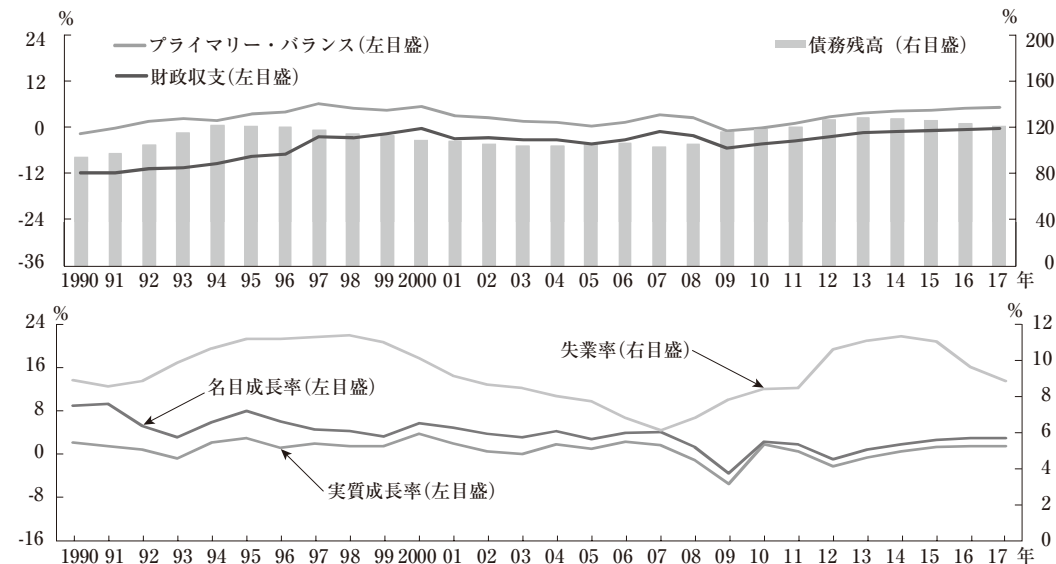
場合、金利上昇を食い止めるには、わが国は短期間のうちに債務残高の増加傾向に歯止めをかけられるに足るだけの財政運営をしてみせる必要に迫られることになる。具体的には、その時点での財政収支の赤字幅を短期間で均衡させる必要がある。

先行きの財政収支やプライマリー収支について、政府の公表計数をもとに、きわめて抑制的な前提のもとで試算すると（図表6）、20年度時点でのプライマリー収支赤字幅は、低成長シナリオで18・5兆円、成長シナ

〔図表5〕 イタリアの11年10月～13年2月のイルド・カーブの変化と財政指標、实体经济指標の推移

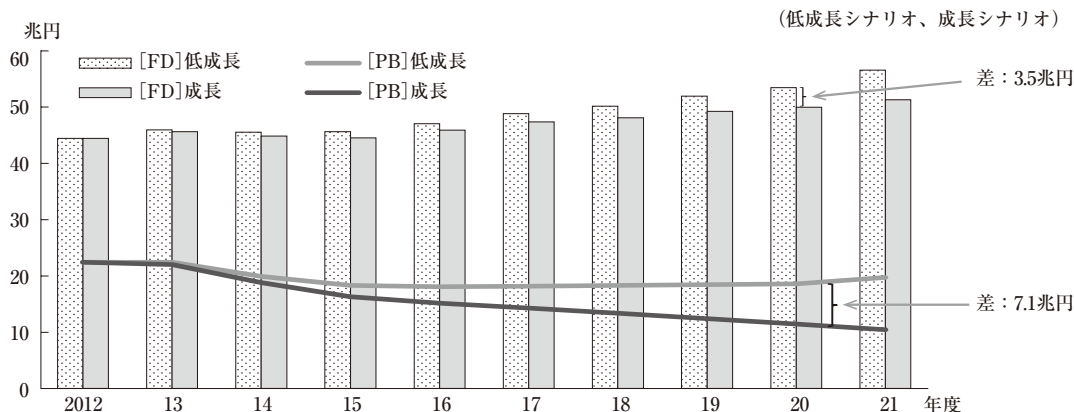


(注) 11～13年各日のスポット・レート
(出所) Datastreamから日本総研作成。



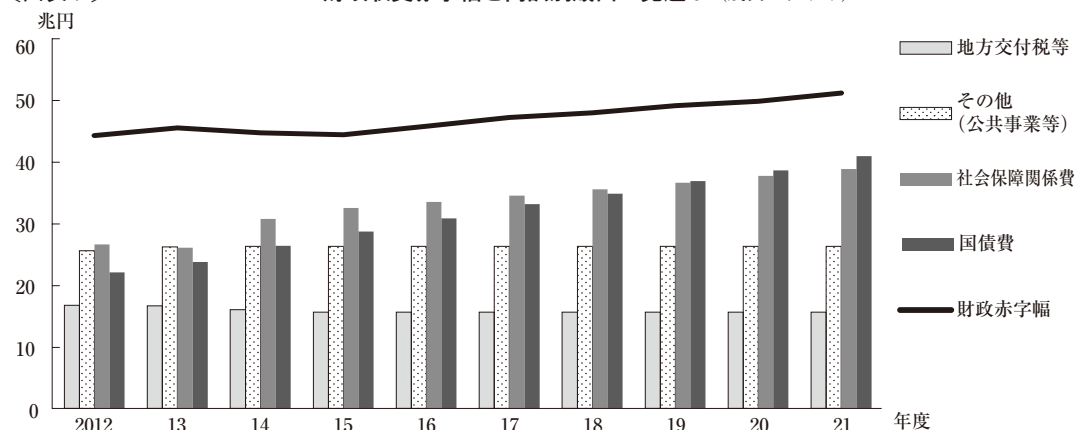
(注) 11年以降はIMFによる見通し。
(出所) IMF, World Economic Outlook Database, October 2012から日本総合研究所作成。

〔図表6〕 基礎的財政収支(プライマリー・バランス)および財政収支の赤字幅の見通し



(注) 低成長シナリオは名目で年+1.5%成長、成長シナリオは+3%を前提。15年度以降、社会保障関係費は年+3%、地方交付税等、その他(公共事業等)は14年度金額対比で横ばい、税収弾性値は1.1と仮定。
 (出所) 財務省『平成24年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算』『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』(12年1月)から日本総合研究所作成。

〔図表7〕 財政収支赤字幅と内訳別歳出の見通し (成長シナリオ)



(注) 名目で+3%成長を前提。15年度以降、社会保障関係費は年+3%、地方交付税等、その他(公共事業等)は14年度金額対比で横ばい、税収弾性値は1.1と仮定。
 (出所) 財務省『平成24年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算』『国債整理基金の資金繰り状況等についての仮定計算』(12年1月)から日本総合研究所作成。

リオでも11・4兆円に到達する。同時点での財政収支の赤字幅はさらに大きく拡大し、低成長シナリオで53・2兆円、成長シナリオで49・7兆円に達する。低成長シナリオと成長シナリオとの差は、プライマリー収支の段階よりも財政収支の段階では縮小している。これは、成長率が高まれば、その分市場金利も上昇するため利払費が増加し、成長を映じた税収増による財政収支改善効果が利払費増によって減殺されることによる。経済成長はわが国にとって重要であるが、財政の実情は、経済成長のみで問題を解決できるレベルではもはやないのである。

では、均衡させるにはどの程度の財政緊縮が必要だろうか。成長シナリオにおける本試算の財政収支幅の見通しを、各歳出項目の見通しと並べて比較したものが図表7である。かりに歳出削減のみで財政収支均衡を達成して、債務残高規模の増加傾向に歯止めをかけようとするのであれば、「地方交付税、および公共事業等のその他歳出の100%(全額)カット」でも不

わが国の財政の惨状

金融緩和と並行して 抜本的な財政再建を

わが国の場合、長年にわたり、

足し、もしくは「社会保障支出の100%（全額）カット」でもなお不足する。他方、かりに増税による歳入増のみによって、財政収支均衡を達成しようとするのであれば、消費税率の引上げで対応する場合、20%ポイントのさらなる引上げが必要、ということになる。

要するに、わが国は、これほど大規模な財政緊縮策を毎年度とり続けられない限り、債務残高規模の削減はおろか、増加傾向に歯止めをかけて横ばいにするにとすらできない状態にすでに陥っている。

13年度当初予算における財政赤字幅（＝新規財源債発行額）は、45・5兆円（年金特例国債を含む）に達している。そもそも、これはどの財政赤字幅自体がけっして持続可能なものではない。足もとでは、市場金利が低いがゆえに、あまり痛みや支障を感じずにすんでいるだけのことである。

低金利のもとでの「デフレ均衡」にいわば「安住」してきた。本来、現世代が負うべき財政運営上の負担の多くは、国債発行によって後の世代に先送りされ、切実な問題意識や危機感の欠如している。安倍政権が「アベノミクス」によって掲げたように、わが国としてこの「デフレ均衡」をなんとかして打ち破ることは必要である。しかしながら、わが国の場合、そうした試みには、安定的な財政運営が継続できるか否かという、国の行方を大きく左右しかねないリスクが伴っている。国民が、「アベノミクス」の成果を最大限享受しつつ、財政リスクの顕現化という「最悪の事態」を回避できるかは、ひとえに安倍政権の今後の中長期的な財政再建への取組みにかかっている。

プライマリー収支均衡では、債務残高規模の増加傾向は止められないが、わが国ではそのメドすらまったく立っていない。すでに示したように、増え続ける債務残高規模に歯止めをかけるだけでも、毎年40～50兆円規模の財政緊縮策を断行せざるを

えない。規模として、「ムダの削減」ではとうてい、達成不可能なレベルなのだ。

黒田日銀の「空前の金融緩和」によって、市場金利が上昇局面に入るのを一定期間先送りすることはできても、背後にある財政の問題はなんら解決しない。しかも、こうした日銀の政策運営を欧州の当局の対応と比較すると、「財政再建」と「中央銀行の国債買い入れ」の順序が逆になっていることが気がかりだ。

債務危機に際して、ECBが12年9月に導入した短・中期国債の無制限買入れプログラム（OMT）のスキームからも明らかのように、当該国が先に厳しい財政再建を断行しない限り、国債の無制限の買入れは行わない、という厳格な姿勢をECBは崩していない。OMTの利用申請国は目下のところ皆無、利用実績ももちろん皆無だ。これに対して、日銀は、「デフレ脱却」を目標に、政府が財政再建に取り組むのよりも先に、空前の規模での国債買入れオペを開始した。

問われるのは今後の安倍政権の対応であろう。日銀による多額の国債買入れオペに甘んじることなく、財政運営の危機的な状況を政権として正面から認識し、安倍首相自ら国民にわかりやすい言葉で語りかけ、「国のかたち」の抜本的な刷新を含むレベルでの「財政構造根本改革プログラム」を早急に策定する必要がある。6月の「骨太の方針」にこれをどこまで書き込めるかは、最初の試金石だ。そして、可及的速やかに財政再建と国の抜本的な立て直しへの取組みを本格化させる必要がある。金利が低いうちに、安倍政権の任期中に、たんなる検討段階にとどめず、実行に着手することが不可欠だ。そうした対応なくして、わが国が、次の世代に安心して引き継げる財政構造にたどり着くことは、とてもできないであろう。

かわむら さゆり
88年京都大学法学部卒。01年から現職。専門は金融、公共政策。