

2020年8月26日
No.2020-20

わが国財政の持続可能性についての検討

— 2030年代の不安化リスクに備え、景気回復後着実な財政健全化が不可欠 —

調査部 主席研究員 牧田 健

《要 点》

- ◆ 新型コロナウイルスの感染拡大への対応により、わが国は財政面で一段の重石を背負うことになった。そこで、足元のわが国の財政状況を改めて整理したうえで、わが国財政の持続可能性について検証し、今後の採るべき対応を検討していく。
- ◆ わが国は未曾有の公的債務を抱えているが、低金利が続くもと対名目GDP比の大幅な上昇は回避されている。低金利の背景の一つに日銀による超金融緩和があるが、より本質的には、わが国経済が低成長・低インフレ・過少投資・賃金抑制という「デシインフレの罠」に陥っていることがある。この構図が崩れない限り、大規模な経常黒字が維持され、財政赤字と低金利が併存し続ける可能性が高い。しかし、インフレ高進が現実味を帯びれば、その前提が崩れ、経済・金融市場の混乱は避けられない。したがって、わが国財政の持続可能性はこの「デシインフレの罠」がいつまで続くのか、そこからの脱却にあたり市場の混乱を最小限にとどめることができるか、にかかっている。
- ◆ 「デシインフレの罠」からの脱却は、必然的に金利上昇を招く。輸出拡大を起点とする高成長に伴う高インフレであれば問題は少ないが、内需拡大によるインフレ高進は経常収支の赤字化を通じて一段の金利上昇を招きかねない。また、持続的な資源価格の高騰や円安進行などを通じたコストプッシュによるインフレ高進も、内外で円資産離れを招く恐れがある。
- ◆ 経常赤字は、財政赤字のファイナンスを海外資金に依存することを意味しており、未曾有の公的債務を抱えるわが国にとって、経常黒字維持はまさに生命線といえる。貯蓄投資バランスの観点からみる限り、経常黒字は中長期的にわたって確保できる可能性が高いが、近年民間部門の貯蓄縮小に比べ財政赤字縮小ペースが鈍化しており、成長につながらない財政支出が増えていけば、先行き経常赤字に転じる恐れも否定できない。また、高齢化の進行に伴い家計部門がネットで貯蓄超過から投資超過に転じる可能性があり、2030年代以降の経常黒字確保は盤石とはいえない。
- ◆ 経常収支が赤字化しても必ずしも持続的な通貨安が生じるわけではないが、現状

40%強に及ぶ日銀の国債保有率が一段と上昇していけば、中央銀行の独立性欠如、中央銀行による財政ファイナンスに対する懸念が強まりかねない。また、経済成長につながらない財政支出が増大する場合も、2030年代以降家計純資産で政府債務を賄えなくなり、財政ファイナンスへの懸念、国債消化の海外依存が高まり、大幅な円安が進行する恐れがある。

- ◆ 新型コロナ禍において、必要であれば企業・家計向けの所得補填策や景気下支え策をためらうべきではない。ただし、追加の財政支出は、日銀の国債買い入れ強化を前提としても、最終的には後年度の負担を増加させるため、国民の生命維持に不可欠なもの以外は、費用対効果の高いものに絞る必要がある。景気の底打ち反転が明確化すれば、2030年代以降生じる恐れのある危機のリスクを最小化するため、財政健全化に向け舵を切らねばならない。
- ◆ 財政健全化に当たっては、「経済成長」と「財政健全化」の二兎を追う姿勢に転換する必要がある。第1に、財政健全化の目標については、公的債務対名目GDP比の安定・低下ではなく、基礎的財政収支の黒字化を堅持するべきである。第2に、政府見通しにおいて成長実現ケースを前提とした財政見通しは早急に取り止め、ベースラインケースでも着実に財政健全化が進むよう、歳入増加・歳出抑制策を打ち出す必要がある。第3に、新型コロナ対応予算を特別枠にするなどして、歳出増加の恒久化を回避するべきである。第4に、GDPギャップの解消が見込まれる2020年代半ば以降、社会保障4分野の増加に合わせて消費税率を着実に引き上げていくべきである。第5に、財政の抑制的運営に耐えうるだけの経済体質の強化も不可欠である。一人当たり付加価値労働生産性を一段と高めていく必要があり、ITをはじめとする無形資産投資の積極化、経済資源の高付加価値分野へのシフト等を通じて賃金水準を引き上げていくことが求められる。
- ◆ 「デフインフレの罠」にある現局面において、早急かつ過度な財政緊縮は禁物ながら、2030年代以降起こりかねない経済・市場混乱リスクを可能な限り極小化していくことを常に念頭に置き、規律を持った財政運営、金融政策運営を着実にやっていくことが求められる。

本件に関するご照会は、調査部・牧田健宛にお願いいたします。

Tel: 080-3179-1907

Mail: makita.takeshi@jri.co.jp

日本総研・調査部の「経済・政策情報メールマガジン」はこちらから登録できます。

<https://www.jri.co.jp/company/business/research/mailmagazine/form/>



本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。本資料は、作成日時点で弊社が一般に信頼出来ると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を保証するものではありません。また、情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。

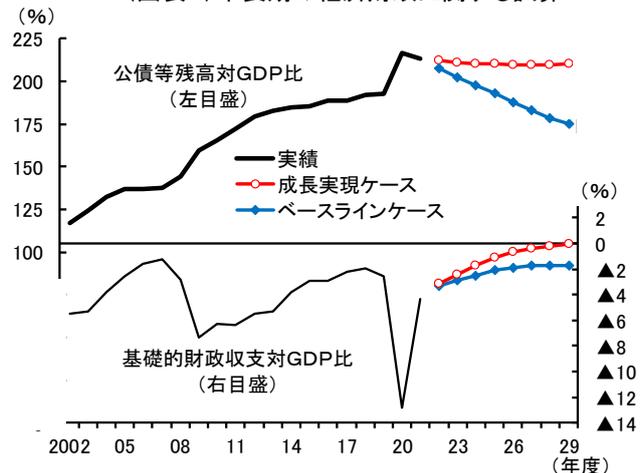
1. 未曾有の水準に拡大するわが国財政赤字

新型コロナウイルスの感染が世界的に拡大するなか、わが国でも本年2月下旬から感染が広がり始め、3月末には東京を中心に医療崩壊が懸念される事態に陥った。医療崩壊を回避するため、移動をはじめとする日常生活を一定程度抑制する必要性が生じ、4月7日には東京、神奈川、埼玉、千葉、大阪、兵庫、福岡の7都府県に緊急事態宣言が発出され、16日には全国に拡大された。それに伴い、経済活動の自粛を求めることと引き換えに、政府は、家計には一人当たり10万円の定額給付金、企業に対しては、雇用調整助成金の割り増し支給、売上が半減した中小企業に対する持続化給付金など、家計及び企業に対する雇用維持策・所得補填を行った。同時に、「GO TO キャンペーン」など観光をはじめとした新型コロナにより打撃を受けた業界に対する需要喚起策を打ち出したことから、わが国の2020年度第二次補正予算後の一般会計歳出規模は160.3兆円まで膨れ上がった。その財源が国債で賄われる結果、今年度の新規国債発行額は空前の90.2兆円まで増加することになった。

新型コロナのパンデミックという100年に1度といわれる危機にあつて、所得補填などの対応がなければ経済が底割れし、感染収束後の経済復元もままならなくなる恐れがあることから、今回の大規模な財政支出は、国家としてやむを得ない措置であったといえる。しかしながら、その結果として、基礎的財政収支の赤字は67.5兆円、対名目GDP比で12.8%と未曾有の水準まで悪化、公債等残高も対名目GDP比でこれまでの192%台から一気に216%台まで上昇する事態となり、もとより世界最悪レベルと言われていたわが国財政は一段の重石を背負うことになった。

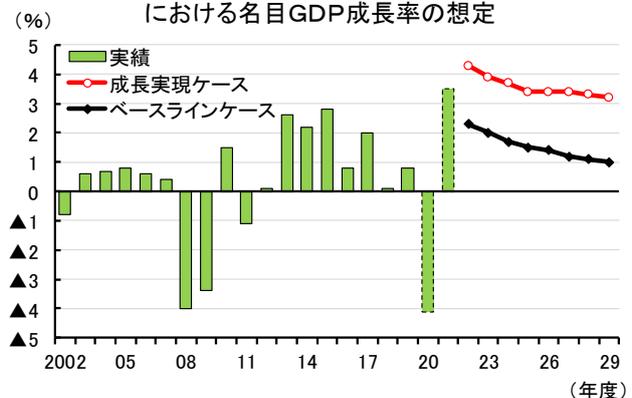
こうしたなか、政府は、2020年7月31日に「中長期の経済財政に関する試算」を発表し、これまで2025年度を目標としてきた国・地方を合わせた基礎的財政収支の黒字化が、成長実現ケースであっても2029年度に先送りされるとの見通しを示した(図表1)。本年1月の試算では2027年度の黒字化が示されていたことから、今回の新型コロナによる歳出の増加と税収の落ち込みにより、財政健全化が2年遅れることになる。ただし、同試算では、実質GDP成長率が2020年度▲4.5%、2021年度+3.4%と想定されるなど、公益社団法人日本経済研究センターによる民間予測平均8月調査(2020年度▲5.75%、2021年度+3.36%)対比かなり高めとなっている(図表2)。また、通常は経済

(図表1) 中長期の経済財政に関する試算



(資料)内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(令和2年7月31日
経済財政諮問会議提出)
(注)2020年度、21年度は政府実績見込み。

(図表2)「中長期の経済財政に関する試算」
における名目GDP成長率の想定



(資料)内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(令和2年7月31日
経済財政諮問会議提出)
(注)2020年度、21年度は政府実績見込み。

ショックに伴う投資の停滞や履歴効果によって大きく低下する潜在成長率が、本年1月の試算からは下方修正されているとはいえ、成長実現ケース、ベースラインケースともに2021年度から高まることが想定されている。新型コロナの感染の行方が見定められないなか、これまでの見通しをある程度踏襲することはやむを得ないとはいえ、かなり楽観的な前提のもとでの試算となっていることは否めず、財政健全化は示された成長実現ケースのシナリオよりもさらに遅れると見込まれる。

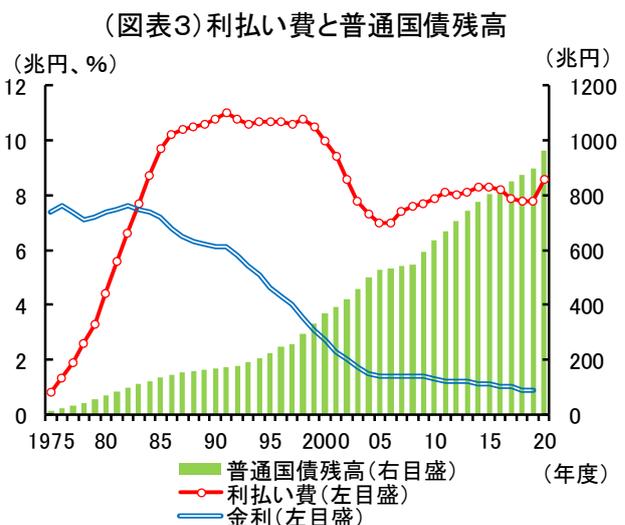
より懸念されるのは、本年1月に示された試算から、より現実的な経済を前提としたベースラインケースにおいて、2020年代半ばで基礎的財政収支の赤字縮小が止まり、公債等残高対名目GDP比が2020年代後半から緩やかではあるが再び上昇し始める姿が描かれていることである（前掲図表1）。先述の通り、経済の前提が過度に楽観的であることを踏まえると、現実にはもっと厳しい姿となる可能性が高い。これは、「基礎的財政収支の黒字化に意味はなく、公債等残高対名目GDP比の低下・安定を目標にすべき」という、いわゆる積極財政派による主張も、何らかの財政健全化策を追加的に講じないとその目標を実現できなくなっていることを示唆している。2020年代半ば以降、人口減少と高齢化のさらなる進展により、成長ペースが鈍化する一方、医療をはじめとした社会保障費の公費負担の増勢が続く。この人口動態に適切に対処できなければ公債等残高の対名目GDP比の上昇傾向が定着し、わが国財政の持続性に対する懸念が一段と強まることとなる。

そこで、以下では、足元のわが国の財政状況を改めて整理したうえで、資金フローなどさまざまな角度から、わが国財政の持続可能性について検証し、破綻回避のために今後採るべき対応を検討していく。

2. 中期的なリスクが膨らむわが国の財政状況

(1) 債務増大下でも低金利により安定を確保

わが国の公債等残高対名目GDP比は2020年度第二次補正予算後で216%と、未曾有の高水準にある。国際的にみても、国際通貨基金（IMF）の6月見通しでは、2020年の公的債務対名目GDP比はグロスベースで268%と、イタリア（166%）、アメリカ（141%）、フランス（126%）など他の先進国対比突出している。もっとも、未曾有の公的債務を抱えているにもかかわらず、わが国の10年債利回りは足元ゼロ%前後での低位安定が続いており、利払い費は2000年代に入ってから一貫して毎年8兆円前後にとどまっている（図表3）。この結果、基礎的財政収支が赤字であっても、公的債務対名目GDP比の大幅な上昇を回避することができている。ちなみに、公的債務対名目GDP比は、以下の式に示されるように、基礎的財政収支と公的債務の大きさ、および、成長率と金利の差によって決まってくる（次頁図表4）。わが国は、大規模な公的債務を抱えているからこそ、金利を上回る成長さえ確保できれば、基礎的財政収支がかなりの赤字であっても、公的債務対名目GDP比率は低下するという低金利の恩恵



(資料) 財務省
(注) 2018年度までは決算、19年度は決算概要、20年度は第2次補正後予算

を最大限享受している状況といえる¹。

この低金利に、日銀による異例の金融緩和が大きな役割を果たしていることは間違いない。イーロードカーブ・コントロール政策のもと、政策金利を▲0.1%とマイナスまで引き下げているほか、10年物国債金利がゼロ%程度で推移するよう、上限を設けず必要な金額の長期国債の買い入れを行っている。

しかし、このような超金融緩和政策を可能にしているのは、わが国の低成長・低インフレという経済環境であり、日銀が能動的にこうした環境を作り出しているわけではない²。実際、黒田日銀総裁は2013年に就任して以降、デフレ脱却を目指して一貫してインフレ率(生鮮食品を除く総合)2%の実現を目標に掲げている。しかし、企業・家計において「デフレマインド」が浸透し、金利という投資と貯蓄のバランスを操作する手段がないなか、いまだ実現できておらず、1%のインフレすら、円安による輸入物価やエネルギー価格の上昇等の追い風がなければ達成できない状況にある。これは、経済学の大家ミルトン・フリードマン氏が提唱した「資金供給量というマネタリーな要因で物価は決まる」という理論が現実には当てはまらないということを示している。

わが国における低インフレ長期化の背景は、1990年以降のバブル崩壊と1995年にかけての超円高、1997年のアジア通貨危機(韓国、ASEAN諸国の通貨切り下げ)、2000年以降のIT化やグローバル化の加速等、わが国経済を取り巻く環境が目まぐるしく変化するなかで、事業構造・産業構造の転換などの抜本的な対策に踏み込めないまま、賃金抑制を中心とする対応を続けてきたことにあると推察される。事実、賃金が主要な価格決定要因となるサービス価格は、1990年代後半以降、消費税要因を除けばほぼゼロ%のインフレ率が定着している。具体的にみると、人口の増加が止まるだけでなく賃金上昇も止まったため、家計の低価格品志向が強まるなかで消費の伸びは限られ、国内需要は停滞した。こうした状況下、企業は国内投資の抑制を余儀なくされたほか、IT化に向けたデジタル関連投資、グローバル化に適応するための事業構造転換等、環境変化への対応にも慎重であったことから、国際競争力は徐々に失われ、企業業績はじり貧状態に陥った。結果として、企業は賃金抑制を継続的に行わざるをえず、国内需要の停滞が長期化している。その裏側として、企業の成長機会は海外に求められ、対外直接投資が増加し、それに伴う第一次所得収支受取の大幅増加という形で経常黒字が常態化し、低金利下での大幅な円安進行を阻んでいる。このようにわが国経済は、1990年代後半以降、「低成長」「低インフレ」「過少投資」「賃金抑制」という「ディスインフレの罠」に陥り、その結果として大幅な経常黒字が定着している。この経常黒字の存在を裏付けとして、税収伸び悩みや景気刺激策による財政赤字の拡大にもかかわらず、大幅な円安を招くことなく大胆な金融緩和が可能となり、長期金利も上昇しないという状況にある。この「ディスインフレの罠」から抜け出さない限り、財政赤字と低金利が併存し続ける可能性が高い。

(図表4) 公的債務対名目GDP比の前期差

$$\begin{aligned} & (D \times (1+r) + PB) / G \times (1+g) - D / G \\ & = ((D \times (1+r) + PB) - D \times (1+g)) / (G \times (1+g)) \\ & = (PB + D \times (r-g)) / (G \times (1+g)) \end{aligned}$$

D: 公的債務、G: 名目GDP、r: 金利
g: 成長率、PB: 基礎的財政収支

¹ この低金利に伴う財政の見掛け上の改善が、財政健全化を推進していくにあたり大きな障害となっているともいえる。

² こうした環境下であれば、日銀の積極的な金融緩和策がなくても長期金利が一定程度低下するのが自然であり、日銀による長期国債買入規模の拡大、社債・REIT・ETFの買入が必要以上に長期金利の低下を促す一方、株価等の下支えに作用したことは間違いない。これらの資産買入政策がどこまで必要であったのか、改めて検証する必要がある。

こうした状況下、わが国では、MMT (Modern Monetary Theory, 現代貨幣理論) を基に積極的な財政支出を求める論調、あるいはデフォルトリスクがない以上財政健全化を急ぐべきではないとの論調が勢いを増している。MMTとは、自国通貨建てである限り、政府は財政赤字や公的債務の増大を必ずしも懸念する必要はなく、実際にインフレが発生するまでは財政支出・減税により需要を拡大させることができるという、ステファニー・ケルトンニューヨーク州立大学教授が提唱している理論である。現在の日本の状況を見ると、これまではまさにMMT通りの展開を辿っており、わが国でMMTに賛同する声が大きくなるのはある意味当然といえる。しかし、MMTは、先述したように経済が「デイスインフレの罠」に陥っている状況下で成立する議論であり、インフレが生じた場合には増税対応が必要というだけで、どこまでインフレが進行するか、どこまで増税が必要なのか、明確な回答は示されていない。当然、増税やインフレに関する先行き不透明感の強まりは、経済にマイナス影響を及ぼすことになり、インフレ高進が現実味を帯びれば、経済・金融市場の混乱は避けられなくなってくる。

こうした状況を踏まえると、わが国財政の持続可能性は「低成長」「低インフレ」「過少投資」「賃金抑制」という「デイスインフレの罠」がいつまで続くのか、「デイスインフレの罠」から脱却するにあたって混乱を最小限にとどめることができるか、にかかっているといえる。

(2) ナローパスの混乱なき「デイスインフレの罠」からの脱却

「デイスインフレの罠」からの脱却には、それを許容する環境を作り出すために、まずは緩和的な金融・財政政策が必要である。しかし、デフレからの完全脱却を果たせなかったアベノミクスにみられるように、それだけで脱却が可能になるわけではない。緩和的なマクロ経済政策を呼び水に、企業が環境変化に対応すべく投資、とりわけITをはじめとした無形資産投資を積極化し、それをツールに付加価値生産性を高め、その成果を賃金という形で家計に分配していくというプロセスがあつて初めて、「デイスインフレの罠」からの脱却が可能になる。マクロ政策だけでなく、保護主義的な規制の見直し、デジタル環境の整備、ベンチャー支援をはじめとした新陳代謝促進など、企業に行動変革を促すような施策を打ち出し、その成果の積み上げにより企業の期待成長率を高めていくことが欠かせず、相応の時間を要するだろう。

「デイスインフレの罠」から脱却すれば、さほど低くない成長率とインフレ率（以下では高成長・高インフレと記述）が実現することになるが、こうした状況下では、日銀は低金利を維持することが困難になる³。前掲図表4で示した通り、金利が名目成長率を上回る事態となれば、これまでとは逆に、公的債務の規模が大きい分、利払い費の増大により公的債務対GDP比が改善しないという事態に陥りかねない。実際、イタリアでは、高水準の利払い費への対応のため、基礎的財政収支は対名目GDP比で1~2%の黒字を確保することを余儀なくされている。現在の低金利に安住し、財政健全化をおろそかにすれば、低金利環境が崩れた場合、悲惨な事態に陥りかねない。

高成長が実現しても、その内容次第では財政にはマイナスの影響を及ぼしかねない。經常収支は、次頁図表5の通り、資金過不足の観点からみれば、民間部門の貯蓄投資バランスと財政収支に分解

³ 日銀による金融引き締めが遅れば、必要以上にインフレ率が高まり、結果として国の債務は実質ベースで減少することになる。一方で、家計が保有する資産はインフレにより目減りしていく。いわゆる金融抑圧という形で財政健全化が進むことになる。これは、高齢者に金融資産が集中するなか、実質的には高齢者に対する大幅増税といえ、高齢化が進むわが国経済に深刻なダメージを与えると思われる。

(図表5) 経常収支と貯蓄投資バランスの関係

支出面からみたGDP=	消費(C) 民間最終消費支出	+	投資(I) 民間住宅投資 民間企業設備投資 民間在庫品増加	+	政府支出(G) 政府最終消費 公的固定資本形成 公的在庫品増加	+	純輸出(NeX)
分配面からみたGDP=	消費(C)	+	貯蓄(S)	+	租税(T)		
⇒	$C + I + G + NeX = C + S + T$						
⇒	$NeX = (S - I) + (T - G)$						
	経常収支 = 貯蓄投資バランス + 財政収支						

することができ、経常黒字は国内で財政赤字をファイナンスできる状況、経常赤字は財政赤字を国内では十分に賄えず、海外資金に依存せざるをえないことを意味している。したがって、高成長によって経常収支がどうなるのかは、財政健全化にとって極めて重要なカギを握る。このうち、内閣府の「中長期の経済財政に関する試算」における成長実現ケースでは、高成長のうへ経常黒字のさらなる拡大を見込んでおり、「国内需要は伸びるが、それ以上に輸出あるいは海外資産からの利益・配当が拡大していく」という経済を想定している。この場合、高成長に伴い金利は上昇するものの、国債消化の海外依存度が低いなか金利上昇余地は限られ、財政健全化が顕著に進んでいく。これに対し、超金融緩和の結果としての資産バブル等により国内需要が強まる場合には、経常収支が赤字化する恐れがあり、所得の海外漏出、国債消化の海外依存度上昇により、混乱が生じうる。

一方、インフレの高進は、こうしたデマンドプル以外にも、リーマンショックという需要の減退が生じたにもかかわらず既往円安や原油価格高騰によりインフレ率が上振れした 2008 年のように、持続的な資源価格の高騰や円安進行などを通じたコストプッシュでも生じうる。低成長から抜け出せないままのインフレ高進、いわゆるスタグフレーションが生じれば、国民の間あるいは世界の投資家の間でわが国資産を保有することに対する懸念が強まり、当然財政の持続可能性に対する懸念も生じかねない。したがって、以下では「ディスインフレの罠」からの脱却に際し、経済・市場の混乱を招きかねない経常収支の赤字化と持続的な円安進行のリスクがどの程度あるのかについて検討していく。

3. 経常収支赤字化・円安進行リスクの検証

(1) 経常収支赤字化リスク

経常収支は、通貨の行方のみならず、国の財政をも左右する。金ドル本位制が崩壊し主要国が変動相場制に移行した 1970 年代以降、トルコ、メキシコ、ブラジルなど、国内債務危機に陥った国はいずれも経常収支が赤字であった(図表6)。1990 年代後半のアジア通貨危機も、経常赤字のタイ、韓国、インドネシアが狙い撃

(図表6) 1970年代以降の経済危機と経常収支

種類	国名	危機発生年	前年の経常収支対GDP比 (%)	種類	国名	危機発生年	前年の経常収支対GDP比 (%)
国内債務デフォルト	トルコ	1978	▲5.4	アジア通貨危機	タイ	1997	▲8.0
	メキシコ	1982	▲6.2		韓国	1997	▲4.0
	ブラジル	1983	▲5.8		インドネシア	1997	▲3.4
	フィリピン	1983	▲8.6	欧州債務危機	ギリシャ	2010	▲10.9
	メキシコ	1994	▲4.7		アイルランド	2010	▲2.1
	ロシア	1998	▲0.2		ポルトガル	2011	▲10.3
	パキスタン	1998	▲2.7		スペイン	2012	▲2.7
	アルゼンチン	2001	▲3.2		キプロス	2013	▲4.0

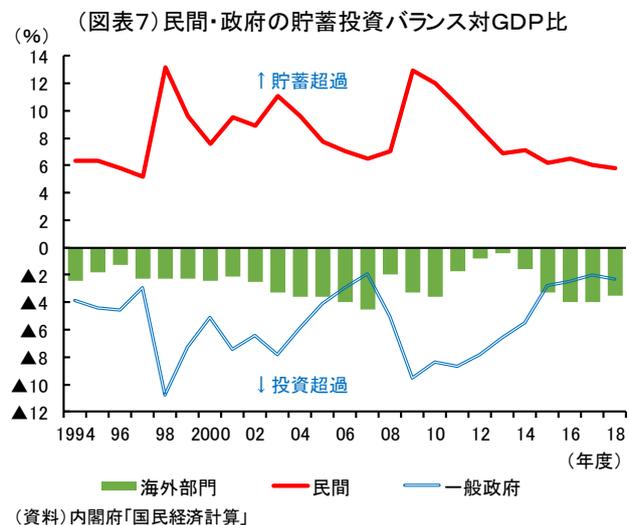
(資料)C・M・ラインハート&K・S・ロゴフ「国家は破綻する」、世界銀行を基に日本総研作成

ちにされた。ギリシャを皮切りとする 2010 年代の欧州債務危機でも、危機に陥ったのはいずれも経常赤字国である。経常赤字は、貯蓄投資バランスの観点からみれば、政府部門での資金不足を自国の民間部門の資金余剰で賄えず、資金繰りを海外部門からの借り入れに依存していることを意味しており、未曾有の公的債務を抱えるわが国にとっては、経常収支の黒字を維持できるかどうかは財政破綻を回避するうえでまさに生命線といえる。

そこでわが国の経常収支をみると、1981 年以降黒字が定着しているが、その内訳は大きく変質している。1990 年代までは貿易収支の黒字がその大半を占めていたが、2000 年代半ば以降はこれまでの対外投資の利益・配当である第一次所得収支の黒字が貿易黒字を凌駕、東日本大震災のあった 2011 年以降は、貿易収支がほぼ均衡するなかで、第一次所得収支の黒字が経常黒字の大半を占めるようになってきている。一方、経常黒字の規模は、原油価格が 1 バレル 100 ドル超に高騰した 2012～2014 年こそ対名目 GDP 比で 1% 弱まで縮小したものの、それ以外は総じて 3～4% の黒字で安定的に推移しており、経常黒字の縮小傾向は看取できない。先行きを展望すると、短期的には、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う世界的な景気悪化により、財・サービス輸出および第一次所得収支受取が減少し、経常黒字は縮小する可能性が高い。もともと、中期的には、これまで積み上げられた対外純資産と内外景気格差により恒常的な第一次所得収支の黒字拡大が見込まれるなか、経常黒字は維持されるとみられる。こうした構図が崩れるのは、①わが国の輸出競争力が著しく低下する（財輸出減）、あるいは、②国内消費需要が著しく強まる（財サ輸入増）、③国内の供給力が弱まり財の海外依存度が高まる（財輸入増）、④世界的な景気低迷長期化により対外純資産のリターンが低下する（第一次所得収支受取減）、のいずれかのケースに限られるだろう。この点で、団塊 J r 世代の高齢化により生産年齢人口の減少が加速する 2030 年代前半以降、わが国の供給力が細る恐れがあり、①または③のケースへの警戒が必要になってくる。

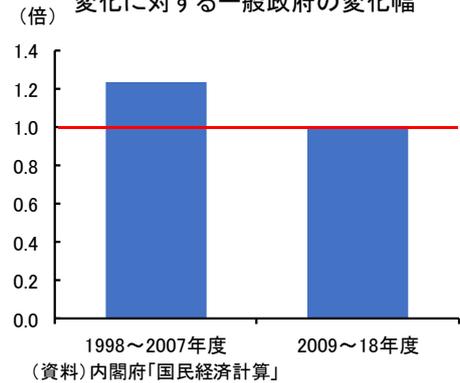
一方、貯蓄投資バランスの観点からみると、統計で確認可能な 1994 年以降、民間部門（非金融法人、金融機関、家計、対家計非営利団体の合計）の貯蓄超過と一般政府の投資超過はほぼ対称的な関係にある（図表 7）。すなわち、景気が拡大すると企業の投資活動、家計の消費活動の活発化により民間部門の貯蓄超過幅が縮小する一方、税金の増加や景気刺激策の縮小により一般政府の投資超過幅も縮小している。逆に、景気が悪化すると、企業の投資活動抑制、家計の消費活動慎重化により民間の貯蓄超過幅が拡大する一方、税金の減少や景気刺激策の大規模化により一般政府の投資超過幅も拡大している。この間、経常海外余剰（＝経常収支黒字）は前述の通り原油価格が高騰した局面を除いて、概ね対名目 GDP 比 3～4% で推移している。

この民間部門の貯蓄の縮小を上回るペースで政府部門の投資が縮小していれば、「経済成長なくして財政健全化なし」とした安倍政権の主張通り、景気拡大に伴いそれ以上に財政赤字は縮小していく。そこで、民間部門の貯蓄超過幅が縮小した「1998 年度から 2007 年度にかけて」と「2009 年度

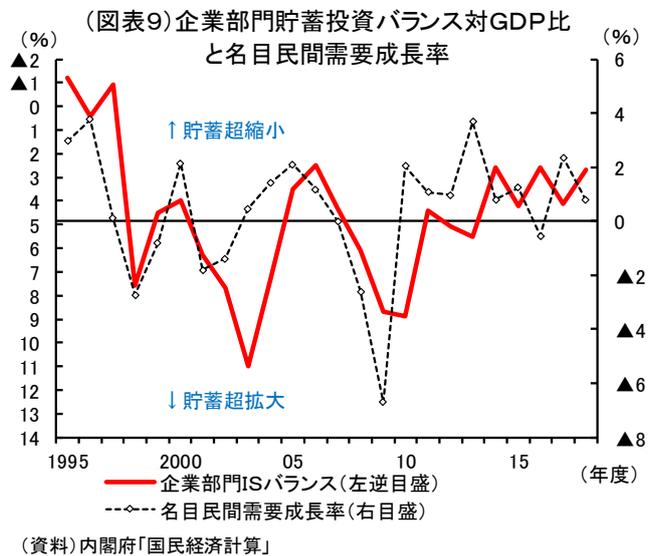


から2018年度にかけて」における、民間部門の貯蓄超過幅縮小ペースに対する一般政府の投資超過幅の縮小度合いをみると、後者はかろうじて1倍超（財政赤字縮小ペースが速い）を確保しているものの、前者よりもペースが落ちている（図表8）。この背景には、この間の法人税率引き下げ、消費税率引き上げに代表される間接税のウエイト拡大といった税制のほか、東日本大震災をはじめ災害への対応を余儀なくされるケースが大幅に増えたこと等が挙げられる。この割合が1を下回れば構造的な経常収支黒字は縮小していく。先行き、必ずしも成長につながらない財政支出が増えていけば、景気拡大に伴い民間部門の貯蓄が縮小しても、財政赤字の縮小ペースが鈍く、結果として海外からの投資を受け入れざるをえない事態（＝経常収支の赤字化）に陥る可能性も否定できない。

(図表8)民間部門のISバランス変化に対する一般政府の変化幅

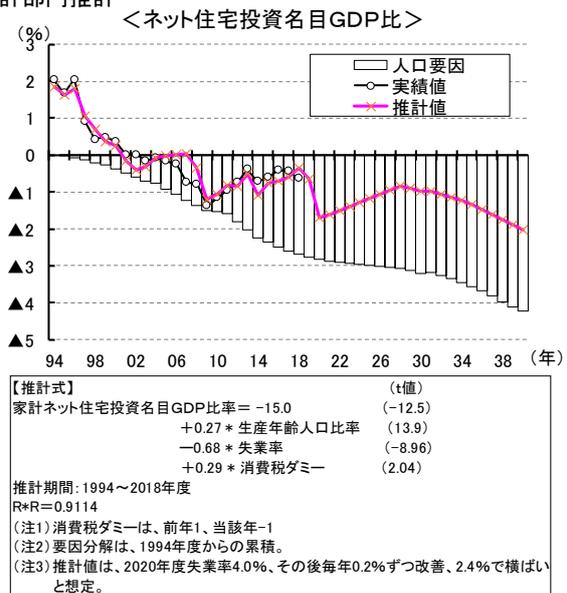
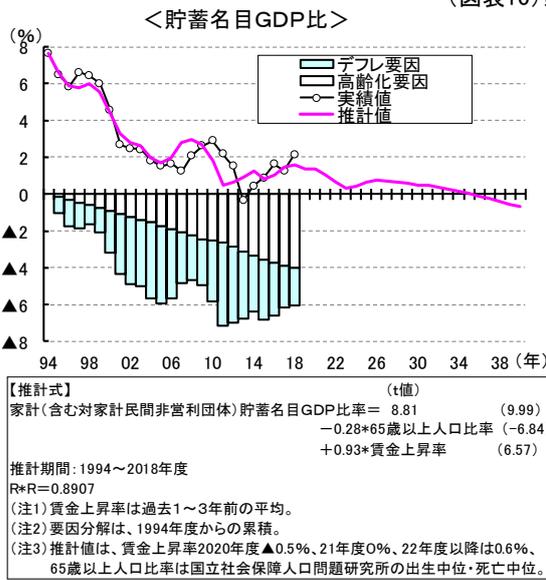


一方、民間部門の貯蓄超過幅に構造的な縮小圧力がないかについても検討する必要がある。このうち、企業部門についてはおおむね名目民間需要の成長率と連動しており、成長率が4%を超える展開とならない限り、貯蓄超過が維持されるとみられる（図表9）。むしろ、企業の投資活動活発化の結果として企業部門が貯蓄超過から投資超過に転じることは、「ディスインフレーションの罠」からの脱却を意味しており、前向きな動きと評価することができる。



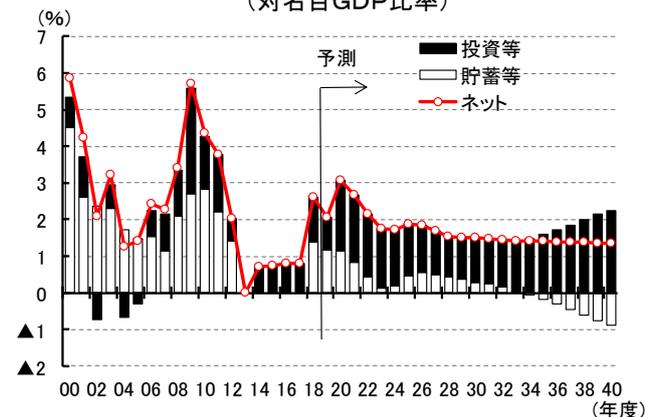
一方、家計部門については、必然的にわが国が抱える人口減少・高齢化という人口動態からの制約を受けることになる。そこで、家計部門

(図表10)家計部門推計



(含む対家計民間非営利団体)の貯蓄投資バランスをみると、貯蓄超過幅は2022年度以降賃金が過去5年の平均である+0.6%のペースで上昇していくと想定しても、高齢化の進展に伴い緩やかに縮小していく可能性が高い(前頁図表10)。一方、家計の投資は、大半を占める住宅投資が、住宅購入世帯の趨勢的な減少により、1998年度以降固定資本減耗を下回っており、ネットでみれば投資はマイナス傾向にある。景気拡大局面では一時的に住宅投資が盛り上がり、投資がプラスに転じる可能性はあるものの、生産年齢人口比率が先行

(図表11)家計部門の貯蓄投資バランスの予測
(対名目GDP比率)



(資料)内閣府、総務省、国立社会保障・人口問題研究所を基に日本総研作成
(注1)家計部門に対家計民間非営利団体を含む。
(注2)予測は、人口動態は中位推計。
(注3)投資等は前掲推計値に土地購入(1994~2018年の平均▲0.3%)を加算。

き一段と低下していくことを踏まえると、中長期的にみればネットで見た投資のマイナス幅が一段と拡大していくとみられる。結果として、家計部門の貯蓄投資バランスはネットでみると対名目GDP比で1~2%の貯蓄超過を維持していくと見込まれる(図表11)。

このように、2040年までを展望すれば、名目国内需要成長率が4%超という「成長実現ケース」をも上回る成長を実現しない限り、わが国の経常収支は黒字を維持するというのが妥当な見通しと考えられる。ただし、非効率な歳出が増えていけば、経常黒字が縮小し、いずれは経常収支が赤字化するリスクがある。また、家計貯蓄自体は2030年代半ばに取り崩し転じるとみられるほか、住宅資材価格が上昇すれば投資の減少幅も小幅にとどまる可能性があり、2030年代以降家計が貯蓄超過から投資超過に転じる可能性も一概に否定できない。以上より、2030年代以降のわが国の経常黒字確保は盤石とはいえないのが実情だろう。

(2) 大幅な円安進行リスク

経常収支が赤字化しても、直ちにその通貨が減価するわけではない。基軸通貨ドルを抱えるアメリカは例外としても、恒常的に経常赤字が定着している、あるいはしていたイギリス、オーストラリアなどは、景気動向に従って交互に通貨安・通貨高局面が到来しており、一方的に通貨安が進行したわけではない。これに対し、新興国は、景気動向に従って変動する点は共通していても、限定的な通貨高、大幅な通貨安という展開を辿るケースが多い。先進国通貨と新興国通貨の反応の違いは、後者は、①自立性を持った強固なファンダメンタルズを有していない、②インフレ高進下で中央銀行に利下げを強要しているエルドアン現大統領下のトルコにみられる通り、中央銀行の独立性が確保されていない、③自国通貨建てで国債を発行できず、国内にそれを吸収するだけの潤沢な家計資産と流動性の高い金融資本市場も有していない、等が作用していると推察される。わが国では、現状すべて合格印がついており、現状経常収支が赤字に転じて、直ちに大幅な通貨安が生じるような状況ではない。もっとも、②以下については、今後も確保できるのか疑義が生じ始めていることは否めない。

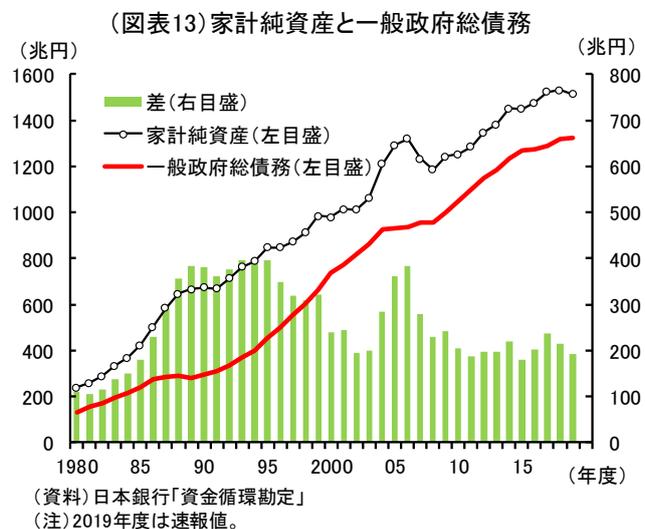
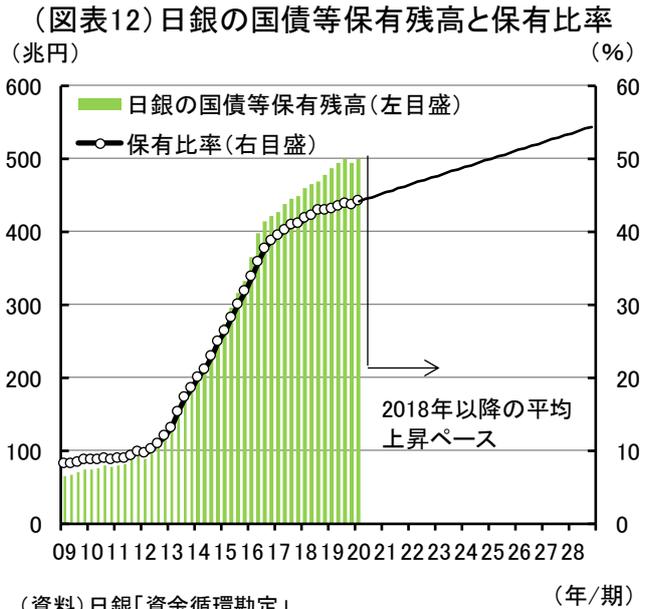
中央銀行の独立性について、日銀は、現在の大量の国債買い入れはあくまでインフレ率2%の実現のためのツールと位置づけている。もっとも、日銀がすでに国債発行残高の40%強の国債を保有

しているという現状をみれば、日銀が政府に従属し、財政ファイナンスを行っているという見方があってもそれを否定することはできない。ちなみに、この2年のペースで日銀の国債保有比率が上昇していけば、2025年には日銀が既発国債の半分を保有することになる(図表12)。中央銀行がどこまで保有すれば信認低下につながるのかについて明確な水準はないが、同比率が高まれば高まるほど、中央銀行の独立性、財政ファイナンスに対する懸念が強まることは間違いない⁴。

潤沢な家計資産についても、高齢化の進行等を背景に一部で懸念視する声が出始めている。実際、家計の金融資産を上回って政府債務が増大するような事態となれば、実質的には政府債務を海外投資家に依存する、あるいは、中央銀行による財政ファイナンスによって賄う必要があり、前者であれば財政リスクプレミアムの上昇を通じた金利上昇、後者であれば大幅な円安進行によるインフレ高進につながることになる(金利上昇については補論参照)。これについては、家計純資産と政府総債務の推移をみる限り、株価が上昇しその後急反落した2000年代半ばこそ両者の差が大きく変動したものの、基本的には2000年以降総じて200兆円前後の差が続いている(図表13)。

国債発行を伴う財政支出によって、経済が刺激されれば、その資金は巡り巡って最終的には家計の金融資産に行き着くことを示唆しており、現在の財政拡大を過度に懸念する状況にはない。ただし、先述の通り、家計の貯蓄自体は高齢化に伴い2030年代入り以降減少する可能性がある。投資も縮小するため家計純資産は増加し続けるものの、増加ペースが鈍化していく可能性は高い。そうした状況下で、経済成長につながらない財政支出の増大により、2030年代以降も政府債務の増勢に歯止めがかからなければ、家計純資産で政府債務を賄えなくなる事態が到来してもおかしくはない。

わが国は現状世界最大の対外純資産、外貨準備を抱えていることから、当面の円安進行リスクは小さい。しかし、今後経常赤字が定着すれば、少なくとも対外純資産は減少していく。外貨準備も、



⁴日銀が独立性を維持しているのか、財政ファイナンスを行っているかの判断は、最終的には、インフレ高進のリスクが高まった局面で、日銀が速やかに国債買い入れの停止、金利引き上げ、必要ならば保有国債の売却を行えるのかに依存する。ただし、その売却は、国債金利上昇、日銀における資本欠損など、市場の混乱を招くことは避けられない。

円買いドル売り介入を実施すれば、為券（外国為替資金証券）の回収等を通じて財政健全化には資するものの、これまでの実績をみる限り、ファンダメンタルズに沿った為替変動に逆らうような介入の効果は限られている。むしろ、外貨売り為替介入を行えば行うほど外貨準備が減り、投機的な円売りを増長させかねない。対外純資産、外貨準備は現状強い円安抑止力を有しているが、経常収支が赤字に転じれば、その力は弱まっていく。

以上のように、わが国経常収支は今後も黒字を確保するとみられるものの、非効率な財政支出の常態化や世界的な資源価格高騰等により、2030年代以降経常収支が赤字に転じる可能性は排除できない。こうしたなか、日銀が国債買い入れを一段と積極化していく、あるいは、政府があまり経済活性化にはつながらない財政支出を積み増していけば、中銀の独立性毀損や財政ファイナンスへの思惑、国債消化の海外依存度上昇などを通じて、大幅かつ持続的な円安が進行するリスクがある。財政の持続可能性を確保するためには、これまで以上に適切な政策運営が重要になっている。

4. 財政運営の持続性確保に向けて求められる対応

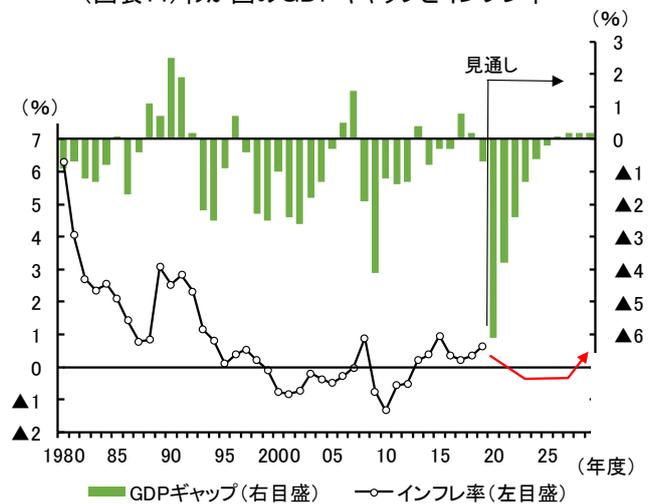
（1）新型コロナを巡る財政政策

以上のように、わが国は極めて大きな財政赤字と公的債務を抱えているものの、「デスインフレの罠」に陥るなか、低金利が続き、結果として財政危機に至るような状況は回避されている。この構図が維持されている限り、わが国財政破綻に陥ることはないだろう。しかし、「デスインフレの罠」から抜け出せない限り、所得増加→消費増加→所得増といった自律的な景気拡大も見込めない。そしてそこから抜け出す局面で、金利上昇、経常収支の赤字化、円安加速などを通じて、財政が危機的状況に陥るリスクが考えられる。

こうした状況のもと、今回の新型コロナの感染拡大に伴う景気的大幅悪化により、この「デスインフレの罠」からの脱却は一段と遠退いた形となった。むしろ、2020年度にはリーマンショック時を上回るGDPギャップが見込まれるなか、再びデフレに陥る可能性も否定できない状況となっている。わが国のインフレ率（生鮮食品・エネルギーを除く総合）とGDPギャップとの関係を見ると、GDPギャップが拡大するとインフレ率が大きく下押しされ、インフレ率が上向きに転じるのは、GDPギャップがほぼゼロ近傍まで改善した局面に限られている（図表14）。こうした状況を踏まえると、当面わが国財政にとって危機を招きかねない

金利上昇・インフレ高進のリスクは小さく、必要であれば企業・家計向けの所得補填策や景気下支え策などをためらうべきではないだろう。ただし、追加の財政支出は、基礎的財政収支黒字化へのハードルを一段と高め、公的債務の増加に伴う利払い費の増加を招くなど、必ず後年度の負担を増加させる。2020年度補正予算では、未知のウイルスへの対応として幅広く経済対策が打ち出された

（図表14）わが国のGDPギャップとインフレ率



（資料）内閣府、総務省を基に日本総研作成
 （注1）インフレ率は生鮮食品・エネルギーを除く総合、消費税要因を除去
 （注2）GDPギャップの見通しは2019年度までの実績に「中長期の経済財政に関する試算」における潜在成長率と実質成長率を基に算出。

が、新型コロナに対する知識が蓄積されていくなか、今後の追加経済対策では、国民の生命維持に不可欠なもの以外は、費用対効果をきちんと評価し、効果が高いものに絞って実施していく必要があるだろう。

一方、景気の底打ち反転が明確化すれば、2030年代以降生じる恐れのある危機のリスクを最小化するため、財政健全化に向け舵を切っていかなければならない。

(2) 財政健全化に向けて

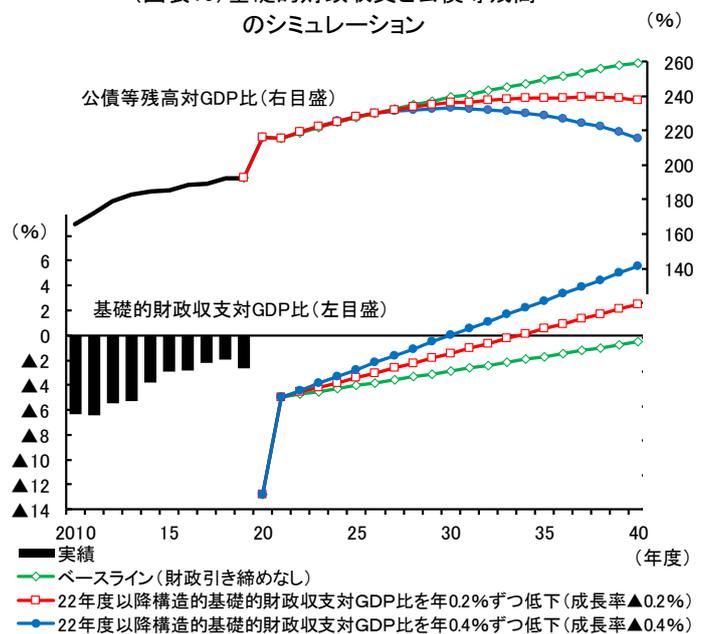
今回の新型コロナの影響により、財政赤字が大幅に拡大、公的債務が増加し、コロナ以前と比べ財政健全化への道筋が一段と厳しくなったことを踏まえると、財政健全化にあたっては、これまでの「経済成長なくして財政健全化なし」との方針のもとでの「経済成長」重視の姿勢から、「経済成長」と「財政健全化」の二兎を追う姿勢に転換していかなければならない。そのために、次の4点が政策として求められよう。

第1に、財政健全化の目標については、一部で指摘されている公的債務対名目GDP比の安定・低下ではなく、基礎的財政収支の黒字化を堅持するべきである。先述の通り、低金利が続くなか、当面はプラスの名目成長を確保できれば、同比率は低下しうる。しかし、この低金利環境が維持できなくなった場合、財政の安定には基礎的財政収支の大幅な黒字が必要になってくる。低金利の永続化を前提としない限り、財政健全化目標を公的債務対GDP比へ変更することは、将来世代への問題先送りに他ならない。

第2に、「中長期の経済財政に関する試算」におけるベースラインケースで公債等残高対名目GDP比の安定が覚束なくなるなか、成長実現ケースを前提とした財政見通しは早急に取り止めるべきである。高成長を目指して様々な改革を行っていくのは当然であるが、これまで全く実現していない高成長・高インフレを前提に、基礎的財政収支が黒字化する姿を描いても、財政健全化に向けた取り組みが踏み込み不足になるのは明らかである。むしろ、現実には成長率の目標未達、景気拡大下での大型補正予算の編成など財政支出拡大の口実を与えている。ベースラインケースでも着実に財政健全化が進むよう、歳入増加・歳出抑制策を打ち出し、成長の上振れがあれば、税収上振れ分を前倒して国債償還に充当するとい

う姿勢に転換していく必要があるだろう。ちなみに、一定の前提の下で2040年度までの基礎的財政収支、公債等残高対名目GDP比を試算すると、年平均0.4%の財政引き締めを行えば（当面の名目

(図表15) 基礎的財政収支と公債等残高のシミュレーション



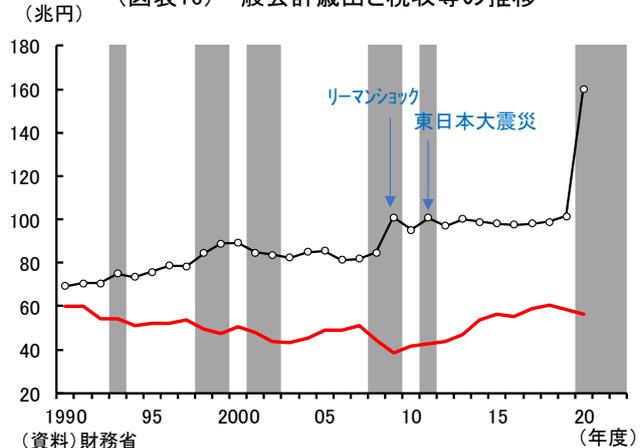
(資料)内閣府、日本銀行、国立社会保障・人口問題研究所を基に日本総研作成
 (前提)名目GDP成長率は2021年度までは日本総研見通し、その後は2010~2019年度の平均+1.2%をベースに生産年齢人口変化率を加減。基礎的財政収支は同期間対GDP比で0.47%改善。このうち、IMFを基に景気循環要因と構造要因を各半分とした。2021年度のプライマリーバランスについては、2020年度補正予算で増えた赤字の2/3が不要になると想定。金利は0.7%で横這いと想定。

成長率は+0.8%)、2020年代後半での公債等残高対名目GDP比のピークアウト、基礎的財政収支黒字化も2030年前後に達成できる(図表15)。年0.2%の引き締めでも(当面の名目成長率は+1.0%)、2030年代半ばには基礎的財政収支の黒字化が展望できる。放置し財政破綻に陥った場合の国民生活に及ぼす影響が極めて大きいだけに、地に足の着いた財政健全化策を実践していくことが求められる。

第3に、新型コロナ対応の特別枠化など、歳出増加の恒久化を回避する措置の導入である。決算ベースで2000年代半ばに80兆円前後で推移していた一般会計歳出は、リーマンショックに伴う景気悪化を受け100兆円にまで増加、その後東日本大震災への対応もあり、100兆円から大きく減ることはなく、同水準での推移が続いた(図表16)。この間、社会保障関係費が増加していくなかで、歳出の内訳こそ変化しているものの、一度予算規模が膨れ上がるとその圧縮は容易ではないことが改めて確認される。今回新型コロナへの緊急対応により、過去例にない規模の補正予算が編成されたが、このままでは、これまで獲得できなかった予算枠を新型コロナ対応に衣替えして再獲得する動きが横行することが懸念される。特別枠化して数年後に廃止するなど、足元の歳出増加が恒久化することがないような仕組みにしていく必要があるだろう。こうした特別枠化は、東日本大震災の際に導入された復興財源確保のための復興特別税と同じような財源確保策を検討する際にも有用であろう。

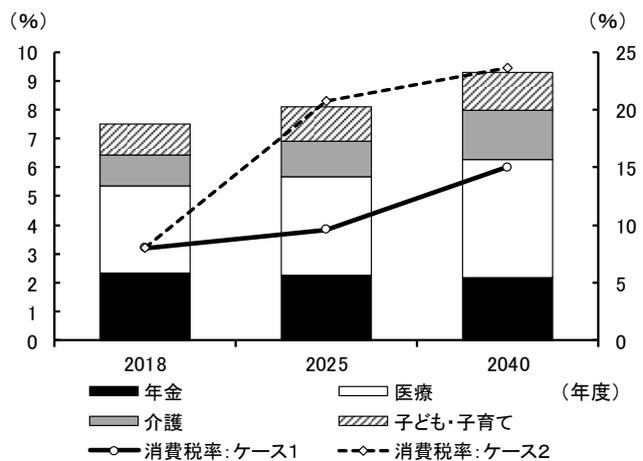
第4に、GDPギャップの解消が見込まれる2020年代半ば以降の消費税率の着実な引き上げである。現状消費税の増税分は、「年金」「医療」「介護」「子育て」の社会保障4分野に充当されている。高齢化が進むと同時に人口が減少するわが国にとって、この社会保障の財源をどう確保するかが、財政上の最大の問題といっても過言ではない。結果平等を志向しがちなわが国では、国民の消費税に対する嫌悪感は根強いものの、社会保障を賄ううえで、①景気に左右されず税収が安定しており、②現役世代のみならず幅広い世代で負担を分かち合い、③労働意欲や企業の投資インセンティブに対し中立的であるという点で、消費税は極めて理に適った財源といえる。社会保障4分野にかかる公費対GDP比は、高齢化の進展に伴い、医療を中心に2018年度時点の7.5%から2040年度には9.3%前後まで上昇していく(図表17)。何も手を打たな

(図表16) 一般会計歳出と税収等の推移



(資料) 財務省
(注1) 2018年度までは決算、2019年度は決算概要、2020年度は第2次補正後予算。
(注2) ダーク部は前年度対比名目GDPが減少した局面。

(図表17) 社会保障4分野公費負担と消費税率



(資料) 社会保障審議会「今後の社会保障改革について—2040年を見据えて—」、財務省を基に日本総研作成
(注1) 公費負担は対GDP比
(注2) 社会保障は現状投影の中央値
(注3) 消費税率のケース1は2018年度対比上昇分を税率引き上げで対応、ケース2は社会保障4分野を消費税で賄う場合。
(注4) 消費税率は軽減税率を勘案せず

ければ、この上昇分は確実に財政赤字が拡大することになる。社会保障4分野の公費を全額消費税で賄うには、計算上軽減税率を除いたベースで消費税率を24%まで引き上げる必要があるが、少なくとも40年度までの上昇分は消費税で賄っていくことが求められよう。ちなみに、それに必要な税率は、軽減税率を除いたベースで15%であり、軽減税率をこのまま継続するのであればそれ以上の税率が必要になる。

第5に、財政の抑制的な運営に耐えうるだけの経済体質の強化が何より求められるのは言うまでもない。わが国の生産年齢人口はすでに毎年▲0.7~▲0.8%のペースで減少している。これまでは、女性の社会進出、高齢者の就労増加により労働力人口はプラスを確保していたが、団塊J r世代の引退が始まる2030年代以降、労働力人口の大幅減少が避けられない。こうしたなか、労働者一人当たりの付加価値労働生産性が一段と高まっていかなければ、名目でのプラス成長も覚束なくなってくる。先述の通り、付加価値労働生産性を高めるためには、ITをはじめとする無形資産投資を積極化すると同時に、経済資源をより付加価値の高い分野に移していくことで、一人当たり所得、いわゆる賃金を引き上げていかなければならない。当面は新型コロナに伴う不可抗力と言える景気悪化を受け、あらゆる企業に対して資金繰り支援をはじめとしたサポートが必要であるものの、景気が回復軌道に乗った暁には、雇用のセーフティネットやリカレント教育を拡充、労働市場のさらなる流動化を図ったうえで、最低賃金の継続的な引き上げなどを行い、そうした対応を採れない企業は退出する仕組みに戻して経済全体を活性化させていく必要もあるだろう。

5. おわりに

わが国の財政を巡っては、その赤字や債務の大きさから先行きを懸念する声と、低金利に象徴されるように過度な懸念は不要との声とに、完全に二極化している。おそらくは、現在の「デフインフレの罠」が維持されている限り、後者の主張のように早急に大幅な財政緊縮を行わずとも不都合は生じないというのが現実だろう。一方、「デフインフレの罠」から抜け出す、あるいは抜け出す展望が開かれてくれば、前者の懸念が現実化するリスクが浮上することになるため、現時点で安易に大盤振る舞いをするわけにはいかない。したがって、「デフインフレの罠」にある現局面においてとるべき行動は、経済を必要以上に圧迫しかねない過度な財政緊縮は避けつつも、将来の経済・市場混乱リスクを可能な限り極小化していくために、規律を持った財政運営、金融政策運営を着実にやっていくということに尽きるだろう。

現在は、新型コロナの感染拡大を受け「経済成長」と「感染防止」の両立を迫られているが、コロナ禍が収束すれば「経済成長」と「財政健全化」の両立を図っていかなければならない。2030年代以降は人口動態による逆風が強まることが予想されるなか、それまでの取り組みが10年後のわが国財政および経済の行方を左右することになるだろう。

以上

補論：国債に占める海外投資家保有比率の上昇

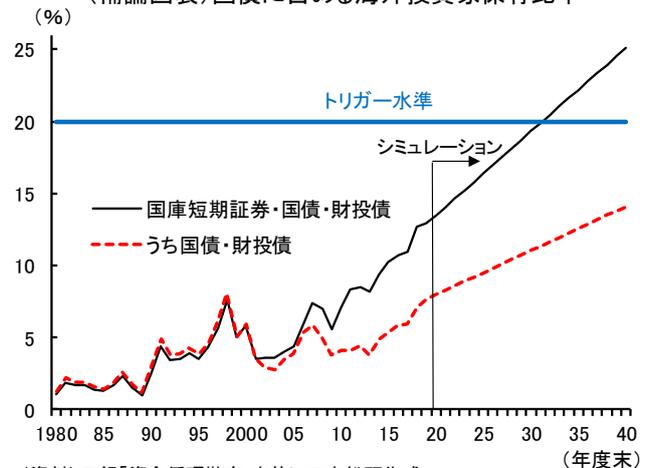
本年6月に発表された世界銀行のワーキングペーパー「Debt Intolerance」では、①自国投資家はホームバイアスから財政リスクプレミアムに寛容だが、国債に占める海外民間投資家の比率が20%を超えると、金利上昇リスクが高まる、②海外投資家による国債購入は当初は金利押し下げに作用するが、公的債務対GDP比が一定の水準を超えると、金利押し上げに作用する(この水準はモデルにより異なるが、いかなるモデルであっても日本については臨界点をすでに超えている)、と指摘している。

そこで、日銀資金循環勘定を基にわが国の国庫短期証券・国債・財投債に占める海外保有比率をみると、2003年度末時点で3.6%にとどまっていた同比率は、2020年3月末時点(速報値)で12.9%まで上昇している。このペースで上昇が続けば、2032年度末にはこの20%のトリガー水準を超えることになる(補論図表)。

もっとも、2019年度末における海外投資家の国債保有は、ドル調達に伴う本邦投資家サイドにかかる金利プレミアムによりマイナス金利でもネットでリターンを稼げる国庫短期証券が46%を占めており、国債・財投債に限れば7.7%に過ぎない。2003年度末の2.8%からは上昇しているものの、このペースでの上昇であればトリガー水準には当面達しない。海外投資家による売却が国庫短期証券であれば、日銀による通常のオペレーションで金利コントロールが可能とみられ、現状海外からの財政リスクプレミアムによって金利上昇圧力が高まる状況にはない。

そもそも、先述の通り、わが国は恒常的な経常黒字国であり、原理的には海外投資家に依存しなくても財政のファイナンスが可能な状況にある。したがって、仮に海外投資家が保有しているわが国国債を売却するような事態となっても、経常収支赤字転化や供給力低下に伴うインフレ体質への転換等により持続的な円安期待が生まれず限り、国内投資家に対して一時的な金利上昇・円安という絶好の新規国債投資、これまで投資してきた対外資産の回収機会を提供するだけにとどまる。その意味では、海外投資家比率が高まっても、経常収支が赤字に転じない限り過度な懸念は不要と判断される。

(補論図表) 国債に占める海外投資家保有比率



(資料) 日銀「資金循環勘定」を基に日本総研作成
 (注) 2019年までは実績。2020年度以降は、2003～2019年度までの上昇ペースで先伸ばし。

【参考文献】

- カーメンMラインハート&ケネスSロゴフ[2011]『国家は破綻する 金融危機の800年』日経BP社
- Hideaki Matsuoka[2020]“Debt Intolerance –Threshold Level and Composition–” Policy Research Working Paper 9276, World Bank Group
- Ichiro Fukunaga, Takuji Komatsuzaki, Hideaki Matsuoka[2020]“Inflation and Public Debt Reversals in Advanced Economies” Policy Research Working Paper 9129, World Bank Group