

# 財政破綻の克服へ向けて

2005年1月

社団法人 日本経済調査協議会

Japan Economic Research Institute

## 序

当会では、財政が本来の機能を果たすために、どのような改革が必要であるのかという問題意識に基づき、「有効に機能する財政を築くために」をテーマとして、2001年5月に調査専門委員会を設置した。その結果、日本の財政が複雑かつ不透明で、財政赤字をさらに累積しかねないシステムであることを指摘し、赤字財政からの脱却と財政改革の基本スタンス、国民による財政コントロールの強化、財政が有効に機能し国民に安心を与えチャレンジを支える公共サービスの提供という3本柱の提言を2003年4月に行った。しかし財政赤字は、いまや巨額に膨れ上がり深刻な状況にある。そこで財政破綻の回避策に焦点を当てた調査専門委員会を2003年11月に発足した。

委員長には㈱リコー最高顧問 浜田 広氏に、主査には慶應義塾大学商学部教授 深尾光洋氏にご就任願ひ、委員には経済界、学界の有識者の方々に多数ご参加頂いた。

本報告書では、財政赤字拡大の要因とその影響をマクロ経済学を通して分析し、財政再建のためには、まず早急にデフレから脱却して、プラスの名目成長率を達成する必要があること、次に厳しい歳出削減と増税の実施、さらに少子化に向けた、歳出構造の転換、社会保障制度改革の必要があることを提言している。

この提言が関係各機関ならびに国民に広く認識され、活発な議論を喚起して、財政再建に向けての着実な前進が行われることを願って已まない。

最後に、本報告書の作成に当たり、ご多忙の中ご尽力頂いた浜田委員長、深尾主査を始め、委員ならびにご協力頂いた関係各位に深甚なる謝意を表する次第である。

2005年1月

社団法人 日本経済調査協議会  
理事長 橋 本 徹

## 浜田委員会委員ならびに講師名簿

(五十音順・敬称略)

委員長	浜田 広	日本経済調査協議会理事 (株)リコー最高顧問
主査 委員	深尾 光洋	慶應義塾大学商学部教授
	荒木 浩	日本経済調査協議会副理事長 東京電力(株)顧問
	植松 富司	コニカミノルタホールディングス(株)取締役会議長
	大塚 陸毅	日本経済調査協議会総合委員 東日本旅客鉄道(株)代表取締役社長
	金子 昌資	日本経済調査協議会総合委員 (株)日興コーディアルグループ代表執行役会長
	栗田 瑞夫	(株)ジェムコ日本経営監査役
	櫻井 孝穎	日本経済調査協議会理事 第一生命保険(相)相談役
	佐藤 正敏	(株)損害保険ジャパン取締役常務執行役員
	高橋 温	住友信託銀行(株)代表取締役社長
	田波 耕治	国際協力銀行副総裁
	関 哲夫	新日本製鐵(株)常任監査役
	塚田 裕昭	(株)U F J 総合研究所調査部研究員
	土居 丈朗	慶應義塾大学経済学部助教授
	奈良 久彌	日本経済調査協議会総合委員 (株)三菱総合研究所特別顧問
	原田 信行	筑波大学大学院システム情報工学研究科講師
	福島 吉治	日本経済調査協議会総合委員 (株)C S K 特別顧問
	藤井真理子	東京大学先端科学技術研究センター教授
	南 敬介	東京建物(株)代表取締役社長
	宮部 義一	三菱樹脂(株)前顧問

講 師	跡田 直澄	慶應義塾大学商学部教授
	伊藤 隆敏	東京大学大学院経済学研究科教授
	富田 俊基	(株)野村総合研究所研究理事
	森本 学	財務省審議官

事 務 局	山田 勝三	日本経済調査協議会専務理事
	安藤 豪敏	日本経済調査協議会顧問
	小原 伸一	日本経済調査協議会主任研究員
	曾々木次郎	(前)日本経済調査協議会主任研究員 (現)株みずほ銀行業務監査部 本部・関連会社監察室 参事役

# 目 次

## 基本認識と提言

はじめに .....	1
第 1 章 財政赤字拡大の背景とマクロ経済 .....	2
1. 財政収支の現状 .....	2
2. 財政赤字拡大と貯蓄投資バランス .....	4
第 2 章 財政赤字と日本のソブリン格付け .....	6
1. 「ソブリン格付け」 .....	6
2. 日本のソブリン格付け .....	8
3. 財政赤字と格付けの関係 .....	10
4. 格下げの影響 .....	12
第 3 章 財政バランスと景気回復シナリオ .....	14
1. 日本経済の現状 .....	14
2. GDP ギャップとデフレ予想 .....	16
3. 景気回復の 2 つのシナリオと財政バランス .....	17
第 4 章 デフレ脱却へのマクロ政策：財政再建の前提条件 .....	22
1. ゼロ金利下での景気拡大政策 .....	22
2. デフレ脱却政策の優先順位 .....	28
第 5 章 財政再建の構造的側面：公的年金改革への視点 .....	29
1. 公的年金の財政状況 .....	29
2. 公的年金悪化の背景 .....	30
3. 公的年金の財政方式 .....	32
4. 財政改革と社会保障制度改革 .....	36
第 6 章 財政破綻克服への提言 .....	37

## 各 論

第 1 章 財政破綻のリスク .....	59
	深尾 光洋 氏
第 2 章 我が国の公的債務と債務管理政策 .....	79
	森本 学 氏
第 3 章 財政と長期金利について .....	101
	富田 俊基 氏
第 4 章 ソブリン格付け .....	119
	原田 信行 氏
第 5 章 途上国における債務不履行問題 .....	142
	伊藤 隆敏 氏
第 6 章 税制と歳出見直し .....	152
	跡田 直澄 氏
第 7 章 財政破綻を防ぐ地方分権改革の課題 .....	170
	土居 丈朗 氏
第 8 章 公的年金制度改革の論点 .....	185
	藤井真理子 氏
第 9 章 景気回復の 2 つのシナリオと財政バランス .....	207
	深尾 光洋 氏

# 基本認識と提言

## はじめに

日本の財政赤字は、過去に財政破綻に陥った途上国を上回る深刻な状況にある。中央政府、地方政府、社会保障基金を合わせた日本政府は、2003 年末で GDP 比 160% 近い債務を累積し、銀行、郵貯、簡易保険など日本のほとんど全ての金融機関の債務に対して保証を与え、さらに毎年 8% 前後もの赤字を出し続けている。それにもかかわらず長期金利が 1% 台にとどまり、国債が比較的順調に消化されているのは、国民が不安を感じつつも政府に対する信頼を失っていないからである。

しかし現在のような赤字を出し続ければ、日本政府が国民の信頼を失う時期が遠くないのは明らかである。国民年金の滞納率の上昇や、いわゆる第三セクター企業の相次ぐ破綻で公的年金や地方公共団体に対する信頼は揺らぎ始めている。こうした政府に対する不信感が高まれば、遠からず長期国債の消化が困難になり、長期金利が上昇する局面を迎えるだろう。それは一層の財政悪化を招き、破綻への歩みを早めることになるのは必至である。

そこで本報告書では、現在のような財政赤字を継続する場合に発生しうる政府に対する信用の喪失とその影響を分析した後、政府に対する信用失墜を回避するために採用すべきマクロ政策対応を検討した。なお公的部門の財政赤字の内容の分析や財政改革の基本的スタンスについては、2003 年 4 月の報告書『有効に機能する財政を築くために』の中で述べているので本報告書では割愛し、財政破綻を巡る対応策に焦点を当てた。本報告書の構成は次の通りである。

まず第 1 章および第 2 章では財政赤字拡大と国債価格付け引き下げの関係を分析し、政府債務累増により財政破綻に陥る可能性を検討した。次に第 3 章では、景気の回復にもかかわらず企業の返済能力や政府の税収に大きな影響を与える GDP デフレーターへのデフレは改善が見られないことを示した。また財政破綻を避けるためには、早急にデフレから脱却し、マイルドなインフレとプラスの名



目成長率を達成する必要があることを示している。第4章ではデフレ脱却のための具体的な政策手段の効果と副作用を論じ、伝統的なマクロ経済政策では十分な場合の最後のデフレ脱却手段として、政府が元本を保証する全ての金融資産に対する低率の残高課税を行うことを提言している。第5章では社会保障制度改革等、財政再建に向けた構造的側面に言及した。以上をふまえ、最後に次の提言を行っている。

第1に、新たな発想による財政悪化を招かない景気刺激策により早急にデフレから脱却し、持続的なプラスの名目成長率を達成することが必要である。近い将来にデフレから脱却できない場合、日本は急速に財政破綻に近づいていくことが予想される。第2に、デフレから脱却できたとしても、自然な税収の伸びや歳出削減では、現在の巨額の財政赤字を解決することはできず、厳しい歳出削減と消費税率の引き上げ等かなりの増税を、景気回復局面で実施する必要がある。第3に、社会保障制度については、少子高齢化を乗り切るための根本的な見直しについて、国民的コンセンサスを得ることが不可欠である。具体的には、基礎年金財源への消費税投入、定額制の国民年金保険料の廃止、被用者年金保険料引き上げの停止・抑制、高齢雇用の推進、年金支給開始年齢の引き上げによる高齢者向け財政支出抑制と子育て支援対策の大幅な拡充などの、大胆な財政システム、社会システムの変更が必要である。

## **第1章 財政赤字拡大の背景とマクロ経済**

### **1. 財政収支の現状**

一般政府<sup>1</sup>の財政赤字は、2003年には途上国でも希なGDP比8%前後の高水

---

<sup>1</sup> 国民経済計算で用いられる政府の概念であり、中央政府、地方政府、社会保障基金の合計で、政府系金融機関や公社・公団などの政府企業を含まない。

準になったと推定される。日本の政府債務残高GDP比率はバブル末期の 1991 年にGDP比 6 割強まで低下したが、その後増加に転じ、97 年以降増加ペースは加速し、2003 年末にはGDP比 160%前後に達したと推定される（図表 1）。

日本政府は負債だけでなく GDP 比 90%程度の金融資産を保有しているので、財政は見かけほど深刻でないとする見方もある。しかしそのうちの 170 兆円（GDP 比 34%）を占める年金積立金は将来の年金給付に見合っており、しかも社会保険料をかなりのペースで引き上げていかないと年金財政が維持できない状況にある。また財投機関経由で投融資された資金についても、本四架橋等の一部の政府機関債務には、運営収入では返済できないと見込まれる部分が含まれている。このため、日本の財政状況は非常に深刻な状況にあると判断すべきである。

1990 年代以降の日本の財政赤字拡大の原因は、図表 2 が示すように地方自治体の赤字が横這い圏内で推移する中で、中央政府がバブル期の GDP 比 0.5%の赤字から 6%を超える大幅な赤字へと悪化したほか、公的年金の収支悪化を背景に社会保障基金の黒字が急速に縮小したためである。

財政赤字拡大の要因を、まず歳入面から見ると、**中央政府の収支が悪化した主因は、不況と減税による国税収入の減少である**。所得税収が 1990 年度の 26 兆円から 2003 年度の 14 兆円に低下したほか、法人税も同じ期間に 18 兆円から 9 兆円に半減している。これに対し地方税収入の総額は、90 年度から 2003 年度まで 33 兆円前後であり変化していない。これは住民税、事業税は減少したものの、固定資産税の課税標準を引き上げてきたため、固定資産税収が増加したためである。

これに対して歳出面では、人口高齢化に伴う社会保障関係費の増加が著しい。一般政府の支出を資本形成とそれ以外の経常支出に分けると、政府の経常支払いは 1990 年の GDP 比 33%から 2000 年度には 42%へと実に 9 ポイントも増加した（図表 3）。これは**年金や医療費などの移転支出の傾向的な増加が原因で**

ある。

## 2．財政赤字拡大と貯蓄投資バランス

財政赤字の背景を、貯蓄投資バランスから分析してみると、デフレ不況の長期化が大きな要因になっていることが分かる。図表4は日本の貯蓄投資バランスの長期動向を示している。1990年代以降、民間貯蓄（家計貯蓄と法人貯蓄の合計）のGDP比率は27-28%程度で推移してきたが、民間投資（企業設備・在庫、家計の住宅投資の合計）はバブル期の28%をピークとして、98年には20%まで低下した。このため、民間部門の貯蓄投資差額を示す民間余剰は、バブル期の投資超過から、8%もの大幅な貯蓄超過に転じている。

貯蓄投資差額は民間部門の資金収支の黒字を示している。国民経済計算では、全ての経済主体を民間、政府、海外の3つに分類するので、民間部門の黒字は、日本の政府部門の財政赤字が海外部門の財・サービス収支の赤字に必ず吸収される。ある経済主体が資金余剰になり、その結果借金を返済したり金融資産を蓄積している背景には、他のいずれかの経済主体が資金不足となって、その結果金融資産を取り崩したり資金を調達していることがある。この図表は、過去に景気が悪化し民間部門に大幅な資金余剰が発生したときには、それに大体見合った財政赤字の拡大があったことを示している。

1970年代の石油危機をきっかけとする財政赤字の拡大の背景には、資金不足から大幅な資金余剰に転じた民間部門の投資低迷があった。70年代に悪化した財政バランスを立て直したのは、80年代の中曽根行革の時代である<sup>2</sup>。82年にGDP比4%程度であった一般政府赤字は、87年にはゼロとなり、その後の景気拡大で黒字に転じた。80年代の財政再建では、GDP比5%近い民間余剰が続く中で財政赤字の削減が行われた結果、余剰資金は海外に投資された。図表4の下半分にある民間余剰（太線）と一般政府赤字（一点鎖線）の差が、海外部門

---

<sup>2</sup> 中曽根康弘首相の在任期間は1982年12月から87年11月。

の資金不足にあたり、国際収支における財・サービス収支の黒字に等しい。このため、大幅な財・サービス収支の黒字（海外の資金不足）が発生した（図表5）。財・サービス収支の黒字拡大は経常収支<sup>3</sup>黒字を拡大し、80年代半ばの大幅円高の要因となった。その後は、円高に対応して低金利政策が採用され、景気拡大により民間部門の資金余剰は縮小したが、引き締め政策への転換が遅れ、80年代末のバブル経済につながったのはよく知られている通りである<sup>4</sup>。

これに対して1990年代においては、92年から94年にかけて民間部門の資金余剰は大幅に増大した。この時期にも景気対策のために財政赤字は拡大し金利も引き下げられたが、デフレによる実質金利の高止まりで民間投資は盛り上がりを欠き、民間余剰を十分吸収できなかった。このため経常黒字が拡大し、95年の1ドル80円を超える「超円高」の一因となったと考えられる（図表6）。91年に8%台であったコールレート（太い点線）は、99年にゼロ%まで引き下げられた（図表7）<sup>5</sup>。しかし実質金利で見ると、99年以降2003年までの実質貸出金利（細い実線）は3%程度と、88-89年のバブル期と同じ程度の水準であった。また実質コールレート（太い実線）も、1.5%前後と不況期としてはやや高い水準で推移した。実質金利の高止まりは、景気回復力を弱いものにした結果、税収も低迷した。日本経済は95年頃からGDPデフレーターが傾向的に低下を続けるデフレに陥った（図表8）。

1980年代に財政再建が成功した大きな要因は、資産価格バブルの発生という副作用はあったものの、金融緩和により景気の下支えができた結果、財政の引き締めが可能になったからである。これに対して90年代には、デフレによる

---

<sup>3</sup> 経常収支は財・サービス収支と所得収支、経常移転収支の合計。

<sup>4</sup> 深尾光洋、「1980年代後半の資産価格バブル発生と90年代の不況の原因」、村松岐夫、奥野正寛編、『平成バブルの研究・上』、東洋経済新報社、2002年。

<sup>5</sup> 貸出金利（細い点線）はコールレートほど低下しなかった。1987-88年当時には0.5%ポイント程度であった貸出金利とコールレートの乖離幅は、99年には1.8%ポイントまで拡大した。この背景には、預金金利自由化とゼロ金利政策があった。預金金利規制が徐々に撤廃され、市場金利もゼロ%になった結果、銀行は低利の規制金利預金を市場に運用するだけで得られる収益源を失った。そこで貸出金利を市場金利に比較して高めに維持することで、総利ざやを確保しようとした。このため、実質貸出金利（細い実線）は高止まりしてしまった。

実質金利の高止まりが、金融緩和効果を限られたものにしたため、財政再建をほとんど不可能にしてきたと言える。

## 第2章 財政赤字と日本のソブリン格付け

巨額の財政赤字の累積は、日本政府の信用力の低下をもたらす。それは、ひとつには政府の債務に対する格付けの低下となって現れる。実際、1998年中頃から、外国主要格付け会社<sup>6</sup>による日本のソブリン格付けは、それまでのトリプルA（最上級）から徐々に低下を始めた。特に、2002年5月31日のムーディーズによる自国通貨建ての「Aa3」から「A2」への2ノッチの引き下げは、各方面で大きな反響を呼んだ。それ以降は小康状態を保ってはいるが、格付け会社各社のプレスリリースでも指摘されているように、現在でも根本的には問題が解決に向かっているわけではない。本節では、このソブリン格付けの問題について、特に財政赤字問題との関連を中心に分析する。

### 1. 「ソブリン格付け」

ソブリン（Sovereign）とは、「主権」を意味する英語であり、ここでは一国の中央政府やそれに準ずる経済主体である中央銀行を指す。ソブリン格付けとは、各国政府が債務（国債や銀行借入）を返済・保証する確実性を評価したものの、言い換えればデフォルト（債務不履行）が発生するリスクをアルファベットの記号（図表9）を用いて段階的に表現したものである<sup>7</sup>。現在、外国主要格

<sup>6</sup> 本報告書では、外国主要格付け会社とはムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下ムーディーズ）、スタンダード&プアーズ（同S&P）、フィッチ・レーティングス（同フィッチ）を指す。

<sup>7</sup> デフォルトとは一般的には、債務者が特定債務の支払い遅延や停止を起こした後、債権者がその債務に関する債務不履行を宣言し、裁判所がそれを認めることを意味する。しかし、格付けでいうデフォルトの定義はこれとは若干異なり、基本的にはより広義に捉えられている。

付け会社 3 社で世界約 100 カ国にソブリン格付けが付与されている。

デフォルトの定義は格付け会社によって多少異なる。

#### ムーディーズ社

利払い・元本返済の懈怠もしくは遅延や当初の契約の変更をデフォルトとみなす。例えば、発行体による債券保有者に対する、債務負担を軽減した新たな証券または証券パッケージとの交換の強制、国債だけを対象とした税の導入、もデフォルトになる。しかしインフレによる債務の実質価値の引き下げは、それがハイパーインフレであっても、デフォルトとはみなされない。また為替相場の切り下げによる海外投資家が保有する債券のキャピタルロスも同じ理由でデフォルトとはみなされない。

#### S & P 社

期日に予定された債務が返済されない場合や、新たな債務への交換の申し出が原債務より不利な条件を含んでいる場合、中央銀行通貨については、額面より低い通貨に交換された場合、銀行借入については、期日に予定された債務が返済されない場合や債権者が元利金の繰り延べを原債務より不利な条件で同意した場合、にデフォルトとみなす。

ソブリン格付けには、大きく分けて外貨建て債務に対するものと自国通貨建て債務に対するものがあり、さらに返済期間別に長期（1 年以上）と短期（1 年未満）の区別がある。しかし、実際に問題とされるのは多くの場合長期であり、本報告書でも長期のみを考察の対象とする。なお、日本は国債を外貨建てでは発行していないが、日本にも外貨建ての格付けが付与されている。これは、国際協力銀行などの外貨建ての債務（約 300 億ドル）を政府が保証しているためである。

一般的には、自国通貨建てより外貨建ての格付けの方が低い。これは、外貨建ての場合、政府は通常、為替市場で外貨を確保しなければならず、支払い手段が限られ、為替変動リスクや送金リスクが発生するためである。また、政府

は徴税権の他、通貨発行権、銀行預金封鎖、企業国有化などの強い行政権限を持っていることから、自国通貨建て債務に対する支払能力は極めて高いと考えられる。ただし、政府に支払い意思がない場合や、国内の深刻な政治・社会混乱により徴税システムなどに障害が生じた場合など、自国通貨建てであっても債務が返済できなくなる可能性はある。

また、基本的には、その国の他の発行体（民間企業等）は、ソブリン格付け以上の格付けは取得できず、ソブリン格付けがその国の外貨建て格付けのシーリング（上限）になる傾向が強い。そのため、例えば、ソブリン格付けと同じ格付けの事業会社は、多くの場合ソブリン格付けが下がると一緒に格付けが下がることになる。なぜなら、政府はその主権の及ぶ範囲で外貨建て資産を直接管理下に置く権限があり、危機に陥った際に行使できる外貨調達能力がその国で最も高いと一般に考えられるからである。このことをムーディーズは「カントリーシーリング」、フィッチでは「ソブリンシーリング」と呼んでいる（S&Pでは特定の呼び方をしていない）。近年の多国籍企業の増加や企業の国境を超えた合併などによって企業の本籍所在国の重要性が薄れてきており、必ずしもすべての民間企業にカントリーシーリングが適用されるわけではないが、傾向としてはソブリン格付けはその国の民間企業の格付けにも影響を与えている。

## 2．日本のソブリン格付け

図表 10 は、外国主要格付け会社による日本のソブリン格付けの推移および現状をまとめたものである。ムーディーズは、自国通貨建て格付けについては、1998 年以降計 2002 年まで 4 回の格下げ（アウトルックの変更は含まない）を行っており、この時期、急激に評価が下がっている。特に、2002 年 5 月 31 日には自国通貨建ての格付けが「Aa3」から「A2」へと一気に 2 ノッチ<sup>8</sup>引き下げられ、各方面に衝撃を与えた。当時のムーディーズのプレスリリースによれ

<sup>8</sup> 図表 10 の格付け段階の一段のことを 1 ノッチとよぶ。

ば、格下げの主要な要因は、一般政府債務の持続的な悪化であった（その水準は「未踏の領域 uncharted territory」に入りつつある、と表現された）。一方で、家計部門の多額の貯蓄、銀行システム面で高水準の政府債務を吸収する力があること、国債の海外保有比率が低いことなどを挙げ、中期的に政府の資金調達に危機的状況に直面する可能性は少ないとされた。一方、外貨建て格付けについては、98年に1ノッチ引き下げられ「Aa1」となったものの、外貨準備の増加を主な理由として2004年4月に「Aaa」（最上級）に戻っている<sup>9</sup>。

S&Pは、2001年から2002年にかけて3回の格下げ（アウトルックの変更は含まない）を行っている。2002年4月15日の格下げでは、外貨建ておよび自国通貨建て格付けを「AA」から「AA-」に引き下げ、アウトルックは引き続き「ネガティブ」とした。S&Pも、この格下げの要因として、第1に一般政府債務の問題を掲げている<sup>10</sup>。ただし、アウトルックについては、経済成長率の見通しが改善したことを主な理由として、外貨建て、自国通貨建てとも2004年3月に「安定的」に変更された（格付けは「AA-」に据え置き）。

フィッチは、1998年9月に格付け会社として初めて日本の外貨建て格付けを「AAA」から「AA+」に引き下げた。その後、自国通貨建てにおいても同様の格下げを行った後、2001年11月に再度格下げを行い、外貨建て、自国通貨建てとも「AA」、アウトルックは「ネガティブ」とした。さらに、自国通貨建てについては2002年11月にも1ノッチ引き下げられ、現在では「AA-」、アウトルックは「ネガティブ」となっている。フィッチも、他2社同様、一連の格下げの主な理由のひとつとして悪化を続ける政府財政を挙げている。

これら外国格付け会社の相次ぐ格下げに対しては、当時、財務省が異例の意見書を提出、また2002年6月12日の第154回国会衆議院財務金融委員会に

---

<sup>9</sup> いずれにしても、外貨建て格付けのほうが自国通貨建て格付けより圧倒的に高いという状況は極めて異例のものである。

<sup>10</sup> 一方で、多額の対外純資産と十分な対外流動性、円が世界の基軸通貨のひとつであること、多様性に富む豊かな経済であることが、日本の格付けを支えていると指摘している。



はムーディーズから2名が参考人として呼ばれるなど、政府側も強い反応を示した。

ただし、低下しているとはいえ、ムーディーズの自国通貨建てにみられるようなシングル A クラスの格付けでも十分に投資適格の範囲内であり、少なくとも現時点では、今後数年間に明確なデフォルトリスクが想定されているわけではない点には注意が必要である。

### 3. 財政赤字と格付けの関係

ソブリン格付けは、同一国に対して格付け会社によって異なる格付けが付与されていることがある。同様に、同一国であっても、外貨建て、自国通貨建てでは異なる格付けが付与されていることもある。ここでは、各国の経済・金融指標を用いて格付けの決定要因を定量的に分析した深尾・日本経済研究センター（2003）の結果をもとに、経済・金融指標、特に財政赤字と格付けの関係について考察する。格付け会社は、分析の対象としている経済・金融指標や算定モデル、定量判断と定性判断の兼ね合い等を完全には公表していない。しかし、ソブリン格付けは債務返済の可能性を表しているものであるから、各国の主要な経済・金融指標を格付け決定の判断に用いていることは間違いない。

このような考えに基づき、深尾・日本経済研究センター（2003）では、Cantor and Packer（1996）や五十嵐（2002）と同様に、格付け記号を数値化したものを被説明変数、経済・金融指標を説明変数とした最小二乗法の推定を行っている。格付け記号の数値化は、最高ランクの格付けである「AAA（Aaa）」を「16」とし、「B-（B3）」を「1」とした16段階と「CCC+（Caa1）」以下を「0」とした0～16までの17段階に換算して行っている<sup>11</sup>。格付けに影響を与えると考えられる経済・金融指標としては、格付け会社の公表資料を参考に、図表11の各変数が採用されている。これらの変数のもとで、ムーディーズ、S&P、フ

---

<sup>11</sup> 「0」に該当している国はアルゼンチン、インドネシアの2国のみである。

イチの各社ごと、さらに 3 社平均の格付けについて推定を行い、外貨建て、  
自国通貨建てそれぞれ 4 ケースの合計 8 ケースが推定されている。分析の対象  
国数は、データ収集が可能であった 53 カ国（外貨建て格付け）と 50 カ国（自  
国通貨建て格付け）となっている。

推定結果は図表 12、13 の通りである。これを見ると、外貨建て格付けでは、  
「1 人当たり GDP」、「GDP 成長率」、「インフレ率」、「経常収支」、「経済発展度」、  
「デフォルト履歴」が共通して有意となり、自国通貨建て格付けでは、「1 人当  
たり GDP」、「GDP 成長率」、「インフレ率」、「経済発展度」が共通して有意とな  
っている。外貨建て格付けについては外貨獲得能力を表す「経常収支」が全て  
のケースで正で有意となっている一方、自国通貨建てについてはいずれの推定  
でも有意となっていない点が特徴的である。「政府債務残高」はその逆で、外貨  
建て格付けでは全てのケースで有意な結果が得られなかった一方で、自国通貨  
建てについては S&P を除く 3 ケースで負で有意との結果が得られている<sup>12</sup>。ま  
た、各説明変数の係数は当然ながらケースごとに異なっており、それぞれの格  
付け会社ごとの重要度と解釈することができる。例えば、ムーディーズの自国  
通貨建て格付けに関しては、計測された式は以下の通りである。

$$\begin{aligned} \text{格付け} = & 7.4978 + 1.3073 \times \log(1 \text{ 人当たり GDP}) \\ & + 0.4536 \times \text{GDP 成長率} - 0.0014 \times [\text{CPI 伸び率} - 1.90]^2 \\ & + 0.0633 \times \text{経常収支対 GDP 比} - 0.0243 \times \text{政府債務残高対 GDP 比} \\ & + 3.5180 \times \text{経済発展度ダミー} - 1.4041 \times \text{デフォルト履歴ダミー} \end{aligned}$$

これらの説明変数のうち、特に政府債務残高対 GDP 比(%)の結果を見ると、  
その係数は、概ね-0.02 前後である。推定に用いられている 2000 年の中央政府  
の政府債務残高(対 GDP 比)は 99.8%であった。これを推定式に算入すると、

---

<sup>12</sup> また、S & P についても、有意ではないが係数は負で、その値(-0.0168)も他のケース  
と大きくは変わらない。

日本は政府債務残高要因によって格付けが2ノッチ程度引き下げられていることになる。ここで、日本の政府債務残高がOECD諸国平均の約50%だと仮定した場合には、格付けへの影響はマイナス1ノッチにとどまり、現在の格付けよりも1ノッチの上昇となる。

1990年以降、日本の財政問題は悪化の一途を辿っている。中央政府の総債務残高は90年末の222兆円から2000年末には515兆円にまで達し、その後も、2001年が548兆円、2002年末では584兆円と年間30兆円以上の増加を続けている(いずれも暦年末、内閣府「国民経済計算」)。その一方で、名目GDPは90年の440兆円から2002年には498兆円と、60兆円ほど増加しているにすぎない。すなわち、GDP比で見た中央政府の総債務残高は分母(名目GDP)がほぼ一定のまま、分子(総債務残高)が増加し続けている状況である。仮に今後も名目GDP比7%ポイント(GDP500兆円に対して35兆円)程度の上昇が続けば、2005年末の中央政府債務残高は名目GDP比140%前後となり、格付けをほぼ1ノッチ引き下げる要因となる。

#### 4. 格下げの影響

一方、マーケットを見ると、少なくともこれまでのところ、格付けの引き下げ時にも国債価格は安定的に推移している<sup>13</sup>。事業会社の格付けを見ても、ソブリン格付けより高い格付けを得ている企業もあり、ソブリン格付けの引き下げの影響を強く大きく受けている状況とは必ずしも言えない。しかし、このまま政府債務残高の累積が続けば更なるソブリンの格下げは不可避であり、その場合には、まず民間企業への悪影響が懸念される。

日本のソブリン格付けが仮に「BBB」カテゴリー以下に格下げされた場合、その影響を受けて格付けが投機的等級の「BB」カテゴリーに引き下げられる企

---

<sup>13</sup> ただし、これには、国債の最大の保有者である公的部門が需給と価格の安定に寄与していることも大きく影響していると考えられる。

業も出てくる可能性がある。そうした企業については、海外における資金調達コストが大幅に上昇し、海外からの撤退を余儀なくされる可能性もある。さらに、国債格付けの下落は金融機関の円滑な資金調達を困難にすることも考えられる。ソブリン格付けが大幅に引き下げられるとの予想が拡大すると、日本の銀行が日本国債を担保に海外の金融機関などから資金を調達することも困難になる。

また、政府債務比率が極めて高い水準まで上昇した状態で、ソブリン格付けのある段階以上の格下げを契機に急激な金利上昇が起こった場合、政府の利払い負担が一気に増大する恐れがある。ゼロ金利が続いている間は、仮にソブリン格付け（日本国債）の格下げを機に長期金利が上昇するようなことになっても、短期国債や短期金利に連動した変動利付債を増発すれば政府の利払い負担はそれほど増大しない。しかし、インフレが急速に進み、金融引き締め策によって短期金利が上昇を始めると、政府は巨額の利払い費を負担しなければならないリスクを抱える。

2004年に入って景気が上向いてきたこともあり、格付け、そしてその背後にある政府債務のデフォルトの可能性についてはやや関心が薄れた感がある。しかし、景気こそ回復しているものの、その足元で政府債務残高は年 30 兆円を超えるペースで増加を続けており、これは景気回復による数兆円の税収増で埋め合わせられるような性質のものではない。確かに、原則論から言えばデフォルトの可能性が高まることによって格付けが下がるのであり、その逆ではない。しかしアジア危機のタイや韓国などの例を見れば、格下げが、デフォルトの可能性が高まったことを共有認識化し、それがデフォルトの可能性をさらに高めるといふ負のスパイラルのきっかけとなる可能性も十分にある。ソブリン格付けが政府債務の履行可能性を評価するものであることを考えれば、やはり最も本質的な問題である膨大に積み上がった政府債務の削減にこそ目処をつけなければならない。

## 第3章 財政バランスと景気回復シナリオ

### 1. 日本経済の現状

日本経済は 2003 年春頃から名目成長率がプラスに転じ、企業収益、設備投資、雇用にも明るさが広がってきた。実質GDP成長率は 2003 年後半には年率 4%にも達し、高い成長率を示した。これは第 1 に、2003 年の中国向け輸出が前年比 33%も増加したためである。この直接効果だけで日本のGDPを 0.4%ポイント程度拡大させた。第 2 に、2003 年度には約 33 兆円という巨額の円売り介入が行われたことがある。この介入効果を為替レート関数により推定してみると、対米ドルで 14%程度、対ユーロで 7%程度円安に誘導されており、米国、欧州などへの輸出を促進した可能性が高い<sup>14</sup>。第 3 に、福井日銀総裁は量的緩和のアナウンスメント効果を活用することで、景気回復のムードを高めたことがある。第 4 に、給与の引き下げや人員削減、企業年金の解散や代行返上による企業収益の好転が、企業の投資態度を好転させた。第 5 に、消費が堅調に推移したことである。2001 年から 2003 年にかけて、雇用者所得が減少する中で、家計貯蓄率は低水準を維持したが、その背景としては、景気回復による雇用環境の好転だけでなく、企業年金の解散に伴う退職一時金の前払い支払が消費に回ったことも寄与していたと考えられる。こうした要因のうち、中国向け輸出の急激な増加、介入による円安維持、企業年金の解散などによる影響は、一時的な要因であると考えられるため、今後も回復が持続するか否かについては予断を許さない。

また根強いデフレ圧力は、景気の持続的な回復に大きな影を投げかけている。図表 14 は、名目と実質の GDP の推移を示しているが、2000 年以降、名目成長率は実質成長率を下回っており、GDP デフレーターで見たデフレが継続して

---

<sup>14</sup> 日本経済研究センター金融研究班報告書第 10 号、『デフレ・円高・長期金利の経済分析』、2004 年 3 月。

いることが分かる。物価の指標としては、一般に消費者物価や企業物価が使われることが多いが、日本経済全体の動きを見る上では、GDP デフレーターの動向が非常に重要である。これは、企業の借金返済能力や政府の税収を決めるのは名目成長率だからである。2004 年の 7-9 月期の GDP においても、実質成長率は前年比 2.6% のプラスであったが、GDP デフレーターは前年比 1.3% も下落しており、前年比の名目成長率も 1.3% であった。

日銀は、GDP デフレーターは実際のデフレを過大に示していると指摘している<sup>15</sup>。コンピュータなどの IT 財の性能向上分を品質の向上とみて指数に反映した物価指数作成法が行われるようになってから、設備投資デフレーターの下落が大きくなっている。GDP デフレーターはパーシェ指数方式で作られているが、この方式では最近時点で実際に購入された財のバスケットの実際の値段と、基準時点においてこれと同じバスケットを購入した場合の値段を比較して物価指数を計算する(最近時点の数量ウエイト)。現在の性能の半導体やコンピュータを GDP の基準時点である 1995 年に購入すれば非常に高価になるため、デフレーターは基準時点よりも大幅に低くなり、デフレ率も大きくなる。

これに対して、ラスパイレス指数方式で計算される消費者物価指数(CPI)や企業物価指数は、基準時点に実際に購入された財のバスケットの値段と、同じバスケットを現在購入した場合の値段を比較して物価指数を計算している(基準時点の数量ウエイト)。このため、GDP デフレーターほどの低下にはならない。実際、1999 年から 2003 年までの 5 年間における、生鮮食品を除くコアの CPI と 2004 年の改訂前の GDP デフレーターの平均乖離率は約 1.2% ポイントとなっており、CPI のデフレ率の方が大幅に低くなっている。

パーシェ方式による GDP デフレーターには、このような問題があるため、内閣府は 2004 年 12 月に、価格を比較するバスケットを毎四半期見直す方式に変更することにより、デフレの過大評価の修正を行った(連鎖指数方式)。この

---

<sup>15</sup> 日本銀行、「GDP デフレーターの下落率はなぜ大きいのか」、『経済点描』、2003 年 6 月。

結果 GDP デフレーターが見直され、2003 年以降の GDP デフレーターのデフレ率が 1% 強小さくなったが、名目成長率の実績はほとんど変化しなかった。この結果、デフレーター・デフレ率の縮小幅と同じだけ実質成長率が低下することとなった。

以下では計量分析の手法を用いて、GDP ギャップの推計を行っている。2002 年 12 月のデフレーター変更前のデータを用いて推計を行っているが、統計の改訂は次のような影響を与えると予想されることに留意する必要がある。2000 年以降の潜在成長率は、実質成長率の下方改訂により、0.5% 前後低下すると見込まれる。他方 GDP ギャップの推計値については、あまり影響を受けないと予想される。これは実質成長率の下方改訂で実質潜在成長率も低下し、GDP ギャップの推計にはあまり影響しないからである。なお、以下の図表のデフレ率の実績値については、これまでの図表と同様に 2004 年 12 月改定値を用いている。

## 2 . GDP ギャップとデフレ予想

GDP ギャップを推定するための前提になる潜在成長率を図表 15 の太い実線に示しているが、最近では年率で 1.5% 程度、一四半期当たり約 0.4% となっている。潜在成長率はマクロ生産関数を使って、実際の GDP と人員（マン・アワー）の投入、設備稼働率等を考慮した資本ストックの投入、生産性伸び率の関係を推計して求めている<sup>16</sup>。近年の各要因の寄与度を見ると、全要素生産性の伸び率が年率約 1% ポイント、資本の増加が約 0.5% から 1.0% ポイント程度プラスに寄与する半面、雇用は 0.2% から 0.5% ポイントのマイナスとなっている。この図表で雇用が潜在成長率を大幅に押し下げている時期が 1988-94 年と 1997-2000 年の 2 箇所あるが、これは労働基準法の改正による時短の影響であ

---

<sup>16</sup> 本節における GDP ギャップ等の推計方法については、日本経済研究センター金融研究班報告書第 10 号、『デフレ・円高・長期金利の経済分析』、2004 年 3 月を参照されたい。

り、週 40 時間労働がまず大企業、次に中小企業に導入され、その間 2 回にわたって潜在成長率を下げている。また最近は労働力人口が徐々に減り始め、2002 年以降、潜在成長率への寄与が若干のマイナスとなっている。

なお、2004 年 12 月の統計改訂により、潜在成長率は低下し、1%前後になると予想される。また要素別に見ると、設備投資デフレーターの情報改訂により資本ストックの伸び率が低下するほか、全要素生産性も低下すると見られる。

図表 16 は、2004 年第二四半期までの推定された GDP ギャップと GDP デフレーター・デフレ率の関係を示している。GDP ギャップは、インフレを加速も減速もしない均衡 GDP 水準と、実際の GDP 水準の差から求めている。実際の GDP が均衡 GDP よりも低い場合にはデフレギャップ、高い場合にはインフレギャップと呼ばれている。経済の稼働率が均衡水準よりも低くデフレギャップがある場合には、人も設備も余剰の状態にあるため、賃金・物価に下落圧力が働く。逆にインフレギャップの状態にあると、人も設備も不足した状態にあるため、賃金・物価に上昇圧力が働く。

GDP ギャップ（デフレギャップ）は 2002 年初めに直近の底である 6.9% に達したあと、景気の回復により 2004 年第二四半期には 2.8% にまで縮小している。しかしデフレギャップが消滅しても、デフレがすぐ止まるわけではない。物価の変化率にはかなりの慣性が働いており、GDP ギャップが変動しても物価の変化率はすぐには変化しない。実際、1999 年以降デフレギャップが大幅に変動したにもかかわらず、GDP デフレーター・デフレ率は 1.5% 前後で安定的に推移していることが注目される。

### **3 . 景気回復の 2 つのシナリオと財政バランス**

#### **( 1 ) デフレが解消しないシナリオ**

財政再建に対する最大の障害はデフレの継続である。今後もデフレが徐々に悪化し、実質金利の上昇が景気を失速させるリスクと円高や海外景気の悪化が



景気を失速させるリスクが考えられる。為替相場について図表 17 の主要地域の経常収支動向を見ると、日本やアジア諸国の経常黒字、米国の赤字が継続していることが分かる。前出の図表 6 に示した相対的購買力平価と名目為替レートの推移を見ると、1995 年の円高以降、ドル円為替レートは購買力平価に近づいており、現在はそれほどの円高ではない。しかも日本が 1.5% 程度のデフレ、米国が 1% 程度のインフレで、日本企業の国際競争力が年間 2-3% 程度強化されていることを考えれば、2004 年夏時点の 110 円のドル円為替相場水準は、過去の相場と比べて、それほどの円高ではないことが分かる。このため、対米関係への配慮などから 2003 年度のような巨額の為替介入ができない場合には、経常黒字の継続により円高が再燃すると、デフレが解消しない間に景気が失速する可能性がある。その場合には、良くて名目ゼロ成長がやっとという状態が続く可能性がある。

内外の投資家による将来の物価予想は、長期債券の市場金利に反映することが知られている。これは、投資家は資金を運用する場合において、固定金利の長期債券で運用する場合と短期の転がし運用する場合を比較検討するので、中央銀行が将来短期金利を引き上げると予想される場合には、長期債券の需要が減少して長期金利が上昇するからである。このため、将来日本がデフレからインフレに移行するとの予想が強まると、将来の短期金利引き上げ予想を反映して長期金利は上昇する。これに対して将来もデフレが続き短期金利も低位にとどまると予想される場合には、長期金利も低い水準に決まる。

図表 18 は、日本など主要 7 カ国とユーロ通貨圏の 10 年物長期国債金利を GDP デフレーター・インフレ率で実質化した数値の推移を示している。国際的な資本移動の活発化に伴って、主要国の実質金利が相互に近づく傾向が強まっており、1999～2003 年の実質金利は各国で大体 3% 程度である。本報告書執筆時点で日本の 10 年物の国債金利が 1.5% 程度にとどまっていることは、将来 10 年間の平均的な GDP デフレーター・デフレ率が 1.5% 程度と見込まれてい

ることを意味している。これを消費者物価に引き直せば、マイナス 0.3%程度の CPI デフレが続くことが予想されていると解釈できる。

仮に名目成長率がマイナス 0.5%（GDP デフレーターの変動率が 1.5%、実質成長率が潜在成長率並のプラス 1.0%程度）で推移すると想定して財政バランスの見直しを行ったものが、図表 19 である。名目マイナス成長の下では、担税力のベースになる国民の名目所得が減少して、プライマリーバランスの改善は困難と考えられるため、現状の水準で横這いと置いている。この場合には、徐々に利払い負担が増大し、負債 GDP 比率の増加も徐々に加速するため、日本政府の信用格付けは 2006 年以降引き下げられると想定した。この場合には、毎年 GDP 比 10%ポイント程度グロス債務が増加し、2008 年には早くも GDP 比 200%を超えることになる。このような見直しの下では、日本政府に対する信用が低下していくことは必至である。政府が保証した金融資産から不動産や金などへの実物資産へのシフト、海外への資本逃避が発生することも予想され、財政破綻に向かっていくシナリオになる。

## （２）デフレが解消するシナリオ

デフレが解消する場合には、名目成長率もプラスが維持され、財政赤字の削減も可能になると予想される。しかしデフレ解消に伴い、長期金利の上昇も見込まれるため、国債の利払い増加による負担も考慮する必要がある。

### マイルドなインフレになる場合

図表 20 では、日本経済が緩やかなインフレに転じる場合を想定した推計を行っている。すなわち GDP デフレーター変化率が、現在の 1.5%程度のデフレからプラス 0.5%程度に上昇し戻り、名目成長率も 1.5%が維持できる場合を想定した。このケースでは、消費者物価は年 1.2%程度上昇する。また景気が回復するため、政府はプライマリーバランスを毎年 GDP 比 0.5%ずつ改善すると

想定した。これによると、国債の加重平均金利は2002年の2.1%から2010年には3.6%程度に上昇する。この場合、政府のネット利払い費の名目GDP比率は、2003年度の約1.4%から2010年度には約4.0%程度へ増大すると考えられる。つまり6年間に、GDP比2.5%程度は利払い費用が増大する可能性がある。

また一般政府だけでなく、政府が債務を保証している郵貯にも金利上昇の影響が顕現化する。郵貯は、運用面では大体7年の固定運用をしているが、調達面では預け替え可能な定額貯金に大きく依存している。長期金利が約2%上昇した場合50~70%が預け替えられると、運用利回りが上昇するまでの数年間に、約5~7兆円前後の負担が発生すると考えられる。

こうした政府の利払い負担の増加を、低金利政策で押さえ込むことには大きなリスクが伴う。景気が回復する中で金利を引き上げず超低金利政策を継続した場合、どの位のペースでインフレが広がるかを考える上では、1972~73年の経験が参考になる。当時は72年はじめから73年はじめまでに、年率のGDPデフレーター上昇率は4%から14%まで加速した。このときは円の切上げを回避するために低金利を維持し続け、急激なインフレを惹起した。デフレから脱却する場合に、早すぎる金融引締は回避すべきである。しかしデフレ脱却の見通しが確実になった時点で金利を徐々に引き上げていかなければ、後で見るように、かなり急激なインフレ加速と長期金利の急上昇による利払い急増のリスクが生じる可能性が高い。

デフレから脱却する場合には、国債価格が大きく下落し、国債を多く保有している中小金融機関・地銀は相当の損失を被る懸念が強い。またゼロ金利政策の中では生き延びてきた債務比率の高い企業も、金利上昇により債務負担が増大するため、不良債権が増大するリスクもあり、政府の利払い費も拡大する。一方で経済全体としては、企業収益は好転し、税収も増加する。また金融機関についても、一部の不良債権や債券評価損の問題はあっても、総体としては不良債権が減少し、貸出収益も好転すると考えられる。このようにデフレを脱却

してマイルドなインフレに移行することは、日本経済には概ねプラスに働く。しかし財政には利払い負担の増加、郵貯には巨額の赤字をもたらす。政府は国民の信頼を維持するために、財政赤字削減の明確な意思と見通しを示す必要がある。また金融政策面では、実質金利は低めに維持しながらも、名目金利は徐々に引き上げていき、財政の健全化を目指す必要がある。

### かなり急激なインフレになる場合

図表 21 には、デフレから脱出した後の金利引き上げのタイミングを失して、かなり急激なインフレが起きる場合を想定している。このシミュレーションでは GDP デフレーター変化率が 9%程度のインフレとなり、名目成長率が 10%に達すると想定している。このケースでは、政府ネット利払い費の名目 GDP 比率は、2003 年度の約 1.4%から 2010 年度には約 7.6%程度へと、GDP 比約 6%以上も増大する。この推計では、中長期国債の存在を考慮して、インフレによって市場の長期金利が上昇しても、政府債務の実効金利の上昇が遅れることを考慮している。このため、インフレによる負債の実質価値の下落によって、政府債務 GDP 比率はマイルドなインフレの場合よりも低下する。しかし財政赤字は GDP 比 10%を超え、政府は資金繰りに窮する事態も考えられる。またこの場合にも、郵貯の大幅な赤字が表面化する。金利の上昇幅が大きいため、定額貯金の 90%が預け替えられると想定すると、運用利回りが上昇するまでの数年間に、郵貯に約 25 兆円もの赤字が発生すると考えられる。これほど巨額の一般政府と政府が保証する郵貯における赤字発生は、政府の信用を大幅に毀損し、信用格付の引き下げと資本逃避、更なる金利上昇と円安という悪循環を引き起こす可能性もある。日本は債権国であり、また政府は 2004 年 8 月末で 8,280 億ドルの外貨準備を保有している。しかしこれは GDP 比 18%にすぎず、GDP の 3 倍近い金融資産を保有する日本国民が大挙して円から外貨にシフトするようなことになれば、一気になくなってしまいう規模の資産であると言える。

## 第4章 デフレ脱却へのマクロ政策：財政再建の前提条件

財政再建に最も有効なマクロ政策の道筋は、早急にデフレから脱却して、マイルドなインフレと名目プラス成長を達成することである。現在の景気回復が持続して、自然にデフレから脱却できれば、現状では最も望ましい姿が描ける。その場合には、急速なインフレにならないように、またデフレに逆戻りしないように、細心の注意を払った金融政策運営が必要である。

これに対し、デフレが継続して名目マイナス成長が続く場合には、日本の財政は徐々に信用をなくし、財政破綻に近づいていく可能性がある。マイナス成長が続く場合には、日銀は伝統的な金融調節手段をこえる政策を発動する必要がある。以下では、デフレが継続する中でマイルドなインフレに移行するために採用しうる政策手段について論ずる。

### 1. ゼロ金利下での景気拡大政策

#### (1) 伝統的な金融政策：国債の買いオペ拡大

デフレの下では政府が価値を保証している現金、預金、郵貯、簡易保険、国債などの実質利回りが上昇し、不動産や株式等からの資金シフトを発生させるために、デフレをさらに深刻化させる。この状況を打破するには、金融資産の実質利回りを低下させる必要がある。

ひとつの方法は、強力な金融の量的緩和を行い、将来の期待インフレ率を引き上げることである。将来の物価上昇率には、内外の経済状況や気象条件などによる不確実性が存在する。そこで、「将来物価が上昇しても、すぐには金融引き締めを行わない」と日銀が言明することで、人々が予想するインフレ率（期待インフレ率）を引き上げることが可能である。そのひとつの方法が、金融政策運営において目標インフレ率を公表する、「インフレーション・ターゲティング」と呼ばれる政策である。単に目標インフレ率を発表するだけでは期待イ

インフレ率が変化しない場合には、日銀が大量の国債を買い入れることにより、マネタリーベース（銀行券と民間金融機関の日銀預金の合計）を大量に供給することが考えられる。

2003年から2004年にかけて日銀が採用した量的緩和政策は、これに近い。消費者物価指数の前年比が安定的にプラスになるまで、国債などの優良資産の買いオペにより量的緩和を継続することは、日銀がうまく市場の期待に働きかけられれば、期待インフレ率を高め、景気拡大効果を持つ。

この政策の副作用は、日銀が巨額の長期国債を購入すると、デフレから脱却した時点で債券価格下落により大きな損失を被ることである。損失があまりに巨額になると、デフレから出た後にマネタリーベースを回収するために売却する金融資産が不足し、日銀が売出手形などの金利付きの短期債務証券を大量に発行する必要が生ずる。この場合、日銀の金利収入を日銀の利払額が上回って、日銀が政府から資金援助を受ける必要が生ずる可能性もある（図表22）<sup>17</sup>。

## （2）外貨建金融資産の大量買い入れによる円安誘導

日本政府は2003年度に巨額の円売り介入により、円安誘導を行った。しかし円安誘導は、日本の貿易相手国である米国、欧州、アジア諸国等から反発される可能性が高い。実際、米国政府が巨額の介入に対する不快感を表明した2004年3月半ば以降本報告書の執筆時点まで、日本は一切介入を行っていない。このように、日本がデフレから脱出するために人為的な円安誘導を行うことには、日本の貿易相手国から非難されるという問題点がある。

---

<sup>17</sup> 日銀は国民経済計算の上では一般政府に含まれていない。しかし実際には、日銀の利益は一部内部留保される金額を除いて全て国庫に納付されるため、実質的に政府の一部と考えるべきである。

### (3) 日銀による実物資産の大量買いオペ

民間部門がデフレの下で、資産運用を実物資産から政府が保証している金融資産にシフトさせることでデフレが悪化しているのであるから、日銀が優良な実物資産を大量に購入してその代わりにベースマネーを供給することにより、民間の金融資産需要を飽和させてしまうことが考えられる。ここで実物資産とは、その価値が実物資産自体や実物資産から生み出される収益で決まっている資産すべてを指し、不動産、貴金属などの他に、株式や REIT を含む、広い意味の実物資産を考える。

例えば、日銀が東証株価指数（TOPIX）連動の株式投資信託や金融先物、不動産投資信託（REIT）を大量に買い入れるのである。なお REIT の残高はまだ少ないため、日銀が厳しい適格条件を示して、それに合致するファンドを大量に組成させる必要があるだろう。このようなオペを大規模に行うと、民間部門の資産構成において実物資産が大幅に減少する一方、ゼロ金利の金融資産が増大する。ゼロ金利の金融資産から実物資産へのシフトが発生すれば、不動産や株式などの実物資産価格は上昇に転ずる。これにより一般物価に対する期待インフレ率も上昇すれば、実質金利が低下して景気を刺激することになる。なお、日銀法では日銀は債券しかオペ対象にできないため、この政策を実行するためには法改正を行ってオペ対象をすべての有価証券に拡大するか、日銀が財務省の認可を受ける必要がある。なお日銀は、銀行から直接株式を購入したが、規模も小さくマクロ経済政策としては力不足であったと言える。

日銀による株式投資信託や不動産投資信託の大量買入は、短期的には必ず資産価格を上昇させるが、長期的に見てそれが一般物価を上昇させるか否かは不明確である。資産価格の上昇が雇用や投資を増加させ、景気を持続的に上昇させることができない場合には、資産価格は下落を始める。なぜなら、資産価格の長期的な動向は、資産が生む将来のキャッシュフローで決まり、一般物価が低下する中では、企業収益や不動産賃貸料も低下していくからである。このた

め、日銀による実物資産の買いオペにも、一定の限界がある。

なお日銀が実物資産の買いオペを行う場合、優良かつ市場で短期間に売却可能な実物資産を買い入れておかないと、デフレから脱却できたときに、日銀はベースマネーを急速に回収することが困難になることに注意が必要である。このため、日銀が流動性の低い不良債権を大量に買い入れるような行為は、望ましくないとと言える。

#### **(4) ヘリコプター・マネー政策**

大量の通貨を国民に無償で供給することで通貨の価値を下げて、デフレを止めようとするのが、この政策である。実際にはヘリコプターで現金をばら撒くのではなく、例えば、日本政府が 127 兆円の国債を発行して日銀に買ってもらい、日銀はこれを 1 億 2,700 万人の国民に 1 人当たり 100 万円ずつ支給することが考えられる。

しかしこの政策は、実質的には財政赤字による国民への所得移転であるため、財政を急激に悪化させて政府の信用を決定的に傷つけるため、むしろ財政破綻を引き起こす原因になりうる。このように危険が大きいため、デフレ対策としてヘリコプター・マネー政策を採用すべきではない。なお政府紙幣の発行も、この政策と実質的に同じであり、政府の信用を悪化させるという重大な問題点がある（図表 23）。

#### **(5) 消費税の引き上げと所得税の減税**

ハーバード大学のフェルドシュタイン教授は、2002 年 1 月 3 日の日本経済新聞「経済教室」欄で、消費税をいったん 1% に引き下げ、その後 3 カ月ごとに 1% ずつ 3 年間にわたって 13% に達するまで引き上げることを提案している。これにより、物価上昇率を 3 年間にわたって実勢よりも 4% 引き上げることが可能である。また、企業に対しても投資額の 20% の税額控除を設定し、その後



毎年 5% ずつ税額控除を縮小することも提唱している。これは、投資額の 20% に相当する金額を法人税から直接控除するため、利益を出している企業にとっては、投資コストを 2 割削減する効果がある。また控除額を段階的に縮小することによって、企業から見た投資財価格の上昇率を実勢よりも 5% 程度引き上げることになるため、強い投資の前倒しを誘発する効果がある。

この方法は、限定された期間、実質金利をマイナスに引き下げ、強力に支出を刺激することによって、稼働率を引き上げデフレから脱出しようと試みるものである。しかし消費税率の引き上げを続けると、増税効果による所得減少というマイナスの効果が強まる。これを避けるためには、フェルドシュタイン氏も指摘するように、所得税の引き下げによりバランスをとる必要がある。また、所得税の減税と消費税の増税のバランスをとっても、税の負担は消費性向の高い低所得者に重く、貯蓄率の高い高所得者に低いものになっていくという問題点がある。このため、長期間にわたる強い景気刺激が必要な現在のような場合には、所得分配上の副作用が重くなるという限界がある。

## **( 6 ) 政府が保証する金融資産に対する課税**

これは深尾主査が 2001 年末に出版した講談社現代新書『日本破綻』で提案した方法で、実質的なマイナス金利政策である。金融政策だけではマイナス金利の実現は不可能である。なぜなら日銀がマイナス金利で民間銀行に貸し出ししても、銀行券はゼロ金利で安全な運用手段であるために、民間銀行は銀行券を退蔵するだけで市場金利はマイナスにはならない。

そこで、政府が実質的に価値を保証しているあらゆる金融資産に対して、デフレ率にほぼ等しいかそれをやや上回る税率で(例えば年 2%)、デフレが継続する期間だけ金融資産の残高に対する課税を行えば、マイナス金利を実現できる。課税すべき金融資産は、国債、政府保証債、地方債、郵便貯金、郵便振替、簡易保険、預金、現金である。預金保険対象預金とそれ以外の預金が分別管理

されていないので、すべての預金に課税する必要がある（図表 24）。課税対象金融資産は約 1,500 兆円であり、2%の課税で 30 兆円もの税収が得られる。

図表 25 はこの政策の効果をまとめている。安全資産の金利がマイナスになると、安全資産から株式、不動産、外貨建資産などへの資金シフトが発生する。なお、外貨へのシフトが発生しても大規模な資本逃避は発生しない。なぜなら、この政策により一時的にかなりの円安が発生すると予想されるが、いったん円安になってしまえば、わずか数%円高になるだけで、ドル保有のメリットがなくなるからである。このマイナス金利政策は、円安を引き起こすだけでなく、貯蓄を抑制し、消費や投資を刺激するため、デフレから脱却できる。2%程度の税率で 30 兆円を超える膨大な税収が入るため、財政赤字も大幅に削減できる。また、消費税の引き上げや所得税減税による課税の逆進性もない。

この政策は、金融機関の貸出や企業間信用の拡大を促す。銀行が貸し出しを行わず日銀当座預金や国債などの安全資産を積み上げている場合には、安全資産に対する課税は、銀行による安全資産から企業貸出への資産シフトを発生させる。また、企業が売掛金を持っている場合には、売掛金を回収して預金化すると課税されるため、回収を遅らせるインセンティブが働く。

現金に対して課税するには、毎年日銀券の色とデザインを変更し、古い銀行券にはその税率に対応する印紙を貼り付けることを義務づける。また日銀が古い銀行券と新年度の銀行券を交換する場合には、額面の 2%の手数料を徴収する。

コインに対する課税は困難なため免除する。この場合、課税対象の銀行券から非課税の五百円玉などに退蔵需要がシフトし、コインが流通しなくなる可能性がある。この対策として、五百円札、百円札などの少額の銀行券を一時的に発行する必要がある。

この課税方法は、ケインズが『雇用・利子および貨幣の一般理論』の第 23 章で、シルビオ・ゲゼルの銀行券印紙課税として紹介している。

この政策を行う場合には、銀行券の印刷費として相当の費用が必要となるほか、ATM や自動販売機の煩雑な調整が必要となる。しかし、このコストはよく話題に上るデノミと同じ程度であり、また税率を高くすることにより、高率のデフレでも確実に脱出することが可能である。

また格付けに関する節で述べたように、政府債務や政府が保証している金融資産に対する課税は、格付け機関から部分的な債務不履行（デフォルト）とみなされる可能性がある。しかしデフレを放置すると財政赤字が拡大を続け、財政が破綻する可能性が高まることを考慮すると、一時的にデフォルトとみなされても、デフレから脱却することにより日本経済が拡大し、中期的に財政が健全化する見通しが強まれば、日本政府の信用度はむしろ向上すると予想される。

現金を含む金融資産に対する残高課税は、過去に採用された例がなく、政治的な抵抗も強いと予想される。しかし戦後の混乱期に採用された預金封鎖や、高率のインフレによる実質的な金融資産課税に比較すれば、遥かにマイルドな課税方式である。しかも消費税増税に比較すれば逆進性もない。この金融資産課税については、政府による金融資産の保証料（あるいは特別の預金保険料）であると説明して、理解を求めることも考えられよう。

また、税収の一部を全国民に一律に配分することで、過去に例のない課税に対する反対をやわらげることも考えられる。例えば全国民に新券で5万円を配分すれば、2%の課税の場合に250万円の課税対象金融資産を持っていない人々には、課税の負担はなくなり、250万円以下の保有額の人にはむしろ配分額が課税額を上回ることになる。この現金配分に必要なコストは6兆円程度であり、30兆円の課税額で十分まかなえる金額である。

## 2. デフレ脱却政策の優先順位

デフレ脱却のためのマクロ政策としては、すでに(1)の量的緩和と(2)の大量の為替介入を行っている。これは、2003年の景気回復を促進したが、なお近い将

来にデフレから脱却できる見通しはない。このため、景気回復が失速する場合には、上記(3)の実物資産の大量買いオペを行うのが適当である。なぜなら、(4)のヘリコプター・マネー政策は、財政を決定的に悪化させるリスクがあり、また(5)、(6)も新たな課税を導入する必要がある、国会での審議も難航することが予想されるからである。しかし実物資産の大量買いオペでもデフレから脱却できない場合には、最後の手段として(6)のマイナス金利政策の発動が必要になると考えられる。

## 第5章 財政再建の構造的側面：公的年金改革への視点

### 1. 公的年金の財政状況

2001年度の財政状況を見ると、国民年金では、保険料収入の合計は1.9兆円となっており、これに給付の3分の1に相当する国庫負担が加えられた上で、3.3兆円が基礎年金拠出金となっている。収支の状況は1996年度以降、悪化の傾向にあり、2001年度では、わずかに167億円の黒字を維持する状況にある。2001年度末の積立金残高は9.7兆円、2000年度末で9.8兆円であり、国庫負担を除く実質的な支出額(2001年度)に対する積立金の比率は5.0倍となっている<sup>18</sup>。

厚生年金の状況を見ると、2001年度には単年度の収支が6,999億円の赤字となった。収入面では、保険料収入が19.9兆円、国庫負担が3.8兆円、運用収入が2.6兆円であるのに対し、9.3兆円を基礎年金拠出金として繰り入れ、19.6兆円規模の報酬比例年金および関連の給付を行っている。赤字部分が積立金の取り崩しで賄われた結果、積立金の残高はやや減少し、2001年度末で134.6

---

<sup>18</sup> 「積立比率」 = (前年度末積立金) / (実質的な支出 - 国庫・公経済負担)

兆円である。2000年度末の残高は136.9兆円、積立比率は5.9倍である<sup>19</sup>。

日本の年金制度においては、1961年に国民皆年金となった後、70年代にはかなりの給付改善が行われた。給付改善が可能であったのは、基本的には高齢化の本格的な進展を前に年金制度が未成熟であったこと、このため積立金も増加していたこと、また、税収の伸びも高く、自然増収があったことなどによる。

1980年代に入ると、制度のさまざまな問題点が表面化し、高齢化の見通しも切迫してきたことから85年に基礎年金が導入され、年金の基本部分の一元化が図られた。その後、90年代に入り、一層の少子高齢化の進展が明らかとなり、94年には厚生年金支給開始年齢の引上げが決定された。現在は65歳支給開始への移行期にある。その間、97年には民営化したJR、日本たばこ(JT)、NTTの旧3共済が厚生年金に統合された。また、2003年からは厚生年金保険料徴収の対象となる所得がボーナスを含まない標準報酬月額からこれを含む総報酬制へと移行するなど、拠出、給付両面での見直しが行われている。

## 2. 公的年金悪化の背景

財政事情が悪化した原因は、おおまかには少子高齢化(特に長寿化)が進んだこと、賦課方式の制度の収益率を決める所得の伸びが低下したことなどが理由とされている。年金財政の運営は50年、100年という長期間にわたる制度であるため、その運営が容易でないことは事実であるが、日本の場合、今日のような事態に至った大きな原因のひとつに、将来人口推計の読み違いが挙げられる。

これまで公的年金制度においては、5年ごとに行われる財政再計算に基づき、将来の見通しが立てられ、その見直しの結果として継続的に保険料の引上げが

---

<sup>19</sup> 積立金は、従来は財務省資金運用部に預託され、財政投融资を通じて運用されていたが、2001年4月より預託義務が廃止され、年金資金運用基金で運用されている。運用利回りの変動は財政運営に大きな影響を与えるとともに、株式投資の是非などを含め、運用のあり方をどのように考えるかも重要な論点である。

行われてきた。各再計算の基礎となった人口推計の主要点をまとめたものが図表 26 である。再計算の時期と人口推計の基準年にも 3~4 年のタイムラグがあるが、5 年ごとの人口推計における主要変数の値にもかなりの変動がみられる。

例えば、基礎年金導入の直前である 1984 年の再計算における人口推計の前提は、80 年のデータにより 2025 年には男性の平均寿命を 75.07 歳、女性を 80.41 歳、出生率を 2.09 と見込んでいた。これに対し、今回、2004 年の再計算の前提となる 2000 年の実績に基づく予測では、2050 年で男性の平均寿命が 80.95 歳、女性は 89.22 歳となっている。わずか 10 年程度の間におよそ 50 年後の平均寿命が男性で 6 歳弱、女性で 9 歳近く延びており、出生率は、逆に、2.09 から 1.39 へと大幅に低下してきている。その結果、支えられる世代と支える世代の比率として用いられる 65 歳以上人口比率のピークが 21.8% (2020 年) から 35.7% (2050 年) へと大きく上昇している。実績と比較してみても、2000 年での平均寿命は男性が 77.64 歳、女性が 84.62 歳であり、わずか 20 年前に立てた 2025 年の見通しの値をすでに上回っている。

このように、現在の日本は大きな人口変動の波の中にある。一般には比較的安定的な予想が立てられると考えられる人口学的な要素も、過去 20 年程度の年金財政予測においては大きなリスク要因であったことが示されている。

こうした長寿化に対応して支給開始年齢の 5 歳引上げ等が行われてきたわけであるが、拠出する期間が 40 年間程度、受給期間が 20 年間程度というようなオーダーの中で、平均寿命が 5 歳、あるいはそれ以上に変動しているという現実が年金財政に与える影響はきわめて大きい。これまでの人口推移と年金財政との関係での留意点は、長寿化の進展という点にある。長寿化自体は望ましい方向への変化であり、長寿化すれば生涯を通じた総給付額も多くなる。この点を勘案すると、すでに受給者となった世代に対しても一定の給付の見直しはありえない選択とは言えないかもしれない。

人口学的な要素のほか、経済変数についても 5 年ごとの財政再計算において

維持可能な値と想定された水準が日本経済の構造的な変化を反映して変化してきている。これらの側面に留意した見直しも必要である。

### 3 . 公的年金の財政方式

先進各国における年金財政運営の基本的な考え方は、賦課方式である。賦課方式の場合には、給付、保険料の関係を定める重要な変数は勤労人口と年金受給人口の比率であるため、出生率の低下と平均余命の伸長が継続的に進行していることが各国共通の年金財政悪化の要因となっている<sup>20</sup>。

なお日本では、被用者年金の2階部分は必ずしも明確な賦課方式として運営されてきたわけではないこと、また、これまで段階保険料方式の下で平準保険料よりは低い、他方、単純な賦課方式よりは高い水準での保険料が徴収され、積立金が形成されてきていることから、財政悪化の要因を少子高齢化によるものと簡単に結論付けてしまうことは必ずしも適当ではない点に注意が必要である。

社会保険方式による公的年金制度を維持する上で不可欠なことは「払い込んだ保険料を安全に運用した額に見合う年金がもらえる」ことである。公的年金の利回りが、個人貯蓄を大幅に下回るような場合には、企業や家計は社会保険料の支払いをなんとか回避しようと画策し、制度の維持が困難になってしまう。

賦課方式が成り立つためには、ある一定の期間について「保険料 = 給付額」となっていなければならないので、賦課方式により年金制度を運営する場合には、次の関係が満たされている必要がある。

「1人当たりの平均保険料」 = 「受給者数/被保険者数」 × 「1人当たり平均給付額」  
つまり、「総給付額 (= 受給者数 × 1人当たり平均給付額)」を被保険者数で割った金額が、「1人当たりの平均保険料」である。所得比例保険料で徴収する場合

<sup>20</sup> 純粋な賦課方式の下では、現役世代の人数と年金受給世代の人数比が公的年金制度の内部収益率を決める。保険料と年金額が共に所得比例になっている場合には、人口の成長率と平均賃金の成長率が制度の基本的な収益率を左右することになる。

には、左辺の「1人当たりの平均保険料」が「保険料率×1人当たり平均所得」となる。

賦課方式の下では、上の式が毎年度について維持されていないと財政は維持できない。高齢化の進展は受給者数の増加を意味するので、右辺の第1項がどんどん大きくなり、1人当たり給付額を動かさなければ保険料の引上げが続くことになる。このように、賦課方式の年金制度は、単純に運用すると人口構造の変動による影響を大きく受けるため、現実にはその点に配慮した運用として「積立金を活用する」と説明されている。しかし、長期的に考えれば、この式が意味するような流れを全く変える、あるいは、無視するような運営を行うことはできない。

賦課方式であっても人口がほぼ一定であれば、賃金上昇率並みの利回りを保証することが可能である。日本の厚生年金は大雑把に言って現役期間が40年、年金受給期間が20年になっている。保険料は2017年までに税込み年収の18.3%まで引き上げられる。仮に人口が一定であれば、この制度で払える年金は、現役世代の税込み年収の約36%になる。現役世代の税と社会保険料の負担を30%と置けば、年金額は、現役世代の手取り年収の51%になる。

現役世代の賃金が増えれば、保険料収入も増加するため、年金もそれに見合って増額することができる。個々の勤労者にとってみれば、賦課方式の下でも、払い込む保険料を賃金上昇率並みの利回りで運用した金額の年金が受け取れるようになる。スウェーデンでは、こうした年金の財政運営を行っているが、それは、出生率が高く移民もあり、人口が一定で推移することが見込めるからである。

しかし日本は少子化により、今後人口の減少が見込まれている。2002年の人口推計によれば、楽観的と言われる中位推計でも一世代30年間に、現役世代は2割以上も減少することが見込まれている。このため、年金給付額の2割以上もの税金を基礎年金部分に投入することで、なんとか賃金上昇率並みの運用



利回りを維持しているのが現状である。

基礎年金については、1985年の創設以降、毎年度の給付費は国庫負担のほか、国民年金、厚生年金等の各制度からの拠入金繰入れにより賄われているが、各制度が負担する拠出金の算定は完全賦課方式（当該年度の年金給付を現在の被保険者の拠出で賄う方式）による算式によって行われている。

賦課方式の負担者となる拠出者の算定に際し、被用者年金制度については被保険者数が負担者数としてカウントされるのに対し、自営業者などの1号被保険者については保険料の納付者のみが算入される。このため、未納者や未加入者が本来行うべきであった負担は他の被保険者、具体的には拠出を続けている1号被保険者や被用者年金制度の被保険者の負担を増加させる結果となっていることに未納問題のポイントがある<sup>21</sup>。

日本の現在の年金制度は、自分の拠出した積立金で自分の給付を賄うような理念の下には運営されていない。もちろん、拠出した期間やその金額は給付額の算定に関連するが、制度全体の運営には賦課方式の要素が多く含まれている。それにもかかわらず、多くの議論は自分が払った金額の何倍が給付として返ってくるかという損得問題に帰着している。これは、年金負担を税とは性格の異なる「社会保険料」として徴収し、国民の増税に対する抵抗感を弱める政策をとってきた副作用でもある。しかし「社会保険料」方式が限界に達しつつある現在、なぜ公的年金が必要であるのか、どの程度の給付水準を国の制度として維持すべきなのか、等の議論を進めない限り、基本的な制度設計の方向は明確にはならないであろう。

長期的な問題に対処するためには目標設定が必要である。そのためには、適切な座標軸の設定とその選択を議論することが不可欠となる。

第1の論点は、社会保険として維持するのだろうか、との考え方に関わる。

---

<sup>21</sup> 受給には資格要件が設けられており、一定期間、一定の保険料の納付がないと受給資格が得られない。未加入、未納であれば、当然受給資格が毀損されてくるが、これは当該被保険者にとっての年金の給付と拠出の関係であり、別の問題である。

社会保険として維持するということの意味は、基本的には独立の会計として収支を完結させるということである。また国民には、「平均的な人は、拠出した保険料を確実に運用した程度の年金がもらえます」と約束している側面もある。社会保険の側面をどの程度維持するかどうかは、拠出と給付の設計原則に関わる重要な論点である。社会保険的な設計の利点は、常に収支を考慮して運営する仕組みになる点である。社会福祉的な制度と位置づけ、国の歳出項目としてとらえるような仕組みとなれば、歳出規模、すなわち、給付水準のあり方から議論が始まることとなり、政治プロセスを考えると制度の拡大にバイアスがかかりかねないことが懸念される。

第 2 に、予定されている国庫負担の拡大に関連する見直しの必要性である。国庫負担を拡大するのであれば、現在以上に垂直的公平の理念、すなわち、高所得高齢者への給付制限等所得再分配を意識した財政としての役割を導入する必要があると考えられ、基礎年金の位置づけを見直すことが不可欠となる。人口の高齢化に伴い、賦課方式の下における社会保険料負担と将来期待できる給付のバランスが悪化するため、社会保険料としての性格を維持するためには、国庫負担を投入して見かけの利回りを維持する必要も強まる。このため、社会扶助あるいは福祉の制度をどの程度取り込んだ設計とすることが望ましいのかを判断した上で制度の再構築が必要となる。

なお、国庫負担を増やしても国民全体の負担が減るわけではない。保険料の形式から税の形式に変わるだけであり、課税の執行に不公平があるとすれば、税方式も果たして合理的と言えるのかどうか疑問も残る。

第 3 に、世代内の不公平の解消が図られなければならない。世代間の不公平（生まれ年による不公平）の問題は広く取り上げられているが、同様に、同一世代内におけるさまざまな負担の公平の問題も存在する。例えば、現在、予定されている給付に見合う保険料を負担していない 3 号被保険者の問題など、家族タイプのあり方によって負担と拠出の関係が大きく異なることをどのように考

えるべきかという論点も看過できない<sup>22</sup>。

賦課方式の下では、高齢化が進展すれば人口構造の推移と共に、各個人の拠出と給付の総額の比率はどの時点に生まれたかによって当然異なってくる。これを世代間の公平・不公平といっているが、まず、同一世代の中での公平の概念が維持されるよう保険料が負担されているのかどうか、見直しが進められるべきであろう<sup>23</sup>。

第 4 に、公的年金の給付水準をどのように考えるべきかという問題がある。年金の給付水準に関して、現役世代の 5 割を維持することがどこまで必要なか、賦課方式的要素があれば、一定の保険料の下で給付を動かさないという制度設計は可能ではない。他方、生活保護水準を下回る給付水準になるのであれば、社会保険としての年金制度に対する支持を得ることは困難であろう<sup>24</sup>。老後の生活設計において公的年金制度がどの程度の役割を果たすべきかの最終的な水準について、改めて議論する必要がある。

#### 4 . 財政改革と社会保障制度改革

図表 27 に見る通り、2004 年度の見通しでは、国税負担が国民所得に対して 12.1%、地方税負担が 9.0%、合計で 21.1%であるのに対し、社会保障負担の国民所得に対する比率は 14.4%となっている。さらに、財政赤字の部分を潜在的負担と考えれば、その部分が 9.6%あり、これを含めたベースでは国民所得

---

<sup>22</sup> この問題は長年議論されているが、目立った改革は行われていない。専業主婦に対する貢献の評価が必要ということであれば、自営業、雇用者間の不公平を是正した上で、別の問題として議論すべきである。

<sup>23</sup> 世代間の不公平を回避するために個人段階での収支をバランスさせる一つの考え方は、帳簿上の個人年金勘定を作り、引退時までの拠出金合計を年金現価として保険数理上可能な範囲の年金給付プランを設定する方法がある。これは、確定拠出の公的年金であり、現状からは大きな変更となる。この考え方を各世代単位で考えた仕組みには、スウェーデンの方式があるが、将来ほぼ一定の人口が維持できる見込みがないと、平均賃金上昇率なみの内部収益率を実現できないという制約がある。日本のようにかなり急速な人口減少が見込まれる場合には、国債金利より低い賃金上昇率をも下回る内部収益率になり、国民の広い支持を得ることは困難であろう。

<sup>24</sup> 2004 年度の一級地の 1 (北区) の基準額は、65 歳の同年齢夫婦で月 120,270 円、70 歳の同年齢夫婦で 132,090 円となっている。

に対する国民負担率はすでに 45%程度になっている。同じ図表により過去 30 年間の負担率の推移を見ると、社会保障負担が 5.4%から 14.4%へと大きく上昇していることが分かる。

税・社会保障負担をあわせた雇用に関する国民負担の水準は、人々の労働インセンティブに配慮すれば上限に近づきつつある。給与所得に課される社会保険料負担の増大は、パート化や個人請負業務化などの脱法行為を拡大し、雇業者の地位を不安定にしている。また定額方式の国民年金保険料をこれ以上引き上げることは、更なる年金空洞化を引き起こす可能性が高い。このため、基礎年金の国庫負担を消費税によって賄うことにより、給与所得に対する社会保険料負担を軽減すべきである。

経済社会の成熟化に伴い、老後の生活設計においても、政府の果たすべき役割を見直す時期にきている。現状の制度がすでにかなり「大きな制度」である以上、まずは、負担の上限を低めに設定した上で、平均余命の上昇と比較的健康な高齢者の増加にみあった退職年齢や年金支給開始年齢の引き上げ、所得の高い高齢者に対する保険料の付加や給付の制限など見直しを進め、最終的には公的年金の縮小を視野に入れることが必要である。

一方で、企業年金や民間年金の給付保障強化のための仕組みの検討、あるいは、家計貯蓄の強化策や資本市場での仕組みを利用したヘッジの機能を果たす金融商品の開発など、多様な取組みにより長寿社会の展望を切り拓いてゆく必要があると考えられる。

## 第 6 章 財政破綻克服への提言

日本の財政は憂慮すべき状態にある。これは国民全体の問題であり、すべての国民が各々応分の協力をして財政破綻を回避しなければならない。しかし財

政がこのような状態に至るまでの過程で、政・官における認識の甘さとその結果としての問題の先送りがなかったとは言い難い。「はじめに」でふれたように本報告書は2003年4月の報告書『有効に機能する財政を築くために』の提言を前提としている。すなわち、同報告書で提言している財政改革への基本スタンス、財政情報の開示と説明責任の向上、特別会計の抜本的整理合理化等は、財政を有効に機能させるための必要条件である。しかしながら、現在これらは未だ不十分な水準に止まっている。政府は財政全体の現状と見通しを、国民全体に分かり易く公開すると共に、具体的な歳出削減策と歳入拡大の方途等を明記した財政再建計画を作成し、その進捗状況を毎年公表する等、政官双方の責任ある行動を通して、国民に財政再建への協力を呼びかける必要がある。このような努力が今後一層行われることを前提として、本報告書では次の提言を行う。

- 1．財政再建を達成するためには、まずデフレから脱却してプラスの名目成長が望める状況に持ち込む必要がある。日本経済がマイルドなインフレを実現できれば、日銀は通常の金利調節による総需要管理政策を実施できるようになる。そうなれば、財政政策は引き締め気味、金融政策は緩和気味に運営することにより、財政再建を達成するための前提条件のひとつが整うことになる。プラスの名目成長率が達成できれば、税収の伸びは経済成長率の1.2倍程度が見込めるために、相当額の自然増収も期待できる。また景気回復に伴って、失業給付などの景気対策費を削減することができる。
- 2．しかしデフレ脱却に伴う自然増収や自然な歳出削減だけでは、とても現在のような巨額の赤字を消すことはできない。景気が回復する過程で、厳しい歳出の削減を行い、それでも不足する財源については、所得控除の整理縮小などにより、基幹税である所得税の増収を計ると共に、かなりの幅の消費税

の引き上げも必要になる。実際、日本の潜在的国民負担率（税・社会保障負担プラス財政赤字）は、高齢化が日本ほど深刻でなく国民全体をカバーする健康保険のない米国並みの水準であり、景気さえ回復すればある程度の増税は可能である（図表 28）。しかしながら、そのためには国民的合意を形成することが不可欠である。GDP 比 8%前後の財政赤字を、どのような歳出削減と増税により解消するのか。そして GDP 比 160%近い累積債務を、どのようなシナリオで縮減していくのか。このような点について国民全体に分かり易く示すと共に、三位一体改革や真の意味の行政改革（役割を終えたと考えられる特殊法人や行政体周辺の財団、協会等の思い切った改廃、天下り制度の見直し、行政責任の明確化等）を進め、国民に痛みを分かち合うことを呼びかける必要がある。

3．一方、日本経済がデフレから脱却できず、中長期的にマイナスの名目成長が続く可能性は否定できない。そのような場合には、財政破綻のリスクは急速に高まる。もし今後 1-2 年経過してもデフレから脱却できる目処が立たない場合には、第 4 章の 1(6)で考察したマイナス金利政策まで踏み込まなければならない事態も考えられる。しかし、これはあくまでも「最後の手段」であり、社会経済に及ぼす予測し難い厳しい影響を考えると、その前に何としても、財政再建に目処をつけなければならない。

4．政府の支出構造についても、将来の財政悪化の最大の原因である少子化対策に向けて、大胆に見直すことが必要である。長寿化の進展は、健康な高齢者が増加していることを意味する。年齢による雇用差別の禁止により、働く意欲のある高齢者の雇用を促進することで公的年金などの高齢者向け財政支出を抑制することは可能である。現在政府の少子化対策費は、高齢者に対する支出の 10 分の 1 以下にすぎない。このため、高齢者に対する支出を出

産・育児支援に大幅に振り向けることにより、なんとしてでも出生率の低下を食い止める必要がある。これを実現するために、次のような施策を実施すべきである。

高齢者の雇用促進と年金支給開始年齢の引き上げ。

すべての高齢者に対する年金支給の所得制限。

高齢者医療費や介護費用の自己負担の引き上げ。

出産費用や児童の医療費の無料化。

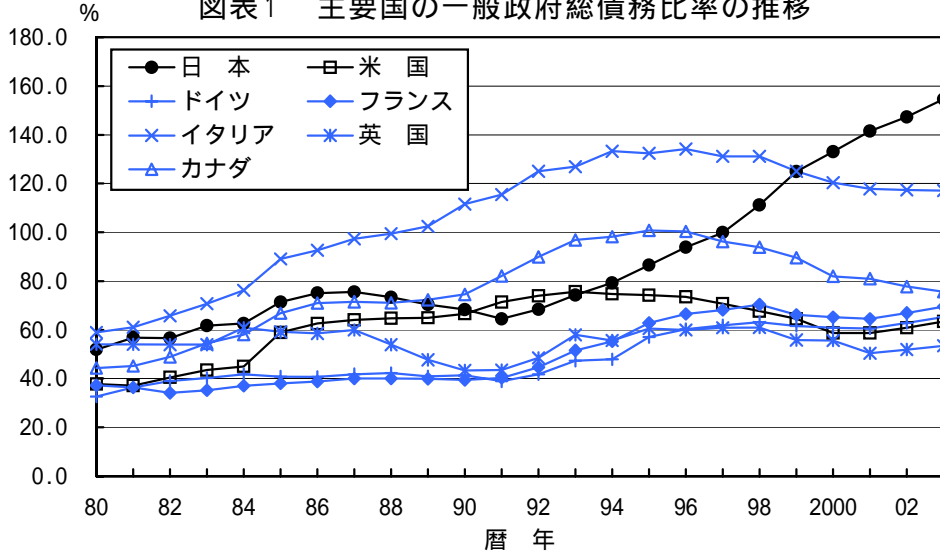
児童手当や奨学金の拡充。これにより、子育て世代の育児・教育負担を大幅に削減。

5．公的年金については、抜本的な見直しを実現して少子高齢化の下でも維持可能な制度を構築する。例えば、消費税を引き上げて基礎年金給付の財源に投入することにより、基礎年金に必要な保険料をゼロにし、厚生年金の保険料率も、妥当な水準に据え置くことが考えられる。

少子高齢化社会を展望して、持続的成長が可能な社会を構築していくためには、いまこそ国民は負担を次世代に先送りすることなく、痛みを分かち合う必要がある。ただし、そのためには財政再建計画の作成と国民への明示、歳出削減を、政・官が責任をもって遂行しなければならない。これらと増税等の国民の協力は車の両輪であり、どちらか一方が欠けても、この課題は解決できない。そのためにも本報告書が、国民の代表である立法府を始めとして、政府・民間を問わず広く議論され、財政再建に向けた歩みが一日も早く実現することを期待したい。

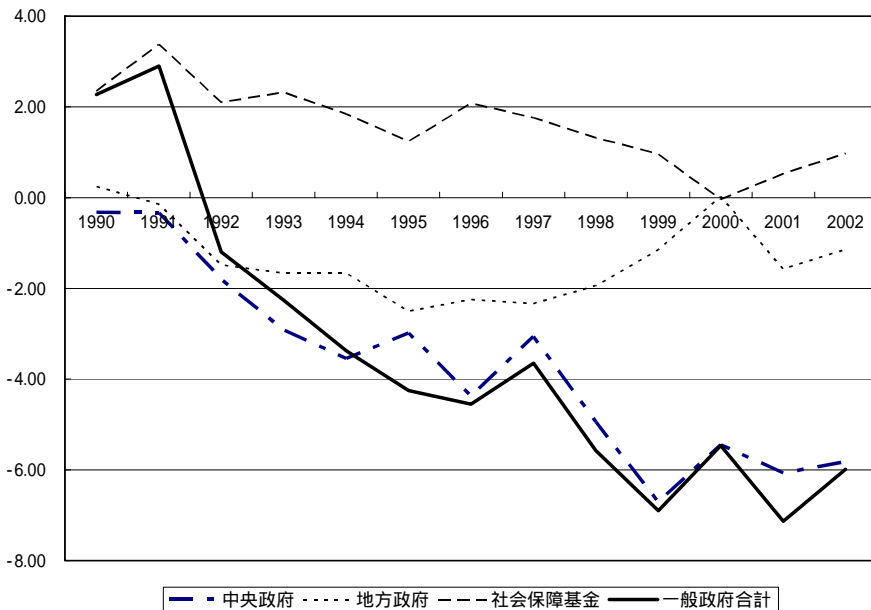
以 上

図表1 主要国の一般政府総債務比率の推移



(注1) 一般政府総債務残高比率 = 一般政府総債務残高 / 各国の名目 GDP  
 (注2) 90年以前のドイツは旧西ドイツのデータ。  
 (資料) OECD“Economic Outlook”

図表2 一般政府の財政赤字 (GDP 比%)

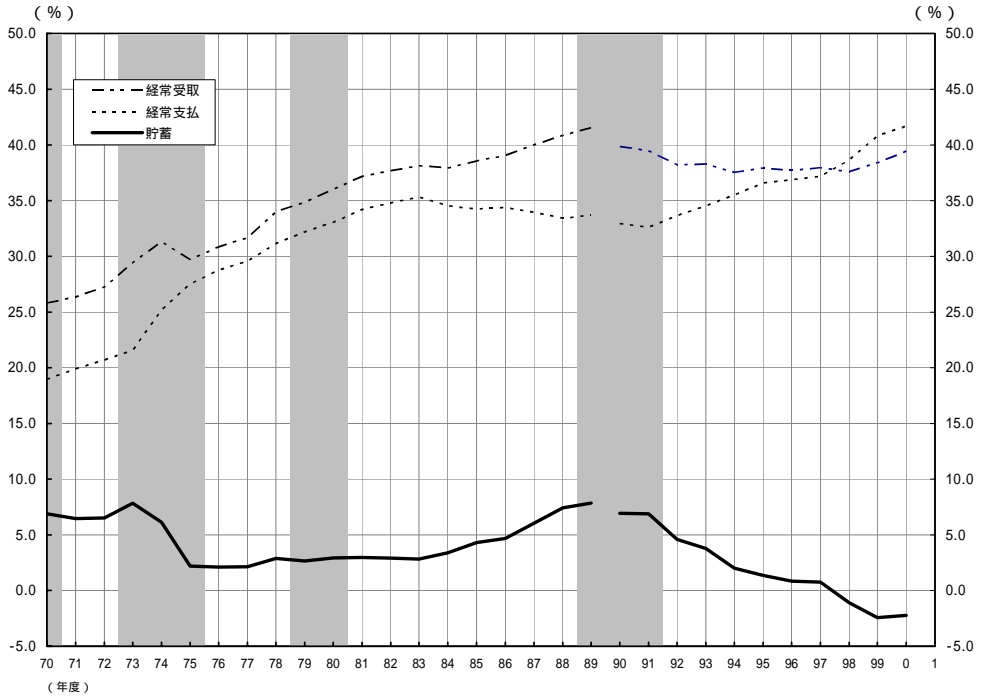


(注1) 98年度の中央政府と一般政府の財政赤字は、中央政府による政府企業の債務肩代わり(国鉄清算事業団：241,629億円、国有林野事業特別会計：28,421億円)による一時的要因で過大になっているため、この金額を控除した。控除前の一般政府赤字は52.3兆円でGDP比10.8%。  
 (注2) 89年度以前は68SNAベース、90年度以降は93SNAベース。  
 (資料) 内閣府、『国民経済計算年報』、2004年



図表3 一般政府の経常取引

(対名目GDP比率)



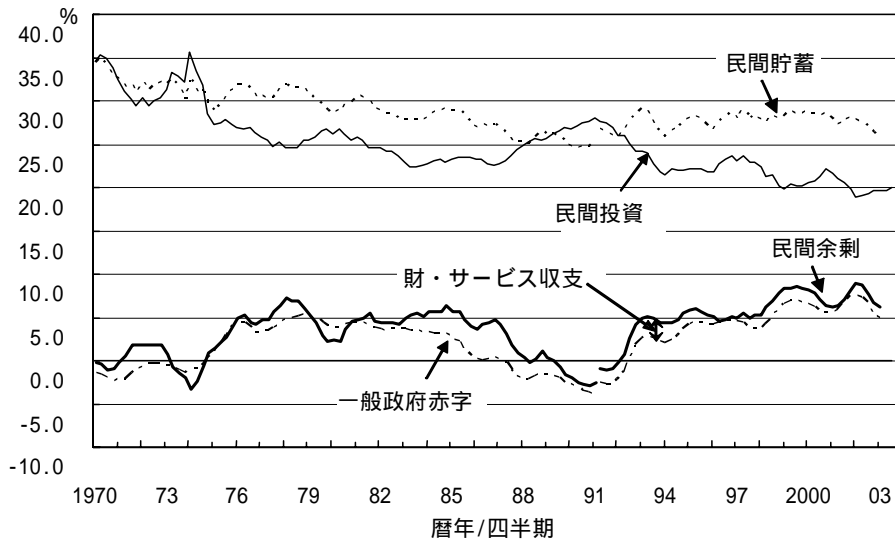
(年度)

(注1) 貯蓄 = 経常受取 - 経常支払

(注2) 89年度以前は68SNAベース、90年度以降は93SNAベース。

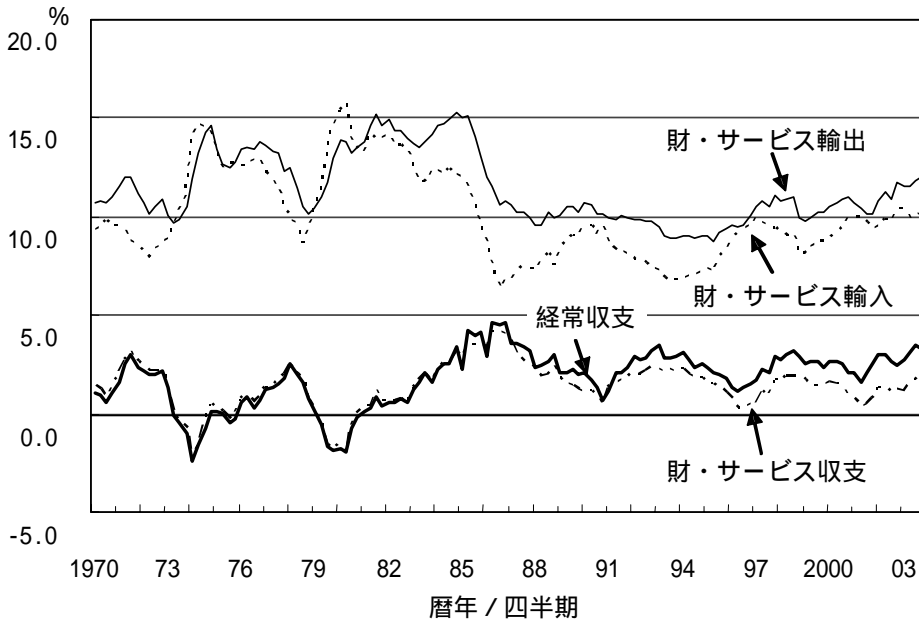
(資料) 日本銀行、『主要経済・金融データCD-ROM』、2003年

図表4 日本の貯蓄投資バランス(GDP比率)



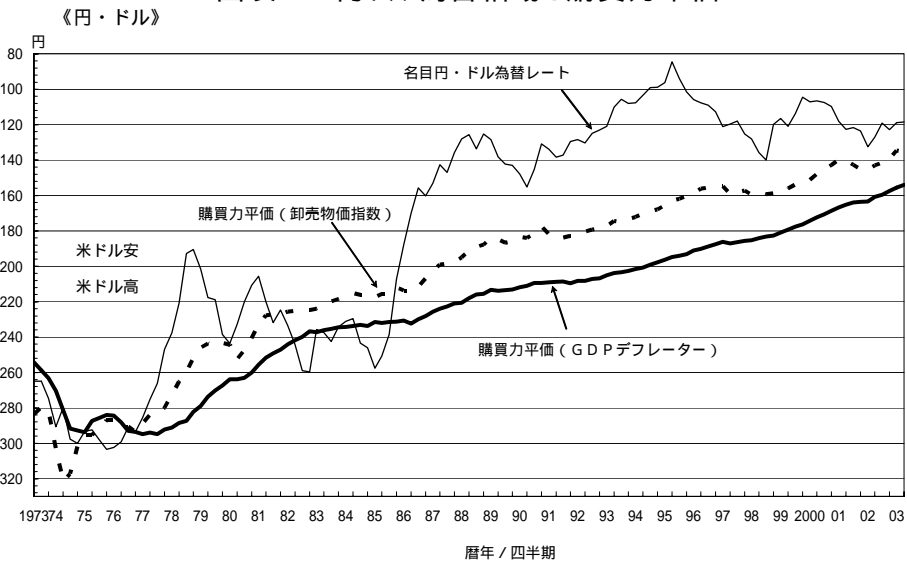
(出所) 日本経済研究センター金融研究班報告書10号、『デフレ・円高・長期金利の経済分析』、2004年3月

図表5 日本の国際収支動向 (GDP 比率)



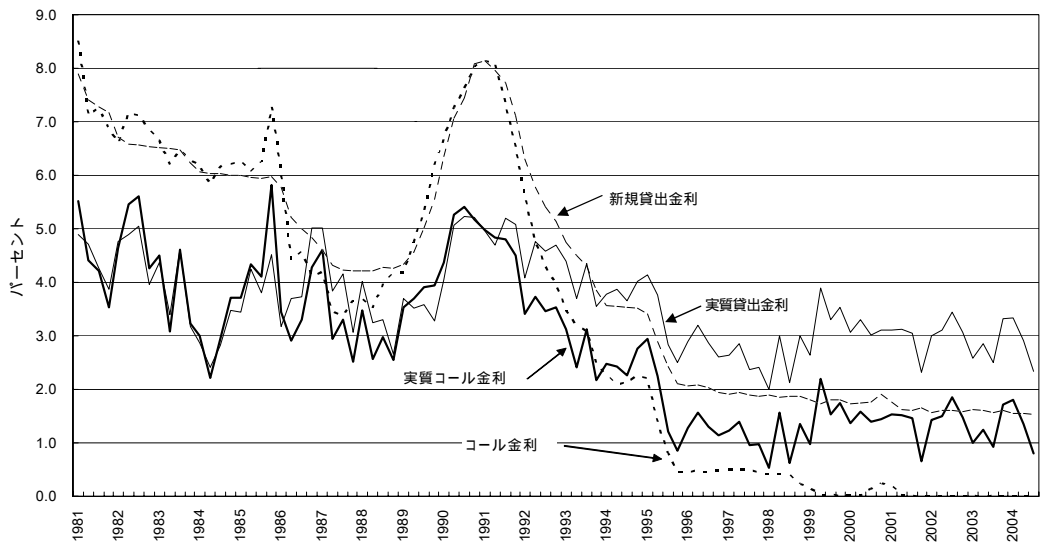
(注)財・サービス収支に所得収支(海外からのネットの利子・配当収入)と経常移転収支を加えたものが、経常収支。  
(出所)図表4に同じ

図表6 円ドル為替相場と購買力平価



(注1) 相対的購買力平価 = 基準時(76年10 - 12月期)の対米ドル名目為替レート × 日本の物価指数 / 米国の物価指数  
(注2) 物価指数は、日米のGDPデフレーター(季節調整済み)のほか、国内卸売物価指数総平均(日本)、生産者物価指数(米国)を使用。未公表の計数についてはOECDの予測値を使用。  
(出所)図表4に同じ

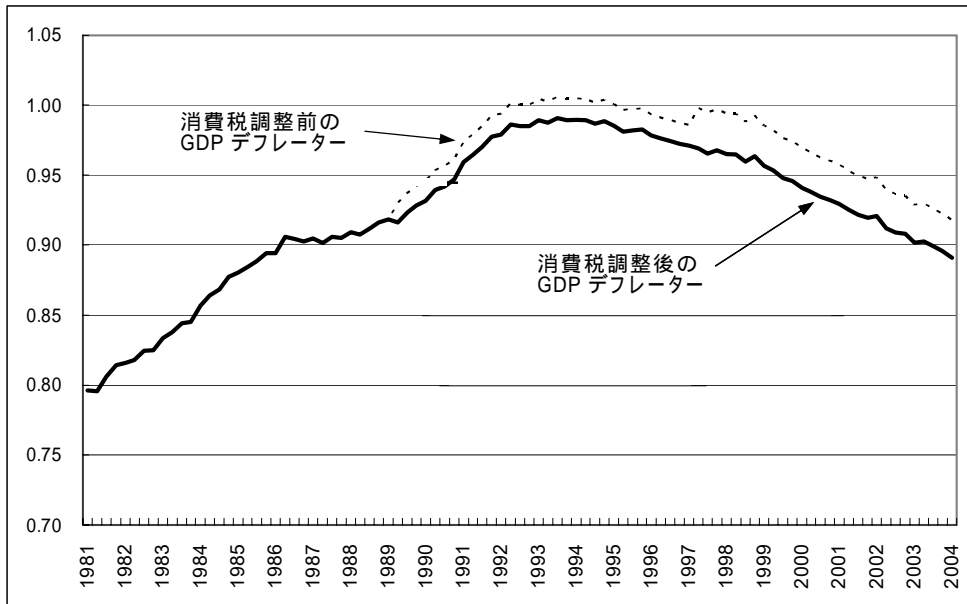
図表7 名目金利と実質金利  
(1981年Q1-2004年Q3)



(注)2004年12月内閣府発表の連鎖方式による GDP デフレーターを使用。  
(出所)深尾主査作成

図表8 GDP デフレーターの変動

(1995 = 1.0)



(注)2004年12月内閣府発表の連鎖方式による GDP デフレーターを使用。  
(出所)深尾主査作成

図表9 格付け記号

	ムーディーズ	S & P	フィッチ
投資適格	<b>Aaa</b> 極めて優れていると判断される。元本の返済確実性が最も高い。確実性の要素の変化が債券の安全性を阻害しない。	<b>AAA</b> 予定期日に債務を履行する能力が極めて高い。最上級の格付け。	<b>AAA</b> 信用リスクが最も低い。債務履行能力は予測し得る出来事に影響を受ける可能性は極めて低い。
	<b>Aa</b> 総合的に優れていると判断される。Aaaに比べて元利払いの安全性の余裕度は小さい。長期的なリスクに影響を及ぼす要因がある。	<b>AA</b> 債務履行の能力は非常に高い。AAAとの差は小さい。	<b>AA</b> 信用リスクが非常に低い。債務履行能力は予測し得る出来事に非常に影響を受けにくい。
	<b>A</b> 好材料が多く、中級の上位と判断される。将来に確実性を低下させる事柄が出現する可能性がある。	<b>A</b> 債務履行の能力は高い。上位2つに比べ、状況変化や経済環境の悪化でより影響を受けやすい。	<b>A</b> 信用リスクは低い。上位の格付けに比べ、債務履行能力は経済、その他の情勢の悪化に影響を受けやすい。
	<b>Baa</b> 中級と判断される。現時点では元利払いの確実性がある。長期的には特定の要素について確実性が低い、または安全性が低い。	<b>BBB</b> キャッシュフローの指標は十分。状況変化や経済環境の悪化で上位の格付けに比べ債務履行能力低下の可能性が高い。	<b>BBB</b> 現在は信用リスクは低い。債務履行能力は経済その他情勢の悪化により損なわれる可能性がある。
投資的	<b>Ba</b> 投機的な要素を含むと判断される。将来の安全性に不確実性がある。	<b>BB</b> 事業、経済状況等の悪化で、期日通りの債務履行能力に大きな不確実性やリスクがある。	<b>BB</b> 投機的。経済状況の悪化で信用リスクが高まる可能性がある。
	<b>B</b> 好ましい投資対象としての適正さに欠けると判断される。長期的に元利払いの確実性は低い。	<b>B</b> 現在は債務履行能力はある。BBよりも不履行の可能性は高い。状況悪化で債務履行能力の意欲は損なわれやすい。	<b>B</b> 大きな信用リスクを有している。債務履行は今のところ行われているが、履行継続能力は持続的かつ良好な事業、経済環境による。
	<b>Caa</b> 安全性が低いと判断される。元利払いを困難にする要素があるか、債務不履行に陥っている。	<b>CCC</b> 債務不履行の可能性はある。履行能力は良好な状況に依存。状況悪化で期日通りの履行能力を失う可能性がある。	<b>CCC</b> 債務不履行が現実起こり得る。債務は現在履行されているが、業況、経済情勢に大きく依存する。
	<b>Ca</b> 非常に投機的と判断される。債務不履行にあるか重大な危険性がある。	<b>CC</b> 債務不履行の可能性が非常に高い。	<b>CC</b> 何らかの債務不履行が起こる可能性が高い。
	<b>C</b> 最も低い格付け。有効な投資対象となる見込みは極めて薄い。	<b>SD/D</b> Dは全面的に債務不履行に陥っているか全ての債務が期日通り支払われない。SDは特定の債務を選択して不履行となったが、他は期日通り支払いが継続。	<b>C</b> 直ちに債務不履行になると考えられる。
			<b>DDD</b> 債務が回収される可能性が高い。債務残高の90～100%と経過利息は回収が見込まれる。
			<b>DD</b> 債務残高の50～90%は回収が見込まれる。 <b>D</b> 回収の可能性が最も低い。債務残高の50%以下しか回収の見込みがない。

(資料)ムーディーズ、S&P、フィッチ

図表10 日本のソブリン格付けの推移と現状

1) ムーディーズ

	外貨建て			自国通貨建て		
	変更前	変更後	アウトルック	変更前	変更後	アウトルック
1998年4月2日	Aaa	Aaa	安定的からネガティブに変更	Aaa	Aaa	安定からネガティブに変更
1998年11月17日	Aaa	Aa1	ネガティブに据え置き	Aaa	Aa1	ネガティブに据え置き
2000年2月17日			安定的に変更			
2000年9月8日				Aa1	Aa2	ネガティブに据え置き
2001年12月4日				Aa2	Aa3	ネガティブに据え置き
2002年5月31日				Aa3	A2	安定的に変更
2004年4月7日	Aa1	Aaa	安定的に据え置き			
2004年6月末現在	Aaa		安定的	A2		安定的

2) S&P

	外貨建て			自国通貨建て		
	変更前	変更後	アウトルック	変更前	変更後	アウトルック
2001年2月22日	AAA	AA+	安定的	AAA	AA+	安定的
2001年9月11日			ネガティブに変更			ネガティブに変更
2001年11月28日	AA+	AA	ネガティブに据え置き	AA+	AA	ネガティブに据え置き
2002年4月15日	AA	AA-	ネガティブに据え置き	AA	AA-	ネガティブに据え置き
2004年3月24日			安定的に変更			安定的に変更
2004年6月末現在	AA-		安定的	AA-		安定的

3) フィッチ

	外貨建て			自国通貨建て		
	変更前	変更後	アウトルック	変更前	変更後	アウトルック
1998年9月21日	AAA	AA+	安定的			
2000年6月29日				AAA	AA+	安定的
2001年3月2日			ネガティブに変更			ネガティブに変更
2001年11月26日	AA+	AA	ネガティブに据え置き	AA+	AA	ネガティブに据え置き
2002年11月21日				AA	AA-	ネガティブに据え置き
2004年6月末現在	AA		ネガティブ	AA-		ネガティブ

(資料)図表9に同じ

図表11 説明変数として採用した経済・金融指標

指標	予想される格付けに与える影響	定義(単位)
1人当たりGDP	潜在的な課税水準の高さを示す。高いほど債務返済が容易となり、デフォルト確率は低くなる。	2000年の名目GDP(千\$)
GDP成長率	高いGDP成長率は債務負担の軽減に寄与するので、債務返済が容易となり、デフォルト確率は低くなる。	1998～2000年の実質平均伸び率(%)
インフレ率	インフレは財政の不安定を示す。デフレは経済環境を悪化させ実質の債務負担を増すため、債務返済が困難となる。	1998～2000年のCPI伸び率平均(%)
経常収支	経常収支の黒字は外貨獲得能力が高いことを示す。赤字は政府財政を不安定にし、対外債務の返済を困難にする。	1998～2000年の平均(対GDP比,%)
政府債務残高	GDPに対しての政府債務が大きければ、財政を維持できない可能性があり、デフォルト確率は高くなる。	2000年の中央政府の総債務残高(対GDP比,%)
経済発展度(ダミー変数)	経済発展度の高い国は、経済・政治が相対的に安定しているため格付けにプラスとなる。	IMFの定義 1=industrialized 0=not industrialized
デフォルト履歴(ダミー変数)	経済・財務状況が同等の国を比べた場合、デフォルト履歴のある国の格付けは低くなる。	1970年以降の履歴 1=デフォルトあり 0=デフォルトなし

(注1)1人当たりGDPは対数変換する。

(注2)インフレ率は1998年から2000年のCPI伸び率CPI(%)から3社すべてから最高ランクの格付けを得ている11カ国の平均(プラス1.90%)をマイナスし2乗する。[(CPI-1.90)<sup>2</sup>]

(資料)The World Bank "The 2002 World Development Indicators", IMD "World Competitiveness Yearbook",

IMF "International Financial Statistics Yearbook 2002", 内閣府 "国民経済計算年報"

(出所)日本経済研究センター(2003)

図表12 外貨建て格付けの推定結果

指 標	ムーディーズ	S&P	フィッチ	3社平均
定数項	4.6935 ( 5.56 ) 1.2573***	5.1246 ( 6.13 ) 1.5668***	5.5164 ( 6.94 ) 1.3428***	5.1115 ( 6.41 ) 1.3890***
1人当たり GDP	( 3.77 ) 0.5884***	( 4.74 ) 0.5296***	( 4.27 ) 0.5272***	( 4.40 ) 0.5484***
GDP 成長率	( 4.24 ) -0.0007*	( 3.85 ) -0.0010**	( 4.03 ) -0.0008**	( 4.18 ) -0.0008**
インフレ率	( -1.68 ) 0.1095***	( -2.41 ) 0.0809**	( -2.07 ) 0.1069***	( -2.13 ) 0.0991**
経常収支	( 2.76 ) -0.0043	( 2.06 ) -0.0099	( 2.86 ) -0.0145	( 2.64 ) -0.0096
政府債務残高	( -0.46 ) 4.7871***	( -1.07 ) 3.7589***	( -1.64 ) 4.1836***	( -1.08 ) 4.2432***
経済発展度	( 5.59 ) -1.3015*	( 4.43 ) -1.9540***	( 5.19 ) -1.7628**	( 5.24 ) -1.6728**
デフォルト履歴	( -1.82 )	( -2.76 )	( -2.62 )	( -2.48 )
修正済み決定係数	0.8616	0.8656	0.8696	0.8730
標準誤差	1.7967	1.7810	1.6930	1.6992

(注1)対象国は53カ国。

(注2)格付けはムーディーズ:2002年7月26日、S&P:同8月8日、フィッチ:同8月12日時点。

(注3)括弧内はt値。\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準でそれぞれ有意であることを示す。

(出所)図表11に同じ

図表13 自国通貨建て格付けの推定結果

指 標	ムーディーズ	S&P	フィッチ	3社平均
定数項	7.4978 ( 6.84 ) 1.3073***	7.6606 ( 7.64 ) 1.4093***	7.4711 ( 7.46 ) 1.6201***	7.5432 ( 7.57 ) 1.4455***
1人当たり GDP	( 2.85 ) 0.4536	( 3.36 ) 0.5163	( 3.87 ) 0.4762	( 3.47 ) 0.4820
GDP 成長率	( 2.30 ) -0.0014**	( 2.86 ) -0.0017***	( 2.64 ) -0.0012**	( 2.69 ) -0.0014***
インフレ率	( -2.56 ) 0.0633	( -3.44 ) 0.0689	( -2.49 ) 0.0665	( -2.93 ) 0.0662
経常収支	( 1.24 ) -0.0243	( 1.48 ) -0.0168	( 1.43 ) -0.0235	( 1.43 ) -0.0215
政府債務残高	( -2.00 ) 3.5180***	( -1.51 ) 2.4134**	( -2.12 ) 2.4894**	( -1.95 ) 2.8069***
経済発展度	( 3.18 ) -1.4041	( 2.38 ) -1.4009	( 2.46 ) -1.8303**	( 2.79 ) -1.5451*
デフォルト履歴	( -1.46 )	( -1.60 )	( -2.09 )	( -1.77 )
修正済み決定係数	0.7521	0.7698	0.7852	0.7815
標準誤差	2.2786	2.0857	2.0833	2.0734

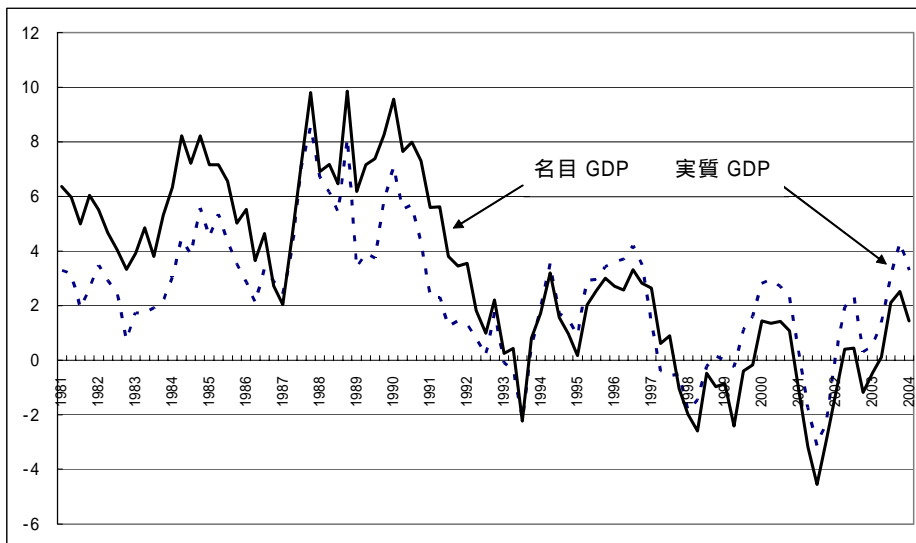
(注1)対象国は50カ国。

(注2)格付けはムーディーズ:2002年7月26日、S&P:同8月8日、フィッチ:同8月12日時点。

(注3)括弧内はt値。\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準でそれぞれ有意であることを示す。

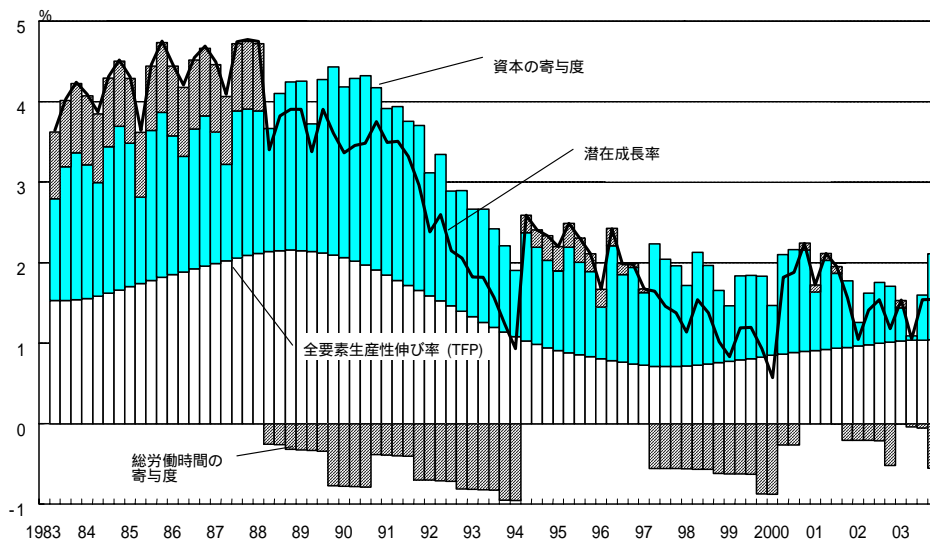
(出所)図表11に同じ

図表14 GDP 成長率  
(三期移動平均後前期比年率)



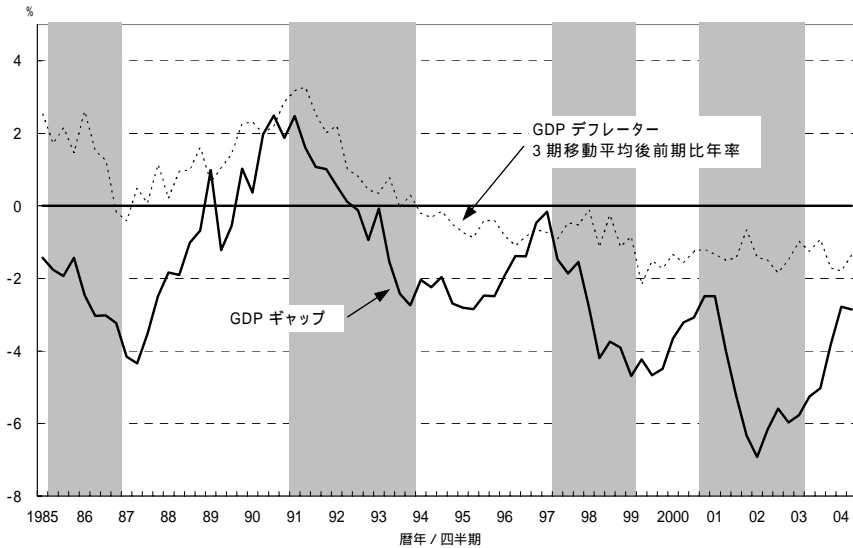
(注)2004年12月内閣府発表の連鎖方式によるGDPデフレーターを使用。  
(出所)深尾主査作成

図表15 潜在成長率



(出所)図表4に同じ

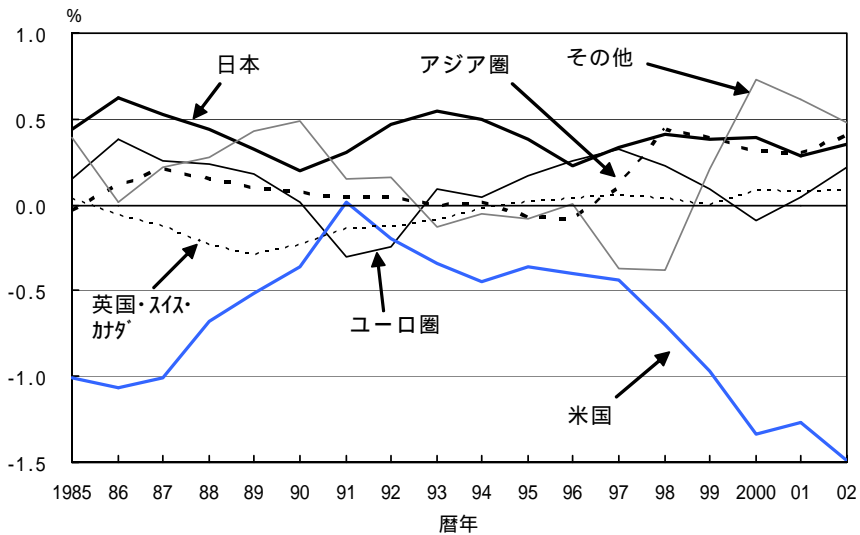
図表16 GDPギャップとGDPデフレーターの変動



(注)2004年12月内閣府発表の連鎖方式によるGDPデフレーターを使用。GDPギャップ推計は、2003年第四四半期までのデータを使用。

(出所)図表4に同じ。その分析結果を深尾主査がアップデート。

図表17 主要地域の経常収支・世界GDP比率



(注1)世界名目GDPは世界銀行の値。

(注2)アジア圏は9カ国(中国、韓国、シンガポール、香港、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン、台湾)。

ユーロ圏は12カ国(オーストリア、ベルギー、フィンランド、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイルランド、イタリア、ルクセンブルグ、オランダ、ポルトガル、スペイン)。

(注3)その他は、「その他+(日本+米国+ユーロ圏+アジア+(英国+スイス+カナダ))の経常収支 = 0」として算出。

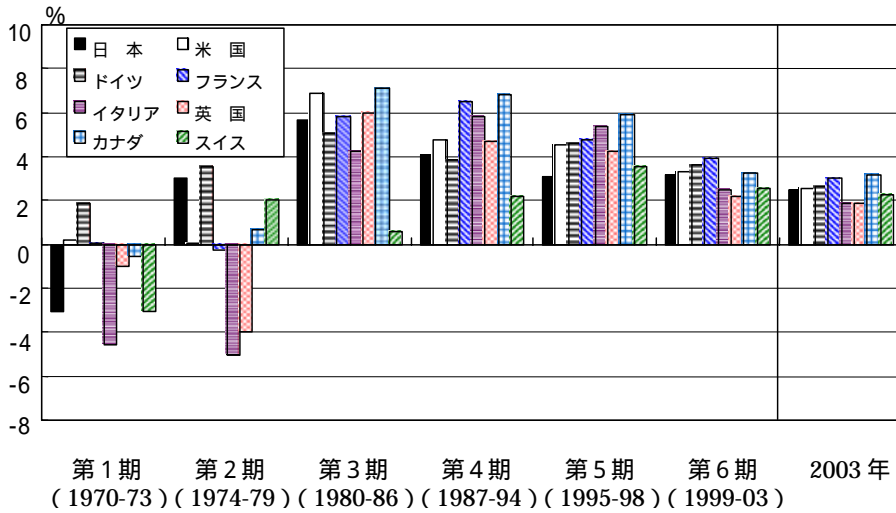
(資料)日本銀行「国際収支統計月報」、世界銀行「World Development Indicator 2003」、OECD「Economic Outlook」、

Department of Commerce「National Income and Product Accounts Tables」、IMF「International Financial Statistics」

(出所)図表4に同じ



図表18 主要国の長期実質金利



(注) 主要国の10年もの国債金利から GDP デフレーターインフレ率を差し引いて計算した実質金利の推移。  
 本図表で用いた GDP デフレーターは2004年12月改訂前の数値である。  
 (出所) 図表4に同じ

図表19 日本の一般政府の財政バランスシミュレーション  
 マイルドなデフレが継続する場合

暦年	名目成長率	プライマリーバランス	ネット利払い	一般政府	一般政府	一般政府	参考
		GDP比率 (A)	GDP比率 (B)	財政赤字 (A) + (B)	一般政府 グロス債務 GDP比率	一般政府 ネット債務 GDP比率	
1999	-1.4	-5.8	1.3	-7.1	120.4	36.0	3.5
2000	0.8	-6.1	1.3	-7.4	130.7	43.5	3.1
2001	-1.1	-4.7	1.4	-6.1	142.0	51.0	2.8
2002	-1.5	-6.6	1.3	-7.9	150.8	59.8	2.1
2003	-0.1	-6.8	1.4	-8.2	158.9	67.9	2.1
2004	-0.5	-6.3	1.6	-7.9	167.0	76.0	2.1
2005	-0.5	-6.3	1.9	-8.2	175.3	84.3	2.3
2006	-0.5	-6.3	2.3	-8.6	183.9	92.9	2.5
2007	-0.5	-6.3	2.9	-9.2	193.0	102.0	2.8
2008	-0.5	-6.3	3.4	-9.7	202.7	111.7	3.0
2009	-0.5	-6.3	3.7	-10.0	212.9	121.9	3.0
2010	-0.5	-6.3	4.0	-10.3	223.5	132.5	3.0

(注) 2003年までは IMF, World Economic Outlook 等を参考にした実績見直し。  
 一般政府グロス資産は、2001年以降横這いと想定。  
 プライマリーバランスは横這いを想定。  
 2006年以降、国債の信用格付けの大幅引き下げを想定。

(出所) 深尾主査作成

図表20 日本の一般政府の財政バランスシミュレーション  
マイルドなインフレになる場合

暦年	名目成長率	プライマリーバランス	ネット利払い	一般政府	一般政府	一般政府	参考 ネット債務 実効金利
		GDP比率 (A)	GDP比率 (B)	財政赤字 (A) + (B)	グロス債務 GDP比率	ネット債務 GDP比率	
1999	-1.4	-5.8	1.3	-7.1	120.4	36.0	3.5
2000	0.8	-6.1	1.3	-7.4	130.7	43.5	3.1
2001	-1.1	-4.7	1.4	-6.1	142.0	51.0	2.8
2002	-1.5	-6.6	1.3	-7.9	150.8	59.8	2.1
2003	-0.1	-6.8	1.4	-8.2	158.9	67.9	2.1
2004	0.0	-6.0	1.6	-7.6	166.3	75.3	2.2
2005	0.5	-5.5	1.9	-7.4	173.1	82.1	2.6
2006	1.0	-5.0	2.3	-7.3	179.4	88.4	2.9
2007	1.5	-4.5	2.9	-7.4	185.1	94.1	3.5
2008	1.5	-4.0	3.4	-7.4	191.0	100.0	3.6
2009	1.5	-3.5	3.7	-7.2	196.5	105.5	3.6
2010	1.5	-3.0	4.0	-7.0	201.7	110.7	3.6

(注)2003年まではIMF、World Economic Outlook等を参考にした実績見直し。  
一般政府グロス資産は、2001年以降横這いと想定。  
プラス成長を受けてプライマリーバランスを毎年GDP比0.5%ずつ削減すると想定。

(出所)深尾主査作成

図表21 日本の一般政府の財政バランスシミュレーション  
急速なインフレになる場合

暦年	名目成長率	プライマリーバランス	ネット利払い	一般政府	一般政府	一般政府	参考 ネット債務 実効金利
		GDP比率 (A)	GDP比率 (B)	財政赤字 (A) + (B)	グロス債務 GDP比率	ネット債務 GDP比率	
1999	-1.4	-5.8	1.3	-7.1	120.4	36.0	3.5
2000	0.8	-6.1	1.3	-7.4	130.7	43.5	3.1
2001	-1.1	-4.7	1.4	-6.1	142.0	51.0	2.8
2002	-1.5	-6.6	1.3	-7.9	150.8	59.8	2.1
2003	-0.1	-6.8	1.4	-8.2	158.9	67.9	2.1
2004	0.0	-6.0	1.7	-7.7	166.3	75.3	2.2
2005	0.5	-5.5	2.5	-8.0	173.1	82.1	3.0
2006	5.0	-5.0	3.7	-8.7	176.5	85.5	4.3
2007	10.0	-4.5	4.6	-9.1	176.6	85.6	5.4
2008	10.0	-4.0	5.6	-9.6	177.0	86.0	6.5
2009	10.0	-3.5	6.6	-10.1	177.8	86.8	7.6
2010	10.0	-3.0	7.6	-10.6	178.9	87.9	8.7

(注)2003年まではIMF、World Economic Outlook等を参考にした実績見直し。  
一般政府グロス資産は、2001年以降横這いと想定。  
プラス成長を受けてプライマリーバランスを毎年GDP比0.5%ずつ削減すると想定。

(出所)深尾主査作成

図表22 国債の過大な買いオペによる日銀破綻

2004年3月のBSをベースに150兆円の買いオペ			
長期債券	216	日銀券	71
短期資産	62	日銀当座預金	186
その他資産	35	その他債務	40
		資本金・準備金	3
合計	299	合計	299
デフレから脱却して金利が5%に上昇			
長期債券	151	日銀券	71
短期資産	62	日銀当座預金	186
その他資産	35	その他債務	40
		資本・準備金	-48
合計	248	合計	248
			マネタリーベース 257兆円
			長期国債が3割値下がり すると想定
売りオペで過剰なマネタリーベースを吸収			
長期債券	0	日銀券	35
短期資産	0	日銀当座預金	5
その他資産	5	その他債務	13
外貨、金地金、不動産		資本・準備金	-48
合計	5	合計	5
			マネタリーベース 40兆円
			日銀はその他債務の 金利を自力で支払えない

(出所)深尾主査作成

図表23 政府紙幣発行の問題点

- (1) 政府紙幣発行は、日銀にゼロ金利の永久国債を引き受けさせて、日銀券を受け取るのと同じ。
- ・ゼロ金利が続き、日銀が売りオペをする必要がない間は問題は発生しない。
  - ・ゼロ金利解除のために売りオペが必要になると、日銀はゼロ金利永久国債を売りオペに使えないため、金利を付した日銀売出手形を大量に発行する必要が生じる。
  - ・この結果、利払い負担により巨額の損失を被る。
- (2) 政府紙幣を国民に直接発行しても同じこと。
- ・取引需要で使われないために余った政府紙幣や銀行券は、民間銀行経由で日銀当座預金に環流する。
  - ・日銀は政府紙幣を大量に保有すると同時に、巨額の日銀当座預金を負債として持つことになる。
  - ・政府紙幣の売りオペは通貨を回収する目的としては無意味なため、巨額の日銀売出手形売却が必要になる。
  - ・ゼロ金利の政府紙幣を持ちながら、売出手形の金利を支払うと日銀は利払い費を政府から援助してもらう必要が生ずる。

(出所)深尾主査作成

図表24 金融資産課税によるマイナス金利政策

- (1) 政府が保証する全ての金融資産残高に低率の課税を行う。
  - ・デフレが続く限りデフレ率を若干上回る税率で課税する。
  - ・デフレによる実質価値の増加を税により徴収する。
  - ・税の効果は消費税の段階的引き上げに似ているが、累進性が高い。
- (2) 課税対象資産は次のとおり。
  - ・中央政府と地方政府の全ての債務  
国債、地方債、政府保証債は全て課税対象
  - ・銀行の全ての円建て債務  
銀行による通貨スワップやオプション取引に伴う円支払いにも課税する。
  - ・郵貯、郵便振替、簡易保険
  - ・現金(小額のコインは免税にする)
- (3) 現金に対する課税方法
  - ・日銀は銀行券の色やデザインを変えて旧券と交換し、その際に税率並みの交換手数料を課す。
  - ・旧券については印紙税を課して流通を認めることも可能。

(出所)深尾主査作成

図表25 マイナス金利政策の効果

- (1) 資産代替
  - ・家計や企業は課税される現預金から非課税の資産にシフトする。  
社債、株式、外債、外国株式、不動産、耐久消費財にシフト
  - ・株価や不動産価格は上昇する。
  - ・円から外貨へのシフトも発生し円安になる。  
資産価格や為替相場の変化は発表と同時に発生する。
- (2) 貸出しや企業間信用も拡大
  - ・銀行は課税される日銀当座預金から非課税の貸出しにシフト。
  - ・企業にも現金の回収を遅らせるインセンティブがある。
- (3) 期待に与える効果
  - ・現金・預金の予想実質利回りは若干のマイナスになる。
  - ・実質的にマイナスの金利を実現できる。
- (4) 政府には巨額の税収が入る  
2%で30兆円、3%で45兆円程度
- (5) 金融資産課税は格付け機関からパーシャル・デフォルトと見なされる可能性がある。
- (6) 資産課税に対する反発を抑えるために全国民に5万円程度の現金を配布することも考えられる。  
費用は6兆円程度と税収に比較すれば少ない。

(出所)深尾主査作成

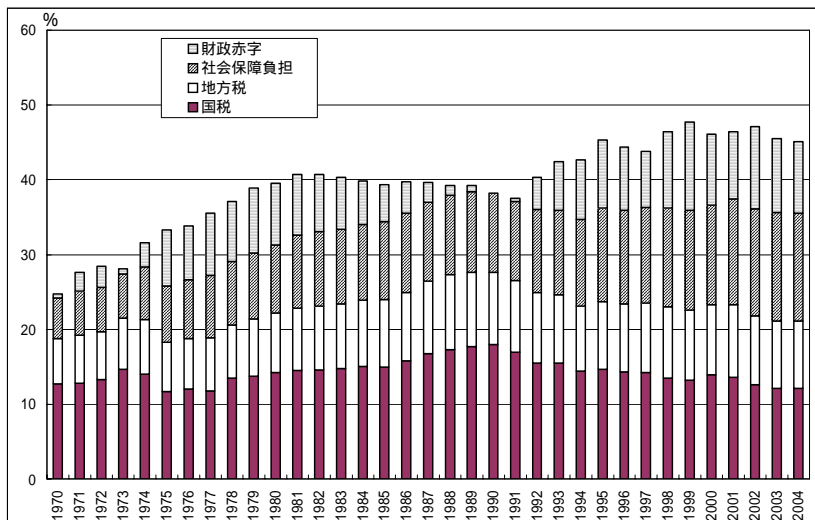
図表26 財政再計算における人口見通しの推移

再計算年(基準年)	平均寿命(男/女)	出生率	65歳以上人口比率ピーク
1984(1980)	75.07/80.41(2025)	2.09(2025)	21.8%(2020)
1989(1985)	77.87/83.85(2025)	2.00(2025)	23.6%(2021)
1994(1990)	78.27/85.06(2025,50)	1.80(2025)	28.4%(2045)
1999(1995)	79.43/86.47(2050)	1.61(2050)	32.3%(2050)
2004(2000)	80.95/89.22(2050)	1.39(2050)	35.7%(2050)

(注) 出生率は合計特殊出生率、いずれも中位推計。2002年の実績は、出生率:1.32、平均寿命:男78.32/女85.23年である。

(出所)厚生労働省『年金と財政』1985,1990,1995,2000年発行版より藤井委員作成

図表27 国民負担率の推移 - 租税・社会保障負担の内訳推移



(注) 国民所得に対する比率(%)であり、2002年度までは実績、2003年度は実績見込み、2004年度は見通しである。1990年度以降は93SNAに基づく計数であり、1989年度以前は68SNAに基づく計数である。ただし、租税負担の計数は租税収入ベースであり、SNAベースとは異なる。1998年度の計数は国鉄長期債務及び国有林野累積債務、2003年度の計数は本四公団債務の一般会計承継に係る財政赤字をそれぞれ含んでいない。

(出所)財務省資料

図表28 主要国の租税負担率(国民所得に対する比率)

	年	国税・地方税 (A)	社会保障負担 (B)	総負担額 (A)+(B)	財政赤字 (C)	潜在的国民負担率 (A)+(B)+(C)
日本	2001年度	23.3	14.1	37.4	9.0	46.4
	2004年度	21.1	14.4	35.5	9.6	45.1
米国	2001暦年	26.4	8.8	35.2	1.7	36.9
イギリス	2001暦年	40.3	9.9	50.2	0.0	50.2
ドイツ	2001暦年	30.1	25.1	55.2	3.8	59.0
フランス	2001暦年	39.1	24.8	63.9	2.1	66.0

(注) 財政赤字の国民所得比率は、日本および米国については一般政府から社会保障基金を除いたベース。  
それ以外の国は一般政府ベース。

(出所) 参議院予算委員会調査室編、『平成16年度財政関係資料集』、2004年

## 参考文献

五十嵐聡「ソブリン格付分析～日本の格付と共に～」Mizuho Securities Credit Commentary、2002年2月

Cantor, Richard and Frank Packer, “Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings” *FRBNY ECONOMIC POLICY REVIEW*, Federal Reserve Bank of New York, October 1996

日本経済研究センター金融研究班報告書第7号、『弱体化する金融システム』、2002年10月

日本経済研究センター金融研究班報告書第10号、『デフレ・円高・長期金利の経済分析』、2004年3月

日本経済研究センター金融研究班報告書第6号、『政府・企業・銀行部門の信用力』、2002年3月

深尾光洋「1980年代後半の資産価格バブル発生と90年代の不況の原因」、村松岐夫、奥野正寛編『平成バブルの研究・上』東洋経済新報社、2002年

深尾光洋・日本経済研究センター編『検証 銀行危機』日本経済新聞社、2003年2月

# 各 論



当委員会の講師講演を各論として編纂したものである。

## 目 次

第 1 章	財政破綻のリスク .....	59
	深尾 光洋 氏	
第 2 章	我が国の公的債務と債務管理政策 .....	79
	森本 学 氏	
第 3 章	財政と長期金利について .....	101
	富田 俊基 氏	
第 4 章	ソブリン格付け .....	119
	原田 信行 氏	
第 5 章	途上国における債務不履行問題 .....	142
	伊藤 隆敏 氏	
第 6 章	税制と歳出見直し .....	152
	跡田 直澄 氏	
第 7 章	財政破綻を防ぐ地方分権改革の課題 .....	170
	土居 丈朗 氏	
第 8 章	公的年金制度改革の論点 .....	185
	藤井真理子 氏	
第 9 章	景気回復の 2 つのシナリオと財政バランス .....	207
	深尾 光洋 氏	

# 第 1 章 財政破綻のリスク

慶應義塾大学商学部教授 深尾 光洋 氏

ここでは、財政赤字が累積していくことにより、デフレから出た途端に金利が上昇して、利払負担で首が回らなくなるというリスクに関して説明したい。

## 1. デフレの原因と現状

### (1) デフレの原因

財政悪化の大きな原因がデフレにあると思う。図表 1 に GDP デフレーターで見た物価水準を示した。GDP デフレーターの数値が上のグラフであり、消費税の影響を除いた数値が下のグラフである。これを見ると、デフレーターは 1994 年がピークであり、2002 年まで約 10%物価が下がっている。デフレーターの高すぎてデフレ率が大きく出ているという意見もあり、日銀もそのような見解である。しかし、名目成長率にバイアスはないので、ここまで GDP デフレーターが下がっていないというのであれば、実質成長がもっと悪いということになる。

デフレーターが低下し始めたのは 1995 年頃であり、丁度 1 ドル 80 円を上回る円高になった頃である。当時私は日銀の調査統計局企画調査課長参事をしていて、95 年の 80 円を超える円高の下でデフレーターが低下した時に、これは危ないと感じた。それは、デフレ率が大体 2%を超えると金融政策のコントロールを失うからである。つまり、現在のようにゼロ金利にしても、実質金利は 2%程度ということになり、金融緩和効果はほとんどなくなってしまう。ここまでくると、普通のオペをしても、金利は下げようがなく、量的緩和といっても、期待に与える効果しかない。期待に与える効果をうまく使わないと、結局効果はないということになる。速水総裁の当時は、効果はないと言いながら量的緩和を行ったので、この結果無駄玉を撃ってしまったということが言えるのではないか。福井総裁になって、何とか期待に与える効果を生き返らせようという努力をしている。しかし、実際上は量的緩和の効果は、ほとんどないという状況である。

日銀は準備預金を増減させて量的緩和をしているが、いわば操縦桿がスカスカに

なっている状態で動かしているようなふりをしているというのが実態であり、効果はない。つまり、操縦桿を動かしても、金利が動きようがないので、経済に与える効果はない。

図表 2 にデフレが徐々に加速している状況を示してある。消費税引き上げを除いた数値で見ると、1994 年後半から GDP デフレーターの上昇率がマイナスとなり、大体现在で 2%強程度である。消費者物価は最近デフレ率が小さくなっているが、これは公共料金の引き上げ、特に医療費の引き上げの影響と輸入品の影響が出ているためである。GDP デフレーターはそれほど縮小しているようには見えない状況である。

## (2) デフレの根本原因

デフレの原因に関しては色々議論があるが、一番の原因は GDP ギャップの存在である。過剰な不稼動資産、不稼動設備の存在である。工場であれば使われない機械設備、オフィスであれば空いているオフィスビルや、ホテルであれば稼働率の低い客室等々である。また、ヒトでも同じようなことが言える。失業者や、定義上は失業者には入っていないが、職探しを諦めて職がない人が大量にいる。これらが、デフレの最大の原因である。このような状況であれば、必ず物価は下がってくる。

よく企業を淘汰すればデフレは止まるという議論がなされる。つまり、赤字を出し続けて、銀行の支援により何とか息を繋いでいる企業を全部淘汰すれば、供給力が減少して、デフレが止まるという議論である。その議論においては大きな誤りがひとつある。それは、企業あるいは企業設備は除却できるが、ヒトは廃棄できないという点である。ヒトが余ってくると、失業者、あるいは職探しを諦めてはいるが職があればすぐ出てくるヒトがたくさんいるので、賃金に対する低下圧力となる。そのような意味で、生産設備を潰しても、あるいは企業を淘汰しても、デフレは止まらない。むしろ、デフレを悪化させる可能性の方が高いと思う。

## (3) デフレの加速と実質金利の上昇

現在デフレ率は徐々に加速しつつあるが、この結果として実質金利が徐々に上がってきている。実質金利が上昇しているため、現在貸出金利が 2%程度であるが、

実質金利は 4%程度という状況になっている。実質金利 4%というのは、バブル期の一番景気が良かった時とほぼ同じ水準である。

バブル期に GDP デフレーターインフレ率は、図表 2 から分るように、2~3%であり、金利は 6%程度であった。当時は景気の良いところで実質金利が現在と同じような状況であった。現在は景気が悪いところで実質金利が 4%程度となっている。従って、非常に厳しい状況になっている。

## 2. 金融機関と不良債権問題

### (1) 実質赤字が続く銀行の収益構造

図表 3 は全国銀行の収益構造を 2002 年度まで示した表であるが、2003 年 3 月期決算で資金運用差益、すなわち受取利息・配当から支払利息を引いたものが 9.4 兆円、その他差益、これは為替や債券のディーリングおよび手数料収入である（株式や不動産の売買益は含まれていない）が、これが 3.6 兆円、合計 13 兆円程度である。これに対して営業経費が 7 兆円で、1997 年の 8 兆円から 1 兆円程度リストラをしてコストを下げている。粗利益が 6 兆円で、これがほぼ業務純益に該当する数字である。これに対して償却額が 7 兆円で、これは全部の不良債権処理損、すなわち、売却損、引き当て、償却をすべて含んだ数字である。この差額の業務損益を見ると、93 年度以降一貫して赤字であり、1 年も黒字になった年はなく、大手行を個別に見ても同様である。時々黒字を出しているのは資産処分差益を出してきたからであり、株の売買益や不動産の売買益で、利益を出していた。しかし、過去 2 年はそれもできなくて、赤字が続いている。このように銀行の収益構造は実質赤字が継続している。

2003 年に入り景気が多少回復しているので、不良債権の発生率は低下しているようである。ただし本当に不良債権が峠を越えたかどうかは、以下の理由に示すように不確実である。公表不良債権は減少しているとはいえ、2002 年を下回っただけであり、水準としてはまだ非常に高い。銀行が子会社に資産管理会社を作り、その会社に不良債権を移管して、見かけ上減らしている可能性がある。ディスカウントされて購入した不良債権は、正常債権とみなすことができるようになってきたため、不良債権をある程度引き当てをした上で、銀行間で売却し、不良債権を見

かけ上減らしている可能性がある。

さらに、りそなグループの事例で見れば、3 月期決算は厳しい引当を行い、分類もはっきり実施したという説明であったが、6 月 20 日時点でのグループ黒字見通しが、4 ヶ月後の 10 月 20 日には 1.7 兆円下方修正された。内容を見ると、退職者向け給与等リストラ部分を除いた本当のロスが、りそな銀行だけで 7,000 億円あり、3,000 億円は緊密先の処理ということである。これは連結対象外の緊密先を処理したように見えるが、不良債権の飛ばしをしていた可能性があるのではないか。残りの 4,000 億円は引当の増加であるが、分類の変更は行っていない。つまり 2003 年 3 月末の分類をそのままにして、本当に必要な引当金を積んだということになる。

金融庁の説明では、大手行は 3 月末で引当基準をすべて統一したということなので、他の銀行の引当水準はりそなの決算修正前の水準である。りそなが経営者が変わり、引当をきちんに行うと 4,000 億円近い追加引当が必要になるのであれば、相当程度の引当不足がまだ他に残っているのではないかと疑わざるをえない。

りそな銀行の場合は例外的に悪いということなのかもしれないが、色々話を聞くと、例えば近畿大阪銀行について 3,000 億円の出資をしている。りそな銀行に 2 兆円公的資金を投入したあと、同行はりそなホールディングスに資金を移して、近畿大阪銀行に 3,000 億円の追加出資をした。しかし近畿大阪銀行の処理に 3,000 億円では足りるはずがないという意見が多い。つまり、りそな銀行に 2 兆円投下したが、すでに 1.7 兆円使って残り 3,000 億円であるが、それでもまだ足りないという可能性が充分にあるのではないかと見ている。

このように考えると、銀行の不良債権問題が本当に峠を越えているのか、あるいは金融庁が指導で今期は利益を出すようにと言っているのか、不良債権の処理を遅らせているのか、あるいは単に飛ばしているだけなのか、このあたりはよく分からないという問題がある。

## ( 2 ) 生保の逆ざや問題と銀行と生保の持ち合い関係

生命保険業界に関しても逆ざやの問題がある。銀行と生保の株式の持ち合い関係

は、むしろ強まりつつある。例えば、みずほホールディングスの増資に関しても、大手生保 2 社が最大の引き受け先になっていたし、生保の基金や劣後債は銀行に依存している。このような形で、資本の持合をしている。

### (3) 金融危機は避けられるか

このような問題はあるが、金融危機は避けられると考えている。というのは現在の預金保険法 102 条があれば、事実上債務超過の銀行であっても資本注入を行い、資本注入すれば株価は上がる。預金保険法 102 条とその前身である金融再生法・金融早期健全化法とを比べると、金融早期健全化法による健全行に対する資本注入に当たるのが 1 号措置である。りそな銀行への資本注入は、これに該当する。金融再生法による破綻処理、例えば日本長期信用銀行や日本債券銀行の破綻処理に当たるのが 2 号措置、3 号措置に該当し、この場合は破綻処理になる。

条文は、ほとんど対応関係があるように見えるが、りそな銀行に対しては健全行として資本注入を行った。りそな銀行の連結ベースの自己資本が 3,600 億円程度である。これに対して 2003 年 3 月時点の繰り延べ税金資産が 4,000 億円ある。3 月末の時点におけるりそな銀行の繰り延べ税金資産をゼロとして評価すれば、債務超過になる。しかも、6 月 20 日から 10 月 20 日だけで、先ほど説明したように 7,000 億円の決算修正をしている。このように考えると、概算で 8,000 億円近い債務超過であったのではないかと推測される。

債務超過ではないということで、このような銀行の株式を 52 円で購入した。これは、いわば政府から銀行株主への贈与である。「有利発行」という言葉があり、増資をする時に安い値段で増資を引き受けることであるが、これは商法で禁止されている。これをすると安く株を買った人が儲かることになる。今回の政府の引き受けは、いわば「不利発行」に当たり、日本長期信用銀行や日本債券銀行の場合と同様に、実際上ゼロ円で買うことのできる株式を 52 円で買ったということになり、既存株主への税金からの贈与である。これで株価が上がることになる。

このようなことをしていけば当然金融危機は避けることができる。しかし、問題は政府の信用である。つまり、政府の赤字と日本への信用に与える影響である。

### 3 . 財政赤字と日本の信用

国債の格付が下がってきているが、現在の状況では、ゼロ金利が続けば短期債を出すと利払負担は増えない。短期国債はゼロ金利で発行できる。仮にマーケットがゼロ金利で引き受けてくれなくても、日銀の誘導目標がゼロ金利であるので、短期金利がゼロを上回れば日銀が全部買ってくれる。そうすると、ゼロ金利でいくらでも短期国債を発行することができることになる。

しかし、国債の格付の低下がさらに続くと、民間企業の格付も国債の格付の低下に伴って下がる可能性がある。現在、ソブリンシーリングについては、特に日本経済については、縛りが弱まっているようであり、ソブリン格付を上回る格付の企業が相当数ある。しかし、ソブリン格付がさらに低下すると、日本企業の格付も下がり、その結果日本企業が外国で起債する場合に起債が困難となる危険性が否定できない。

また銀行に関しても、外国金融機関との取引が困難となる。大手外国金融機関のグローバルリスク管理担当者のお話によれば、このまま日本の国債の格付が低下すると、日本の銀行とは、国債を担保としても取引ができなくなるということである。つまり、将来 BB 格まで格付が下がるという見通しが出てくると、BB 格の債券は担保に取ることができないという内規がある。そのため、日本の国債の将来の格付が BB 格を下回るという状況が予想される場合には、長期の金融取引をする場合に、国債を担保としても円取引をすることができないということである。

このように国債の格付の低下により色々な問題が生じてくる。

### 4 . 日本の財政破綻のプロセス

日本の財政破綻がどのようにして起こるのかということを考えてみると、日本のような先進国で、かつ信用が非常に高かった国が財政破綻したケースは過去にない。どのようなことが起きるかを私なりに考えたものが以下のプロセスである。

政府債務 GDP 比率が非常に高い水準になり、負債も短期債ばかりになる。

日本国債が投機的格付 (BB) ないしそれに近い水準に格下げになる。

円売り投機を仕掛けて日本経済をデフレからインフレに移行させることに成功

すると、投機で確実に巨額の利益が得られる状態になる。

金利上昇 政府の利払い費用の急激な上昇 国債発行額の急増

更なる格下げ 金利上昇

投資家は円売りをしないと巨額の損失を被るので、円投機は成功する。

日銀が金利引き上げによる対応が極めて困難なインフレが加速する。

数年間数十パーセントのインフレが継続すると、貯蓄保有が円から外貨にシフトし始める（ドラライゼーション）。

通貨の流通速度が上昇してインフレはさらに加速する。

備考：逆に のような状態になる前に円投機を仕掛けても、日本はデフレからプラスの物価上昇率にソフトランディングできるため、投機は成功しない。

このような財政破綻を防ぐためには、デフレからの脱出で利払負担が増加するのに合わせて、相当巨額の増税が必要になる。

まず、政府債務が非常に高い水準になり、負債も短期債の比率が非常に高くなる。現在、借換債の 3 分の 2 が 2 年未満であり、しかも 4 割強が短期国債である。借換債の発行ペースはどんどん増加している。そうすると、短期債務が急激に増加する可能性がある。特に長期金利が格付の低下等で上昇したような場合には、政府は短期国債への依存度をさらに増加させる可能性がある。そのような状況で、円売り投機が仕掛けられて、日本経済をデフレからインフレに移行させることに成功した場合、投機で巨額の利益を得ることができる可能性が出てくる。

多少の円安であれば景気にも望ましいが、短期の政府債務が大きく蓄積された状態で円売り圧力が発生し、例えば 1 ドル 200 円というような状況まで押し込むと、日本はデフレからインフレとなり、利払費が急激に上昇する。これは、国債発行額の急激な増加をもたらし、更なる格下げを生じる。特に、利払負担が国税収入を上回るような状況まで、急激に利払負担が増加すると、日本政府の信用力がなくなり、実質金利が非常に高くなる。つまりインフレ率の上昇以上に名目金利が上昇するという可能性がある。

例えば、ブラジルを見ても、アルゼンチンを見ても、信用がなくなった時には、実質金利は 10% 程度まで上昇したケースがある。このようになると利払負担は単



にインフレに見合っただけで金利が上昇するだけではなく、さらにリスクプレミアムに相当する部分が上乗せされることにより非常に高い金利となり、利払費が急膨張するという可能性がある。

図表 4～6 に財政シミュレーションを示した。図表 4 は、現在のようなデフレが継続する場合を考えている。この表では、GDP デフレーターデフレ率が 2%で継続し、実質ゼロ成長を見込んでいるが、実質成長率をプラス 1.0%から 1.5%程度にしても結果はほとんど変わらない。プライマリーバランスの対 GDP 比での赤字を 5%程度に抑えたとしても(現在は 6%程度)、一般政府のグロス債務は 2007 年に 200%を超える。ネット債務も 90%程度になる。また、図表 5 は緩やかなインフレに転じた場合であるが、ネットの利払負担の増加は GDP 比で 1.5%程度であったものが 4%程度と緩やかな上昇にとどまる。

これが、図表 6 のように、2 年程度でマイナス 2%からプラス 10%へと、急激なインフレが生じて金利が急上昇する状況を見ると、ネットの利払費は GDP 比で 2007 年の 2.7%から 2010 年の 6.5%へと、GDP 比で 4%程度、20 兆円程度の増加となる。現在国税収入が 40 兆円程度しかないことを考えれば、非常に巨額の利払負担が生じることになる。

さらに郵貯の問題がある。郵貯は預け替えが可能なので、金利が上昇すると預け替えが行われる。郵貯は大体長期の 7 年程度の運用を行っており、平均で多分 4 年程度の運用期間である。負債の金利が急激に上昇すると、4～5 年にわたり急激な赤字になる。シミュレーションをしてみると、預け替え率を 70%としても、郵貯で 20 兆円程度の赤字が生じてくる。

このように、デフレから急激なインフレに転じた場合、利払費および郵貯の赤字を合わせると、相当厳しい状態になる可能性がある。つまり、短期金利、長期金利共に急激に上昇した場合には、利払、特に短期国債の利払が急激に増大する。さらに、郵貯が数年間にわたり巨額な赤字を抱える。このために政府の信用がなくなる可能性がある。

投機家でなくて普通の投資家でも、円が大幅に下落する時には、長期国債を早く売って短期に切り替える、あるいは外貨に切り替えるという行動をとらないと大きな損失を被るので、国債の巨額の売却が生じる。10 年物国債の金利は最近は上昇

しているが、しばらく前まではほとんどゼロ金利であった。金利が 1%上昇すると、元本のロスが 9%程度という、非常に大きなものになる。従って、例えば金利が 4~5%上昇すれば、元本対比 30%という大きなロスを被ることになる。

このようになると、仮に投機家が行動しなくても、国内の投資家が政府の信用に愛想をつかして外貨にシフトする、あるいは不動産や金にシフトするということが生じる。そして国債価格は急落する。また、資産の数%が外貨にシフトするだけで外貨準備がなくなってしまう。日本の外貨準備が巨額であっても、民間金融資産の方が遥かに巨額であり、個人金融資産 1,400 兆円のうち 5~6%が外貨にシフトするだけで、外貨準備はなくなる。

例えば、国内の金融資産の 7%が外貨になるということを考えると、皆が外貨にシフトしようという段階ではすでに外貨の売り手はいないので、急激な円安を防ごうとすれば、政府が売り手になり、外貨準備がなくなるということである。外貨準備を使わなければ、その分だけ円安が激しくなる。円が充分安くなれば、インフレになり、政府の利払負担が急激に増大するというジレンマに直面する。

このような状況になると、日銀も事態を收拾することが難しくなる。インフレを止めようとするならば、売りオペによる金利引き上げということになるが、長期国債が暴落している時に、売ることができるのかという問題がある。売出手形を売って、金利を引き上げるという手段もあるが、日銀は巨額の損失を被る。また国債の短期債務比率が高いと、日銀が金利を引き上げる際に、短期の利払費はさらに急激に増加し、信用はさらに悪化する。

このようになると、相当短い間に増税を打ち出す、例えば消費税を引き上げるという覚悟がないと、インフレのコントロールを失うという可能性が出てくる。

仮に、日銀がインフレのコントロールに失敗して、例えば年率数十%のインフレが継続すると、貯蓄保有は円から外貨へとシフトして、ドラライゼーションが生じる可能性がある。そのようになるとさらにインフレが加速する。

逆に言えば、政府債務が大きくなり、短期債務の比率が上昇して、コントロールできない位に政府債務を積み上げないと、円売り投機をしても利益が生じないことになる。仮に政府債務がそれほど巨額ではないという状況で、円売りドル買いの投機をしたとする。その結果、1 ドル 160 円から 170 円になり、日本がデフレから

脱却できた場合、政府債務が少なければコントロール可能である。それ程の利払増加にもならないので、多少の増税をすれば対応可能である。従って、本当に政府の信用が大幅に悪化しなければ、投機は生じない。こちらの都合の良いタイミングでは売り投機は起きにくいと考えられる。

このような状況で財政負担を防ぐには、デフレからの脱出で利払負担が増加するのに合わせて、相当の多額の増税が必要になる。

## 5. 金融政策による対応

### (1) 対応策

デフレを止めなければ以上述べたような結果になるわけであるが、デフレをどのようにしたら止めることができるのか。現在、多少景気が回復しているのは、在庫調整と中国・アメリカ経済の回復で日本経済が良くなっているのであり、基調的に良くなっているわけではないと考えている。日経センターの短期見通しでも、2003年度は実質成長率はプラス1%超ではあるが、名目成長率はまだマイナス0.5%である。景気回復局面と言われているところで、名目成長率がマイナスである。

#### )金融の量的緩和：効果は限定的

先ほど説明したように金融の量的緩和の効果は、デフレに対して限定的である。外債を買い入れるという手段はありえるわけで、現在も実際に財務省が外貨をドル買い円売りで増やすのに合わせてベースマネーを増やしている。外国のアナリストの間では、非不胎化介入を実際上は行っているのではないかという見方が出ている。しかし、円安誘導を行おうとしても、アメリカも本音ではこれ以上の円安にはなっていないと考えており、実際上は難しい。また、円の長期国債や円の短期国債を日銀が購入しても、期待に与える効果しかないので、効果は限定的である。

#### )実物資産オペ：直ちに行うべき

デフレへのひとつの対応として実物資産オペが考えられる。高収益不動産投資信託や時価総額連動株式投資信託を、日銀が大量に買い入れて、インフレターゲット

を設定する。例えば、消費者物価上昇率をプラス 1.5%程度の目標を中心に、プラスマイナス 1%ぐらいのレンジに、3 年間位で持ち込むというやり方である。私はこの方法を直ちに行うべきであると考えている。日銀にとっては国債を買うよりも安全である。デフレから出るために長期国債を買うことについて、日銀はリスクがないと言っているが理解できない。デフレから出れば長期金利は必ず上昇するので、長期国債を購入していると必ず大きな損失を被る。一方デフレから出れば株価は上昇するので、株式を買う方が日銀のバランスシートにとっては安全である。

)ヘリコプター・マネー：やるべきではない

もうひとつの方法としてヘリコプター・マネーがある。例えば、政府が 100 兆円の国債を日銀に持ち込み、現金 100 兆円に換えて、国民 1 人当たり 100 万円配るということである。デフレ脱却のひとつの方法ではあるが、財政赤字を急激に悪化させ、その巻き戻しには増税が必要となる。減税や政府による戻し税と同じことである。

)政府紙幣も解決にはならない

一言で言えば、政府が紙幣を発行して、発行したことを忘れればよいという考え方であるが、忘れることはできないというのが、私の見方である。デフレから脱却し、金利がプラスになれば、紙幣を回収しなければバランスが取れない。図表 7 は、縦軸に短期金利、横軸にマネタリーベースをとっている。マネタリーベースとは、日銀券発行高と金融機関の日銀当座預金の残高の合計額である。過去において金利が 2%から 12%の間は GDP 比 8%程度のマネタリーベースが通常であった。金利がプラスであれば、銀行券の残高、あるいは日銀当座預金の残高は、GDP 比 8%で、GDP が 500 兆円であれば 40 兆円程度が相場であった。金利がゼロに近づくにつれて、現金を持つことに伴う機会費用が低下してくる。預金金利が現在のよように 0.001%では、金利を稼いでも仕方がないということになり、マネタリーベースが増加している。もうひとつの理由は日銀の量的緩和であり、銀行が日銀の当座預金残高を増やしている。この図表では、マネタリーベースの比率が 18%となっているが、現在この比率は 20%まで達している。

これが流動性の罨と呼ばれる状況であり、政府紙幣を発行してベースマネーを増やしても残ってしまう。例えば、政府紙幣を GDP 比 10% の 50 兆円発行する。この 50 兆円を国民が使うのであるが、この紙幣には銀行の ATM は多分対応していないであろうし、見かけない紙幣であるので、ほとんどすべてが銀行に預金されて、銀行がその紙幣を日銀の当座預金に預金する。このようにして、日銀の当座預金に 50 兆円積み上がることになる。そうすると日銀には政府紙幣が 50 兆円貯まり、日銀のバランスシートの資産に政府紙幣 50 兆円、負債に日銀当座預金 50 兆円となる。従ってゼロ金利の TB を購入して日銀の当座預金が増えたのと同じ状況になる。

デフレから脱却して若干のインフレになった場合、ベースマネーを 8% まで戻す必要がある。日銀は保有資産をすべて売って当座預金を回収しなければならないが、政府紙幣は売ることができないので、政府紙幣は残ったままとなる。日銀のバランスシートは、資産が政府紙幣だけとなり、負債が日銀券と日銀当座預金となり、日銀の収益はゼロということになる。

このように考えると、政府紙幣の発行ということは日銀の収益を先取りするのと同じことになり、全くデフレの解決にはならない。

政府紙幣を 50 兆円発行してそのままにしておく、あるいはベースマネーを拡大しそのままにしておくことは、次のようなことを意味する。現在ベースマネーが GDP 比 20% あり、さらに GDP 比 10% の政府紙幣を発行して、ベースマネーを GDP 比 30% まで増やして、それを一切回収しないということは、インフレになった場合に物価を 3 倍にするということと同様である。物価が 3 倍になれば名目 GDP が 1,500 兆円になり、GDP に対するベースマネーが 10% 程度に低下して、バランスが取れるようになる。インフレを放置して、どんどん物価が上がるに任せるということである。このようにすれば、政府紙幣を発行したことを忘れることができるが、政府紙幣の発行を考えている人がこのような事態を想定しているかは不明である。

## (2) 量的緩和、実物資産オペの副作用

量的緩和、実物資産オペの副作用としては、長期金利が大幅に上昇し、国債価格が下落して、銀行に大きなロスが発生する可能性がある。また金利が上昇すると、

債務超過企業の淘汰が進むという問題がある。これは、構造改善にはプラスであるが、短期的には失業が増加する可能性がある。また、野放図に金利が上昇しないようにするためにも、インフレターゲットを設定しないと危険である。

一方、株式投信の買いオペや不動産投信の買いオペまでやって本当に物価が上がるのか、単に資産価格バブルになるだけではないかという疑問が残る。株式投信の買いオペ、不動産投信の買いオペを行えば、資産価格は一時的に相当上がる。それでも景気が回復せず賃金が下がり続け、一般物価が下がり続けた場合、将来の企業売上の見通し、不動産賃貸料の見通しは下方修正され、株価は下落し、不動産価格も下がってしまう。つまり、これだけやっても、まだデフレから出られない可能性はないわけではないと考える。

## 6. デフレ脱出の最後の手段

### (1) マイナス金利政策

デフレ脱出の最後の手段として何があるのか。私はマイナス金利ではないかと考えている。ただし、単に日銀がマイナスの公定歩合で貸出を行っても効果はない。

何が問題かという点、ゼロ金利で確実に運用できるものがあることが、問題なのである。一般物価が下落する中で、現金が一番良い運用対象になっており、これがデフレの根本にある。マイナス金利とは、政府が保証するすべての金融資産に対して、デフレが続く限り、年 2%なり 3%の金融資産課税を行うことである。課税対象は、国債、政府保証債、郵便貯金、郵便振替、簡易保険、預金および現金である。課税対象でないものは、CP、社債、株式、不動産、売掛金、貸出等である。

### (2) 現金に対する課税方法

現金への課税は、銀行券の色を変えて、旧札と新札の交換手数料を日銀が額面に対して課せば、簡単に実施できる。例えば、旧 1 万 200 円を新 1 万円と交換するわけである。旧券のまま流通させる場合は、印紙を貼ることにすれば可能である。

### (3) 課税の効果

課税の効果としては、政府が保証している金融資産から民間の社債、株式、外貨

および不動産に資金がシフトする。また、円安になるので、外需の拡大を見込むことができる。住宅、耐久消費財、設備への支出が増加する。

また、税収も巨額である。課税対象は約 1,500 兆円あるので、2%で 30 兆円、3%で 45 兆円という巨額の税収が得られる。

さらに、貸出も刺激する。銀行の日銀当座預金に対しては課税されるが、貸出を行えば課税されない。このため、強力に貸出を推し進めることになる。企業間信用も拡大する。売掛金を現金で回収すると課税されるが、売掛金のままにすれば課税されない。

#### (4) 社会的弱者の問題

社会的弱者対策としては、全国民に 1 人当たり 4~5 万円を配ればよいと考えている。このコストはそれほど大きくはない。税収が課税率 3%で 45 兆円であるが、国民 1 人当たり 4 万円配っても総費用は 5 兆円である。現金を国民に配れば、ある一定額の現金や郵貯保有額に対して、課税を免除するのと同じ効果を持たせることができる。

#### (5) その他の問題点

一番大きいのは、政府に対する信用の問題である。筆筒預金にまで課税するので、そこまで課税するのかという意識が出てくる。ただしこの課税は預金封鎖とは異なり、預金は自由に使うことができる。

次に、実際に課税ができるのかという問題である。2002 年公務員研修の講師をした際に、国税の通達や法律、さらには租税条約まで調べてもらい、国会で可決されれば、税務当局は対応可能ということである。

ただし広い範囲の金融資産に課税できるので、物価が上がり始めても課税をするのではないかという懸念が出された。この課税は、デフレから出るための強烈的な薬であるので、インフレの時にこの課税をすると強烈的なインフレになる。いわば、熱を上げるための薬であり、平熱の時に使っては絶対にいけない。しかし、政府が乱用する危険性はある。

もうひとつの問題点は、ムーディーズ等からパーシャルデフォルトとみなされる

可能性がある。政府債務に標的を絞った課税はパーシャルデフォルトとみなされるからだ。しかし、外国人が保有している国債は数%であり、パーシャルデフォルトにした方が、デフレから出損なってインフレになってしまうよりはずっとよいのではないか。ムーディーズによれば、ハイパーインフレにして借金を返しても、それはデフォルトではないと規定しているが、私はそれよりはよいのではないかと考えている。

もうひとつの疑問点は、資本逃避が起きるのではないかという点である。私は資本逃避は起きないと考えている。その理由は第 1 に、デフレにより価値が上がる部分に対して課税しているという点である。デフレにより実質的な価値が、現金でも、毎年数%ずつ上がっている。その上昇分をカットするだけの課税であり、その価値をマイナスにするわけではない。第 2 は、発表すれば円安となり、実施が確定した段階、皆が実施すると本当に判断した段階では、すでに円安になっており、課税される時にはもう外貨にシフトすることはできない。いったん 10%なり円安になった段階で、その時点で円から外貨に逃げて、儲かるか損するかは五分五分でしかない。2%円高になれば、課税によるコストは帳消しになる。また、発表の段階である程度の円安になってしまえば、それ以降外貨にシフトしても、確実な利益は一切得られない。

政府の信用についても、デフレからプラスの物価に持っていけば税収は増加するし、そもそもこの課税により数十兆円の税収があるので、この税収により、例えば銀行部門への資本注入や失業対策をすることができる。相当色々な政策に使うことができるのではないか。

以上が、私が考えている財政破綻のシナリオと対策である。しかしながら、日本のように対外債権国で、政府の国内における借金によりデフォルトとなった国は、過去どこにもない。そうすると、経済の仕組みを全体として捉えて、個々の経済主体の行動を頭の中でシミュレートしてみるしかない。私なりに現在の状況を検討してみると、以上の通りであり、放置するのは非常に危険であると考えている。

この財政破綻がいつ頃生じるかは本当に分からない。私は今後 4~5 年で生じえると思っている。しかし日本の金融資産の大半を保有しているのは、高齢者でかつ



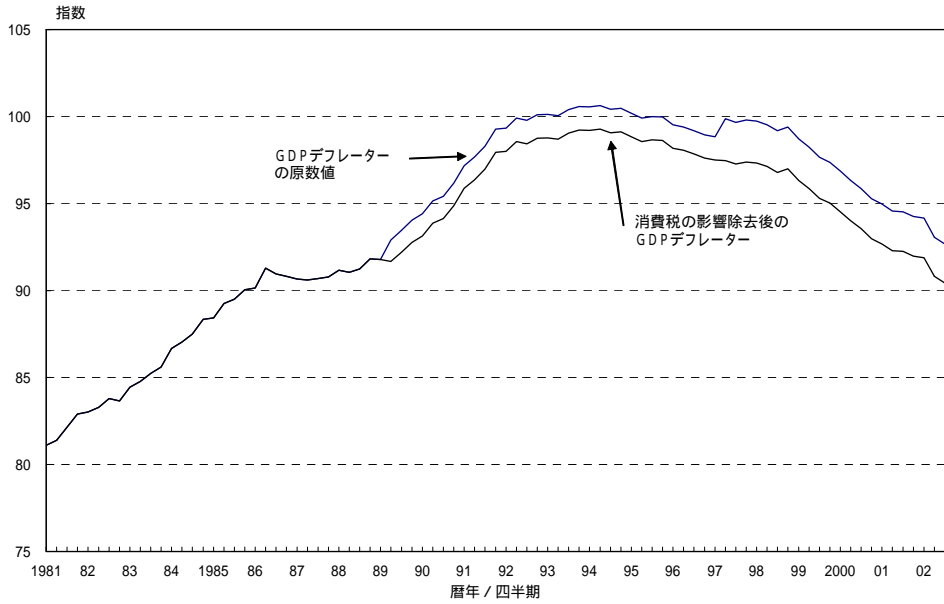
非常にコンサーバティブな人たちが多く、郵貯や政府の保証の付いた預金や現金が一番安心であると思っている。このような状況では、貯蓄は全部国内に留まっており、財政がいかにか赤字を出しても、それは国内の貯蓄で吸収されてしまう。その結果、政府はずっと赤字を出し続けることができる。

政府の信用が厚いことによりデフレが続いていくと、一番損失を被るのが若年者である。現在、学校を卒業した 15 歳から 24 歳までの若年層を見ると、職のない人が 3 割に達している。若年失業率は、せいぜい 1 割程度であるが、職探しを諦めてしまっている人、あるいは家事手伝いぐらいをしている人が相当いて、特に地方圏、北海道、東北あるいは九州、四国で非常に多くなっている。このような世代が、職がないままで何年かを過ごしてしまうと、将来雇用することができなくなってしまう。よく中国で文化大革命の世代が使い物にならないと言われているが、日本でも失われた 10 年、20 年の世代が使い物にならなくなってしまうというリスクが非常に大きい。

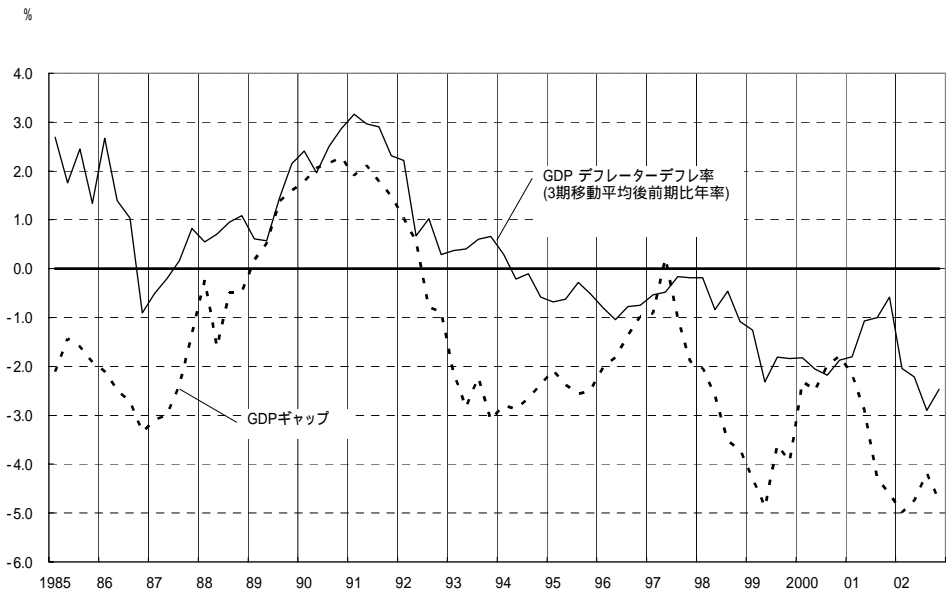
これが実は最大の問題ではないかと考えている。経済を前向きに動かしていき、プラスに持ち込まないといけない。財政破綻が起きないで、宙ぶらりんのまま、デフレがずっと継続するというシナリオが一番怖いのではないかと考えている。

(2003 年 11 月 12 日：第 2 回委員会)

図表1 GDP デフレーターで見た物価水準



図表2 GDP ギャップとデフレ



図表3 全国銀行の収益構造

(兆円)													
年度	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
資金運用差益(A)	7.1	8.9	9.8	9.2	9.7	10.8	10.7	10.0	9.6	9.7	9.4	9.8	9.4
その他差益(B)	2.6	2.2	2.5	2.8	2.1	3.3	3.7	3.6	3.1	2.5	3.0	3.1	3.6
営業経費(C)	7.1	7.5	7.7	7.7	7.8	7.8	8.0	8.0	7.5	7.3	7.1	7.0	7.0
うち人件費	3.7	3.9	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	3.6	3.5	3.4	3.2	2.8
粗利益(D)=(A)+(B)-(C)	2.6	3.5	4.5	4.3	4.0	6.3	6.4	5.6	5.2	4.9	5.3	5.9	6.0
償却額(E)	0.8	1.0	2.0	4.6	6.2	13.3	7.3	13.5	13.5	6.3	6.6	9.4	7.0
業務損益(F)=(D)-(E)	1.8	2.5	2.5	-0.4	-2.2	-7.0	-1.0	-7.9	-8.3	-1.4	-1.3	-3.5	-1.0
資産処分差益(G)	2.0	0.7	0.0	2.0	3.2	4.4	1.2	3.6	1.4	3.8	1.4	-2.4	-4.1
最終損益(F)+(G)	3.8	3.3	2.5	1.7	1.0	-2.6	0.2	-4.2	-6.9	2.3	0.1	-5.9	-5.1
総資産末残	927.6	914.4	859.5	849.8	845.0	848.2	856	848.0	759.7	737.2	804.3	772.0	722.0

- (1) 93年以降ずっと実質赤字  
 (2) 利鞘の改善には金利引き上げが必要  
 (3) 金利を引き上げると、貸出先がもたない。

図表4 現在のような低金利が継続した場合

年度	名目 GDP 成長率	GDP デフレーター 変化率	プライマリ- 赤字 名目 GDP 比	加重 平均 金利	推計値		
					一般政府 グロス債務 名目 GDP 比	一般政府 ネット債務 名目 GDP 比	ネット 利払い費 名目 GDP 比
2000	-0.3%	-1.9%	5.2%	2.5%	133.9%	51.2%	1.5%
2001	-2.4%	-2.0%	5.0%	2.2%	143.3%	56.7%	1.1%
2002	-2.4%	-2.0%	5.0%	2.0%	153.0%	62.3%	1.2%
2003	-2.0%	-2.0%	5.0%	1.8%	162.3%	67.9%	1.2%
2004	-2.0%	-2.0%	5.0%	1.7%	171.8%	73.8%	1.2%
2005	-2.0%	-2.0%	5.0%	1.6%	181.4%	79.5%	1.2%
2006	-2.0%	-2.0%	5.0%	1.5%	191.3%	85.6%	1.2%
2007	-2.0%	-2.0%	5.0%	1.4%	201.4%	91.6%	1.2%
2008	-2.0%	-2.0%	5.0%	1.3%	211.7%	97.4%	1.2%
2009	-2.0%	-2.0%	5.0%	1.2%	222.3%	103.3%	1.2%
2010	-2.0%	-2.0%	5.0%	1.2%	233.0%	109.2%	1.2%

(注1) 加重平均金利は、一般政府全体の借り入れ(国債、地方債、借入金、政府短期証券など)にかかる金利の加重平均金利。

(注2) プライマリ・バランスの定義：一般会計ベースでは「プライマリ・バランス = 公債金以外の歳入 - 利払費を除く歳出」という関係が成立するが、ここではSNAの一般政府ベースで考えているため、「一般政府のプライマリ・バランス赤字 = 一般政府の貯蓄投資差額(投資超過額) - 財産所得のネット支払い」とする。

図表5 緩やかなインフレに転じる場合

年度	名目 GDP 成長率	GDP デフレーター 変化率	プライマリ 赤字 名目 GDP 比	加重 平均 金利	推計値		
					一般政府 グロス債務 名目 GDP 比	一般政府 ネット債務 名目 GDP 比	ネット 利払い費 名目 GDP 比
2000	-0.3%	-1.9%	5.2%	2.5%	133.9%	51.2%	1.5%
2001	-2.4%	-2.0%	5.0%	2.2%	143.3%	56.7%	1.1%
2002	-3.0%	-2.2%	5.0%	2.0%	153.9%	62.7%	1.2%
2003	-3.2%	-2.4%	5.0%	1.9%	165.3%	69.2%	1.2%
2004	-3.4%	-2.6%	5.0%	1.9%	177.4%	76.1%	1.3%
2005	-3.6%	-2.8%	5.0%	1.8%	190.5%	83.4%	1.4%
2006	-3.8%	-3.0%	5.0%	1.8%	204.6%	91.5%	1.6%
2007	-2.0%	0.0%	5.0%	2.1%	215.7%	98.2%	1.9%
2008	2.0%	2.0%	5.0%	2.9%	219.2%	101.6%	2.8%
2009	2.0%	2.0%	5.0%	3.3%	223.2%	105.7%	3.3%
2010	2.0%	2.0%	5.0%	3.6%	227.5%	110.0%	3.7%

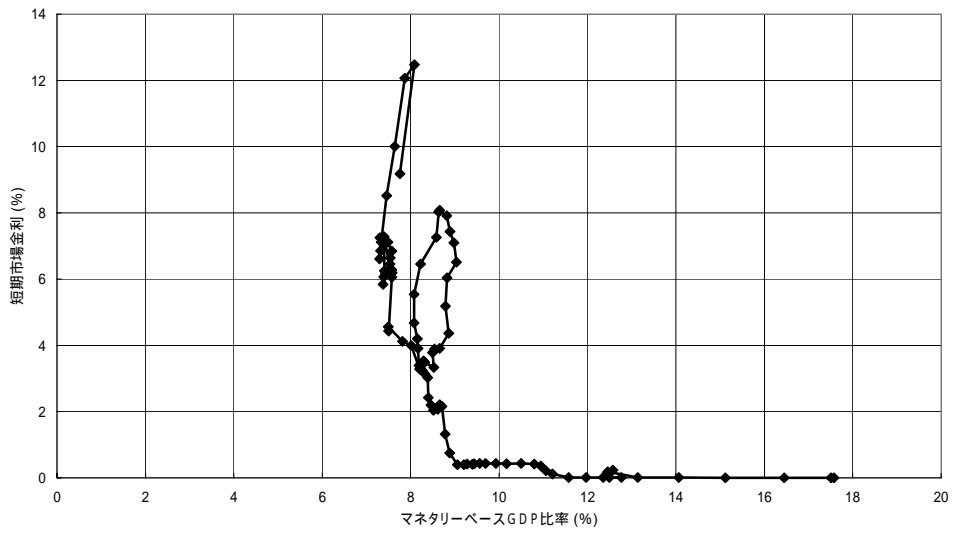
(注) 図表4に同じ

図表6 急激なインフレが起きる場合

年度	名目 GDP 成長率	GDP デフレーター 変化率	プライマリ 赤字 名目 GDP 比	加重 平均 金利	推計値		
					一般政府 グロス債務 名目 GDP 比	一般政府 ネット債務 名目 GDP 比	ネット 利払い費 名目 GDP 比
2000	-0.3%	-1.9%	5.2%	2.5%	133.9%	51.2%	1.5%
2001	-2.4%	-2.0%	5.0%	2.2%	143.3%	56.7%	1.1%
2002	-3.0%	-2.2%	5.0%	2.0%	153.9%	62.7%	1.2%
2003	-3.2%	-2.4%	5.0%	1.9%	165.3%	69.2%	1.2%
2004	-3.4%	-2.6%	5.0%	1.9%	177.4%	76.1%	1.3%
2005	-3.6%	-2.8%	5.0%	1.8%	190.5%	83.4%	1.4%
2006	-3.8%	-3.0%	5.0%	1.8%	204.6%	91.5%	1.6%
2007	0.0%	2.0%	5.0%	3.0%	212.3%	97.1%	2.7%
2008	10.0%	10.0%	5.0%	5.4%	202.8%	95.9%	4.8%
2009	10.0%	10.0%	5.0%	6.5%	195.0%	96.0%	5.7%
2010	10.0%	10.0%	5.0%	7.5%	188.8%	97.0%	6.5%

(注) 図表4に同じ

図表7 マネタリーベースと短期市場金利の関係 1980/Q1-2002/Q3



## 第 2 章 我が国の公的債務と債務管理政策

財務省理財局総務課長 森本 学 氏

### 1. 我が国公的債務の現状

#### (1) 一般会計の債務

我が国の公的債務の全体像は、かなり複雑になっている。よく「公的債務は全部でどのくらいあるのか」という質問を受けるが、様々な定義の仕方があり、統一的な数字を示すことは難しい。

まず国の一般会計の債務は、ほぼ図表 1 の普通国債の残高と一致している。平成 15 年度末で約 460 兆円の見込みであり、平成 16 年度末には 500 兆円近い額になると見込まれている。図表 1 の下のグラフは新規財源債、すなわち予算で歳入になる国債発行額の推移である。平成元年頃はバブル期でかなり減少したが、平成 10 年度の小渕政権の頃から 30 兆円台になり、近年は 30 兆円半ばの金額が続き、上のグラフの残高もやや急角度で増えている。

また最近、財政バランスの尺度として基礎的財政収支（プライマリーバランス）が用いられている。2010 年代初頭にプライマリーバランスを現在の赤字から中立に戻すことが政府の目標である。プライマリーバランスには一般会計ベースと SNA ベースがあるが、一般会計ベース（図表 2 の棒グラフ）は、平成 4 年まではプラスであった。それが段々と悪化した。プライマリーバランスの定義は、図表 2 注 1 に記してある通り、国債発行以外の歳入から国債費を除く歳出を引いたものである。このバランスは連年悪化していたが、平成 16 年度を見ると少し改善している。微妙な差であるが、谷垣財務大臣等は 12 月に予算編成ができた時に財政健全化のきっかけがつかめたのではないかとコメントしている。

プライマリーバランスがゼロになると債務残高は利払費で増える額だけ増える。名目金利が GDP の名目成長率よりも低ければ、債務残高の GDP 比は増えない。利払費で債務残高が増加するのと経済が成長するのが、大体同じであれば、債務の

---

役職は講演当時。現在は、財務省審議官。

GDP 比が増えないという意味がある。そのためにプライマリーバランスの回復が目標となっている。

## (2) 国の資金調達による債務

### 国債および借入金並びに政府保証債務現在高

図表 3 は、財務省が四半期ごとに発表している債務残高の統計である。普通国債が 440 兆円程度あり、その他にも大きな債務がある。まず財政投融资資金特別会計国債いわゆる財投債である。それから一般会計や特別会計が債券の発行ではなく、銀行等から借入をしている借入金がある。さらに政府が資金繰りのために短期の債券を発行している政府短期証券がある。そのうち、一番残高が多いのが外為証券で、為替の介入に利用する資金を調達している。一番下の欄に、関係機関の資金調達に政府が保証をしている政府保証債務残高がある。一番残高が多いのは金融システム安定化のために公的資金を注入している預金保険機構であり、21 兆円程度ある。その次が公営企業金融公庫の 17 兆円で、地方の下水道等の公営企業に資金を貸し付けている。

普通国債以外に色々な種類の債務があるのは、返済する財源が違うことに因る。普通国債は、一般会計の税収等で返済する。財投債は、財投機関の事業収入で返済する。借入金は、各々特別会計の収入で返済する。政府短期証券も、各々特別会計の収入で返済する。ただし、マーケット等からは、普通国債以外のものも、全く国債と同様に扱われている。

### 政府短期証券

政府短期証券は、政府が資金繰りのために発行している期間 3 ヶ月の証券である。内訳は図表 4 の下の表にあるが、財務省証券は、主として一般会計の税収と歳出の時期がずれた時に発行する。食糧証券は、米の在庫のために発行している。圧倒的に多いのが外国為替資金証券であり、最近介入が積極化してきていることにより急増している。この外為証券は平成 15 年 12 月末現在で 70 兆円程度であるが、現在は 80 兆円を超えている。平成 15 年度の限度額は 100 兆円、平成 16 年度の限度額は 140 兆円である。平成 15 年度で約 30 兆円程度増えており、これは普通国債

の増加額に匹敵する金額である。その他に財政融資資金証券や国有林野証券や石油証券がある。石油証券は、石油の国家備蓄のための証券である。

資金繰りといっても、資金の時期的なズレの短い資金繰りもあれば、モノを購入して、それが売却できるまでの資金繰りと、2つの意味がある。モノを購入した場合は、米も外貨も同様であるが、すぐに売却できれば返済できるが、売却までに時間がかかれば、残高はなかなか減少しないことになる。

### 借入金

借入金は平成14年度までは100兆円程度あった(図表5)。このうち郵貯特会等の借入金は公社化に伴い統計上は分離された。現在残っている借入金は、主として交付税特会の借入金である。

交付税特会の借入金は50兆円程度あるが、この借入が発生する要因を下表に示した。毎年地方財政計画を作る時に、地方財政の財源不足額を計算する。これは国にかなりの部分面倒を見る責任があり、毎年どのようにしてこの金額を補填するかということが財務省と自治省との間で交渉になる。その結果、平成11年度と平成12年度は、8兆円程度特別会計が借金をして補填をした。平成13年度、14年度は、それまでは原則として発行しないことになっていた、地方の赤字国債に相当する臨時財政対策債を発行して、ある程度減額した。このようにして特別会計の新規の借金を減らし、平成15年度からは原則として特別会計の借金は止めるということにしていた。しかし、また別の種類の財源不足があり、1兆7千億円程度は毎年増加している。

この借金は国負担分と地方負担分が一応区分されていて、30兆円程度が地方負担、20兆円程度が国負担である。しかし地方はただでさえ財源不足なので、地方が黒字化しなければ返済はできず、国も財政事情が苦しいので、この借入金に近い将来減少する見通しは立っていない。

### 財投債および財政融資資金預託金残高の推移

次に財投債がある。これまで積立金を資金運用部に預託していた郵便貯金と公的年金は、財投改革により平成13年度から預託をしないことになった。預託金は平



成 13 年度から平成 20 年度までの 7 年間に全額返済することになっており、1 年間に 50 兆円程度、預託金を郵貯と年金に返済している。その際、預託金を返す資金と財政投融资に新たに融資する資金をファイナンスする必要がある。そのために発行しているのが財投債である。財投債の金額が図表 6 の下向きの棒グラフに示されている。財投債は、このような理由でかなりのスピードで増えているが、他方、郵貯、年金は、預託金の返ってきた資金で国債を購入している。それが、ほぼバランスしているので、実質的に財投債がマーケットを圧迫しているということはない。つまり、預託金が国債に振り替わったようなものである。

図表 7 に示してあるが、財政投融资は平成 16 年度計画で 20.5 兆円である。ピーク時には 40 兆円を超えており、財投改革により量的にもかなり小さくなってきている。

借金に色々な種類があると述べたが、大きく分けると、まず、普通国債と借入金のように財政赤字を主としてファイナンスしているもの、財政赤字ファイナンス型がある。他方、財投債や政府短期証券、政府保証債は、政府の信用で資金を調達した後、どこかに融資しているようなものであり、一種の公的な資金仲介である。我が国の場合は、諸外国と比べて、財政赤字も非常に大きい、公的資金仲介も大きく、それを合わせると政府の資金調達は一層大きいという構造になっている。

図表 8 に国と地方を含めた長期債務残高を示してある。国と地方を合わせた長期債務残高は約 700 兆円で GDP 比 140%超である。これは税を財源として返済するものであり、先ほどの分類による財投債や FB は含まれていない。

図表 9 は SNA ベースの国と地方の債務残高の統計であり、各国共通の尺度で測って国際比較している。日本の債務残高の GDP 比は 160%になっており、圧倒的に高い。これは色々な国際的尺度として利用されており、例えばユーロに参加するためのマーストリヒト条約では債務残高は GDP 比 60%、フローの財政赤字は GDP 比 3%というのが条件となっていた。

### (3) 公的債務の将来見通し

図表 10 は国債費の現状を示している。点線部分が当初予算で、実線が実績であ

る。利払費が減少しているため、国債費は最近 15～16 兆円程度でそれほど増加していない。低金利の恩恵を受けて、資金調達の平均利率が低下している。平成 16 年度の国債費が 17 兆 6 千億円と、特殊事情があるためやや膨らんでいるが、実態はほぼ横ばいである。国債残高は増えているが、国債費はそれほど増えていないというのが実態である。

図表 11 に普通国債の金利別残存状況を示している。この表は平成 15 年 12 月末現在であるが、この時点の平均調達金利は 1.77% にまで下がっている。これは利付債だけの平均金利であり、TB のような割引債を含めるとさらに低くなる。この表には、5.7% や 5.0%、4.6% という高金利の国債が残っているが、これが順次償還されて、例えば 0.1% (2 年債) や 0.5% (5 年債) に振り替われれば、平均調達金利は、まだ下がるという状況である。

将来の推計であるが、図表 12 は財務省が発表している後年度への影響試算である。これは平成 16 年度予算と同じ制度、同じ政策で予算編成するとどのような状況になるかを単純に試算している。この結果を見ると、差額の公債金等が増えて 40 兆円になり、プライマリーバランスも悪化する。平成 16 年度で 480 兆円の普通国債の残高が、平成 19 年度末では 580 兆円、平成 29 年度には 900 兆円になる見通しである。

内閣府が作成している経済財政の中期展望によれば、小泉内閣が構造改革を続けた場合、実質成長率は 2% 程度であるが名目成長率は徐々に改善し、物価もデフレを脱却して、金利も少し上昇するという予測である (図表 13)。このような前提で見通すと、国と地方を合わせた基礎的収支は現在 GDP 比でマイナス 5% 程度であるが、平成 20 年度にはマイナス 2.5% へと改善し、平成 25 年にプライマリーバランスが均衡する見通しである。

国会でも議論されているが、財務省の悲観的な見通しに対して、内閣府は楽観的な見通しであり、あまりにも違いすぎるといふ指摘がある。内閣府の見通しは、改革を通して経済が良くなるという姿を描いており、財務省の見通しは、現在の歳出構造や歳入構造を続けると大変なことになると言いたいわけである。

また図表 13 のプライマリーバランスの下に公債等残高という欄があるが、これも図表 12 とは公債に含まれる範囲が違う。いずれにせよ、内閣府の試算で見ても、

プライマリーバランスは良くなるが、公債の残高は GDP 比で見てもまだ悪くなる見通しである。

## 2. 公的債務管理政策とは何か

このように公債等の残高は今後も増え続ける。そのような状況下で、公的債務管理政策により何ができるのか、何が役割であるかが問題となる。

### (1) 公的債務管理政策の重要性

公的債務管理政策の重要性に関しては、平成 15 年に財務省で経済財政諮問会議の委員である大阪大学大学院経済学研究科の本間正明教授を座長として公的債務管理政策の役割等に関する研究会を開催した。以下はその研究会の取りまとめに基づく。

公的債務管理政策が今なぜ重要であるかという点であるが、公的債務が巨額に上り、また多岐にわたっているという事実がある。このような公的債務のあり方は、家計や市場における金融資産選択に影響を与え、マクロ的にも我が国の資金循環に大きな影響を及ぼしている。市場における金利変動は、発行体としての国の資金調達コストに影響を及ぼすだけでなく、巨額の国債の価格変動を通じて銀行等の投資家の財務や市場行動に大きな影響を及ぼす可能性がある。ひいては、金融システム等にも大きな影響を及ぼす可能性がある。したがって、公的債務をマネージすることがいま非常に大事になっている。

### (2) 公的債務管理政策の意義および目的

公的債務管理政策の定義は、「必要な政府資金調達を行う観点から、その債務を管理するための戦略を立案・執行すること」であり、これは IMF・世界銀行が 2001 年 3 月にまとめた『公的債務管理のための指針』による。ここで重要なのは、「必要な政府資金調達を行う観点から」という点であり、特に政府資金調達のために行ったのではないが、政府の債務になっているという債務がある。例えば、郵貯、簡保である。これらは、必ずしも政府資金調達のために行っているわけではないが、政府保証が付いているので一種の政府債務になっている。そのような債務を、どの

ように考えるのかという問題もある。

次に公的債務管理政策の目的は、「必要な財政資金の調達において、リスクを適切な水準に抑えた上で、中長期的視点から政府の資金調達コストを最小化すること」である。リスクを抑えつつ、コストを最小化するということである。これも、IMF・世界銀行による定義である。

### (3) 財政政策・金融政策との関係

次に、他の政策との関係については、先の研究会は以下のように取りまとめている。

財政政策・金融政策との関係は、健全な財政政策および金融政策が行われることが、公的債務管理政策が有効に機能するための前提であり、公的債務管理政策はその代替にはなりえない。

財政政策との関係は、市場で国債の価格が決定される際には、将来にわたる政府の財政運営のスタンスが評価され、それが国債市場の動向に反映されている。このため、国の資金調達を通じて政府の資金調達額や債務残高に対する市場のシグナルが得られた場合には、それが財政政策の意思決定過程に活かされるように努める。

この点に関しては、国債管理政策が財政政策の規律を保つのに役に立つようにすべきであるという議論が比較的強くて、このような取りまとめとなったものである。

次に金融政策との関係であるが、それぞれ固有の政策目標を持ち、相互に独立して運営されている。ただし、いずれも金融市場に影響を及ぼすものであり、日本銀行との間では緊密な意思疎通を行い、金融市場に対する認識を共有するように努めるということである。

### (4) 公的債務管理政策の対象範囲

公的債務管理政策の対象範囲であるが、IMF・世界銀行の指針によれば、中央政府のコントロール下にある債務が対象になるべきであるとされている。すなわち、先の分類によれば、普通国債だけでなく、政府短期証券、借入金や政府保証債務も同時に債務管理政策の対象になる。

日本の場合にはそれ以外の債務も問題になり、それが郵貯、簡保、公的年金、地

方債、特殊法人等の債務である。この債務は、財政資金の調達のために負っているわけではなくて、またガバナンスの枠組みも異なるので、公的債務管理政策の一部に組み入れるのは無理がある。しかし、このような債務が多いと、公的債務管理にも影響があるので、それらを勘案して公的債務管理政策を行う必要がある。

郵貯・簡保は、政府保証が付いている点と、大量の国債を保有しているという点で大きな影響がある。

公的年金の債務は、年金制度に基づく将来の支払いであり、債務管理政策に含めることには無理がある。ただし金額が巨大であり、国債の返済財源と年金の将来債務の支払い財源が競合するのではないかということで、年金も一緒に考えるべきであるという議論が最近出てきている

地方債は、地方の自己責任に基づいて償還されるべきであるが、国によって様々な財政的措置が講じられている。そのため、マーケットにおいても国債と地方債の価格は流動性格差だけで、ほとんど差がない。また地方公共団体ごとの差も極めて少ない。いわば準国債的な位置付けになっている。地方の債務に対して、国がどこまで面倒を見なければならぬのかという問題がある。

特殊法人の債務は、政府保証がなければ、本来政府が直接責任を負っているわけではない。政府が保証していない特殊法人の債券、最近では財投機関債が出ているが、政府保証がなくても、問題が生じた時には政府が面倒を見るだろうと考えられ、非常に良い条件で発行できてしまい、かつ発行体の財務内容に応じた条件の差が付いていない。このような現象は暗黙の政府保証と呼ばれている。例えば最近、本州四国連絡橋公団まで、債務をかなり国に移したこともあるが、財投機関債を発行することができた。これなどは、国が面倒を見るだろうというマーケットの期待の強さを表していると言われている。

日本では、グレーというかソフトというか、国の関与がかなり幅広くなっており、バブル経済が崩壊してから、それがかなり広がっている。この点が公的債務の範囲を考える際の問題のひとつになっている。

#### (5) リスクコントロール

このように色々な債務がある中で、債務管理政策はどのようなことをやるのかと

いうと、まずはリスクのコントロールである。公的債務管理政策の目的を達成するため、公的債務の抱えるリスクを計測し、適切な債務ポートフォリオを保つことが重要である。

公的債務が抱えるリスクとしては、マーケット・リスク（主として、金利変動リスク）、借換リスク、流動性リスク、決済リスク、オペレーショナル・リスクがある。このリスクの量を分析して、コントロールしなければならない。

公的債務が抱えるコストであるが、ひとつは資金調達コストが上がると利払費が増えるという金融上のコストがある。他に、将来の経済に対する潜在的なコストということで、経済に悪影響を与えてしまうというコストがある。

このようなリスクを抑えながらコストを最小化するために、マーケットのニーズにあわせて色々な種類の国債を発行したり、すでに発行した国債について色々な方法でヘッジしたりして、適切なポートフォリオを保つということが重要になる。

#### (6) 効率的な国債市場の実現

もうひとつは、効率的な国債市場を実現すべく、国債の購入や取引を容易にするということがある。効率的な国債市場を構築すると、中長期的な意味で政府の資金調達コストを最小化することができる。従来、大蔵省、財務省が行ってきた国債管理政策は、むしろこの意味合いが大きい。

この効果としては、流動性プレミアムの減少により、発行コストおよび借換リスクが低減する。また多様な投資家が参加したり、リスクヘッジが容易になると、金利形成がスムーズになる。さらに、日本というより発展途上国の問題であるが、外資への依存度が低下して、国際的な金融変動への抵抗力が強まる。また同様に発展途上国において顕著なことであるが、国内債券市場の発達により、一般企業も資金調達が容易になる。以上が、IMF・世界銀行の指針が示している効率的な国債市場の効果である。

また指針では、発行市場では透明性と予測可能性を持った発行慣行が推奨されており、発行計画を事前に公表したり、どのような方針で行っているのかをよく説明することが挙げられている。逆に市場の動向に応じて、機敏にオポチュニスティックに良い条件で発行しようということは、政府のビヘイビアとしてはあまり良くない

ということである。あくまでも事前に計画を発表して、計画通りに行うのが基本ということである。

流通市場においては、国債取引の他に最近では派生市場、例えばデリバティブの取引やレポ等の関連取引があるので、そのような取引が行えるようにする。また、決済を容易にすると、国債の商品性が向上する。金融機関に対する規制には、国債保有に対してどのような評価をしなければいけないのか、自己資本比率をどの程度持たなければいけないか等の規制がある。適切でない規制が行われると国債の取引をしにくくなる。また、税制が適切でないと、国債の取引を阻害する。

### 3．公的債務管理政策の実際

#### (1) 平成 16 年度国債発行予定額

債務管理政策として、実際行っていることを説明する。平成 16 年度国債発行計画は、新規財源債が 36 兆円である（図表 14）。また、国債は 60 年償還ルールで、60 年かけて返済していくが、それ以前に国債の満期が来ると借換え債を発行する。この借換え債が 84 兆円ある。その他に、国債に含めて発行している財投債が 41 兆円ある。以上合計すると 160 兆円の発行になり、平成 15 年度に比べて 20 兆円増加する。

しかし、入札等により発行する市中発行分の増加は 1 兆 9 千億円程度にとどまり、市中発行額の合計は 115 兆円である。一般に市場関係者の見方では、平成 16 年度は市中発行がそれほど増えなかった。市中発行以外の調達方法は、日銀乗換え、財投債の経過措置分等いわゆる公的部門による引き受けが多い。

市中発行分を年限別に見ると、20 年債が増えているが、国債管理政策としては、償還期間の長期化という方針をとっている。2 年債のように短い国債や短期国債は増やさずに、低金利時代なので、できるだけ期間の長い国債を増やす方針である。平均償還期限は一番短い時に 4 年 9 ヶ月であったが、徐々に長くしており、平成 16 年度は 6 年 2 ヶ月となる予定である。

#### (2) 国債発行および流通の制度整備

これまで、10 年債には引受シンジケート団制度があったが、「国債市場特別参

加者（仮称）」制度、一般的にはプライマリーディラー制度を、平成 16 年 10 月から段階的に導入することを検討中である。

現在は 10 年債のうち 2 割がシ団による発行であるが、シ団制度では発行額の一定額を銀行等が必ず引受ける。これは外国では最近あまりやっていない制度で、少なくとも先進国では例がない。ただし入札だけでは消化が不安定になる恐れがあるので、諸外国とも、プライマリーディラー制度を導入し、入札参加者の中から幹事役を決めて、その入札者に対して、ある種の責任とメリットを与えている。

プライマリーディラーの責任は、応札責任と落札責任である。応札責任とは、発行額の 3% は札を入れるということである。落札責任とは、四半期で 1% は落札するということである。このような責任を課して、他方で色々な取引について優先的に参加できるという資格を与えている。このようにしても、必ず国債が消化できるという保証はないが、有力な証券会社にマーケットについての責任を共有してもらうという考え方である。

その他にも、国債の発行・流通市場の整備に関しては色々な施策を行っているが、テクニカルな点に及ぶので説明は省略する。

### (3) 保有者層の多様化

日本は国債の保有構造が外国と異なり、政府の保有が多く、中でも郵貯・簡保が、両者併せて 25% 保有している（図表 15）。財政融資資金も国債を保有しているが、急速に減る状況にある。次に、日銀も最近は量的緩和で多く保有しているが、米国も多く保有しているので、この点はそれほど特殊とは言えない。しかし、預金金融機関が 20% を保有しており、保有割合が非常に大きい。これは、バブルの崩壊後、金余りで資金を貸すところがないというのがひとつの理由であるが、日本は伝統的に間接金融の構造にあり、国債も銀行等が保有するという傾向が昔からある。一方、保有割合が少ないのが、まず海外であり、また家計の保有割合も非常に少ない。

銀行等の間接金融機関が国債を多く保有していると、どの金融機関も同じようなリスク管理を行っているので、平成 15 年の夏から秋にかけて長期金利が上昇した時のように、ある金利の変動が起ると、どの機関も一緒に売る可能性が大きい。

その結果、金利変動が激しくなる傾向があるとされている。このような傾向を



解消するためには、色々な人に国債を保有してもらう必要がある。

保有者層多様化のために、以下のような施策を行っている。家計部門に対しては、個人向け国債を平成 14 年度に導入して、CM、ポスター作成やパンフレットの配布等、広報を充実させて、現在販売に重点を置いている。海外部門に対しては、税制が障害になっていると言われている。日本の利子源泉徴収制度は、国内の金融機関や機関投資家は通常非課税であるが、非居住者の場合は身元を確認しないと非課税にならないという問題があった。その手続きが煩雑で、海外投資家が保有しにくいと言われている。そのような点の改善を平成 11 年度以降累次にわたり行っている。平成 16 年度からは新たに、外国法人がグローバル・カストディアン経由 TB・FB を保有する場合にも、償還差益に対する源泉徴収を免除する。また、事業法人に対しても、国債の保有比率が低いので、税制を改善して保有比率の向上を図っている。

#### (4) 適切な債務管理

適切な債務管理とは、国債を発行した後、ストックとなっている国債を管理する手法である。ひとつは、買入消却である。小渕内閣の時の景気対策で 10 年債を大量に発行したため、平成 20 年度に 10 年債が大量に満期償還を迎えるが、国債の発行額および償還額を平準化すべく、20 年度償還の国債を買入消却している。その他、金利変動リスクをヘッジする目的で、金利スワップ取引を導入することになっている。

それからリスク分析であるが、理財局においても、金利変動リスクと調達コストの関係等を、コスト・アット・リスク分析やシナリオ分析等の定量的な分析を行い、発行計画や既発債の管理等に活用する方針である。

#### (5) 市場との対話等

市場との対話に関しては、最近証券会社や銀行との間で国債市場懇談会や国債投資家懇談会を 1~2 カ月に一度開催して、市場関係者や有識者の意見を聴取すると共に機関投資家のニーズをよりの確に国債管理政策に反映させるようにしている。これは米国等でも行っており、このような場で国債の発行政策について議論をする。

議論の結果については翌朝一番で議事要旨を発表している。このようにして、政策形成のプロセスの透明化に努めている。

今後は、この制度をさらに整備して、「国債市場特別参加者」（仮称）の導入と合せ、公的債務管理政策等について高い識見を有する民間人の意見を聞くための「アドバイザー・コミッティー」（仮称）を設立する方針である。これも米国で行っているやり方である。

また、公的債務の現状や政策について、分りやすい形で、年 1 回債務管理レポートを発表する予定であり、現在準備を進めている。

#### （6）国債管理体制の強化

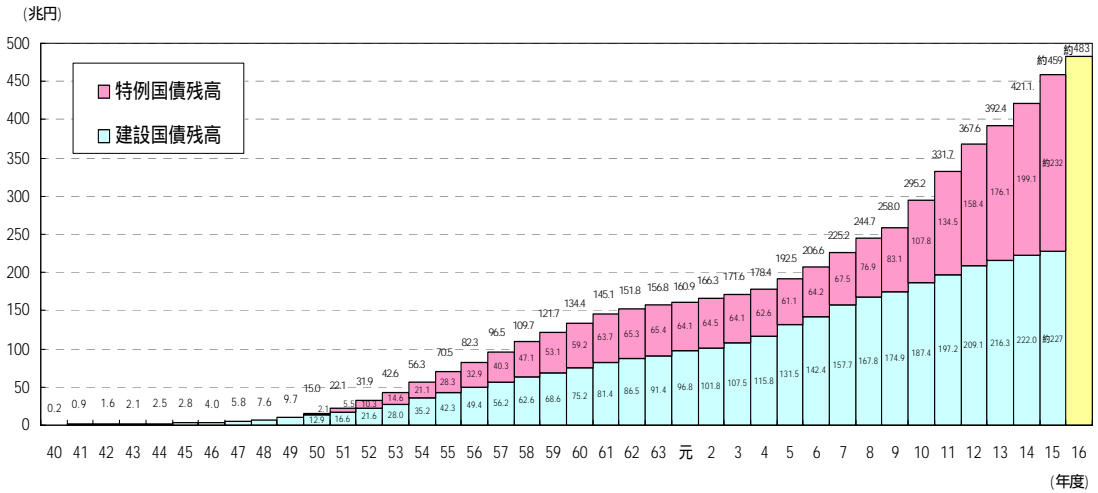
最後に、これは政策ではないが、色々と国債管理を充実させていくためには機構や定員を充実させなければならないということで、平成 16 年度予算において、機構の充実や定員の拡充が認められた。

機構の充実としては、国債担当審議官の新設、現在ひとつの課で行っている国債業務を 2 つの課に分けて、中でも企画立案機能を強化する。また、「市場分析官」という課長クラスのポストを新設して民間人を登用する予定である。

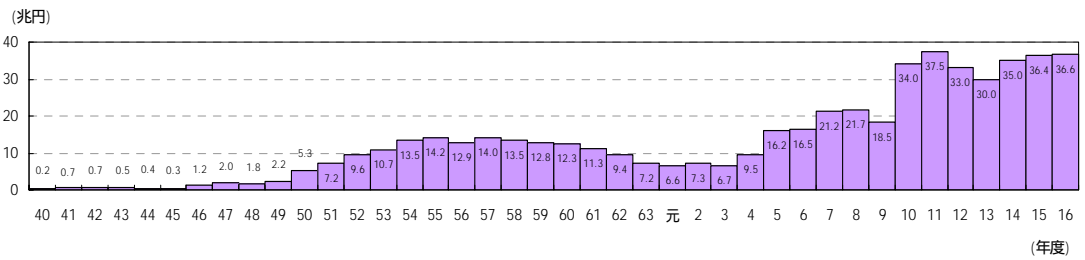
（2004 年 3 月 23 日：第 6 回委員会）

図表1 一般会計の債務

(1) 普通国債残高の推移



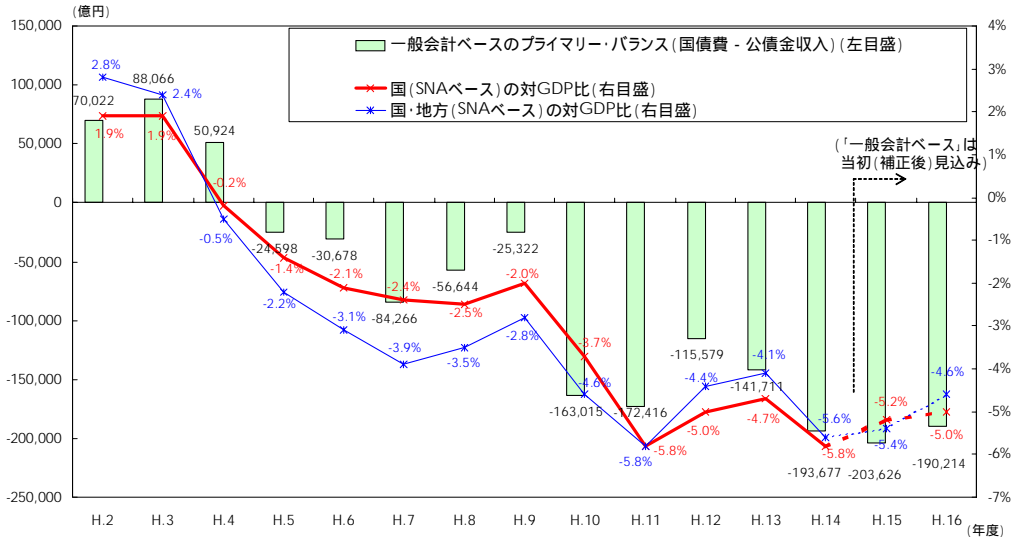
(2) 新規財源債発行額の推移



(注1) 計数は額面ベース。平成14年度までは実績、平成15年度は補正後見込み、16年度は当初見込み。

(注2) 特例国債残高には、国鉄長期債務、国有林野累積債務等の一般会計承継による借換国債が含まれる。

図表2 基礎的財政収支(プライマリー・バランス)



(注1) 「一般会計ベースのプライマリー・バランス」の各計数は、一般会計の公債金を除く(歳入から国債費以外の歳出を減じた金額。平成14年度までは実績。平成15年度は補正予算見込み、平成16年度は当初見込み。  
 (注2) SNAベース(対GDP)の各計数は、財政赤字 - ネット利払費(SNAベース)により算出。ただし、平成15年度及び16年度は内閣府試算。  
 (注3) SNAベース(対GDP)の各計数につき、平成10年度の計数には国鉄承継債務及び国有林野累積債務の一般会計承継に係る財政赤字が含まれない。

図表3 国債及び借入金並びに政府保証債務現在高

(単位：億円)

区分	平成15年9月末	対前年度末比の増減
<b>内 国 債</b>	5,301,690	259,153
普通国債	4,375,641	164,649
長期国債(10年以上)	2,859,292	61,362
中期国債(2年から6年)	1,140,894	71,510
短期国債(1年以下)	375,455	31,777
財政融資資金特別会計国債	845,368	89,724
長期国債(10年以上)	348,676	54,365
中期国債(2年から5年)	496,693	35,359
交付国債	1,539	845
出資国債等	21,756	331
日本国有鉄道清算事業団債券等承継国債	57,386	5,294
<b>借 入 金</b>	583,123	487,082
長期(1年超)	108,689	474,458
短期(1年以下)	474,434	12,624
<b>政府短期証券</b>	672,027	97,163
<b>合 計</b>	<b>6,556,840</b>	<b>130,765</b>

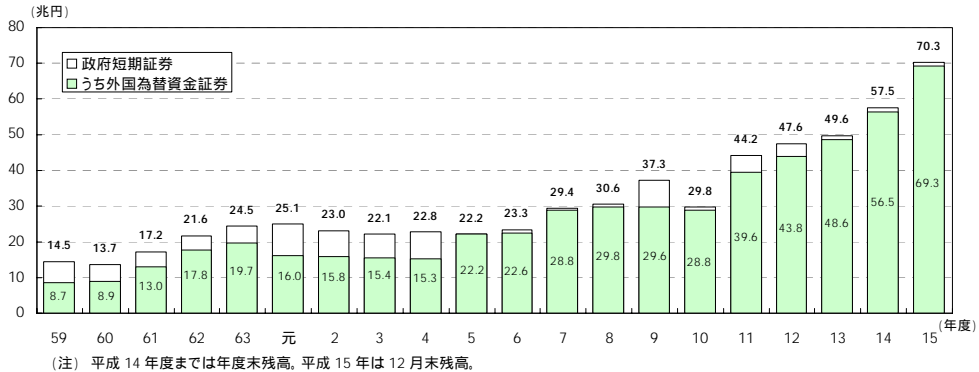
(政府保証債務現在高)

区分	平成15年9月末	対前年度末比の増減
政府保証債務	583,561	2,294

(注) 単位未満四捨五入のため合計において合致しない場合がある。

図表4 政府短期証券

政府短期証券の発行残高



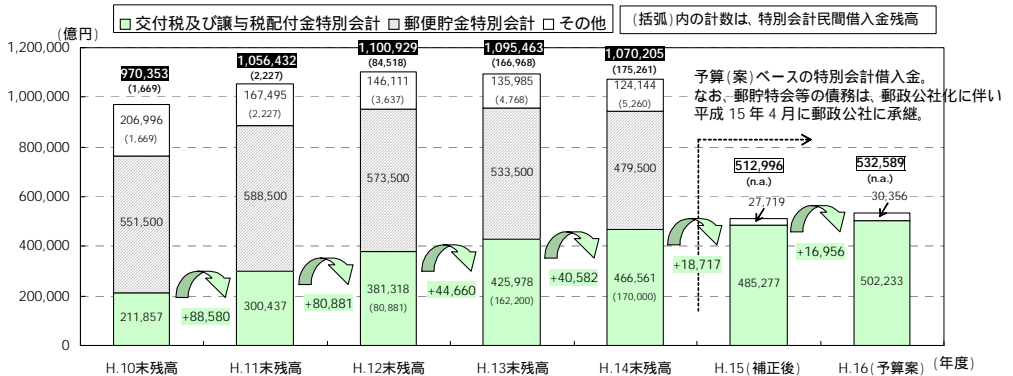
政府短期証券発行残高及び発行限度額の券種別内訳

(単位：億円)

	財務省証券	食糧証券	外国為替資金証券	財政融資資金証券	国有林野証券	石油証券	計
平成14年度末残高	0	9,610	565,254	0	0	0	574,864
平成15年12月末残高	0	8,640	692,553	0	0	2,160	703,353
(平成15年度発行限度額)	(240,000)	(12,000)	(1,000,000)	(150,000)	(600)	(7,713)	(1,410,313)
(平成16年度発行限度額)	(240,000)	(11,000)	(1,400,000)	(150,000)	(600)	(8,390)	(1,809,990)

(注) 平成15年度の発行限度額は補正予算ベース(外国為替資金証券について、790,000億円(当初)から1,000,000億円に補正)。

図表5 借入金



(参考) 地方財政計画における財源不足額とその主な補填措置

(単位：億円)

	平成11年度	平成12年度	平成13年度	平成14年度	平成15年度	平成16年度
地方財政の財源不足額	140,461	130,177	143,534	147,219	173,767	141,498
【財源不足の主な補填措置】						
地方交付税等の増額による補填	107,785	103,282	97,470	92,082	88,477	72,395
交付税特会借入(新規増) <sup>(注3)</sup>	88,580	80,881	44,660	40,582	17,544	16,956
地方債の発行による補填	31,563	25,537	44,736	53,856	84,040	67,924
臨時財政対策債発行			14,488	29,801	58,696	41,905

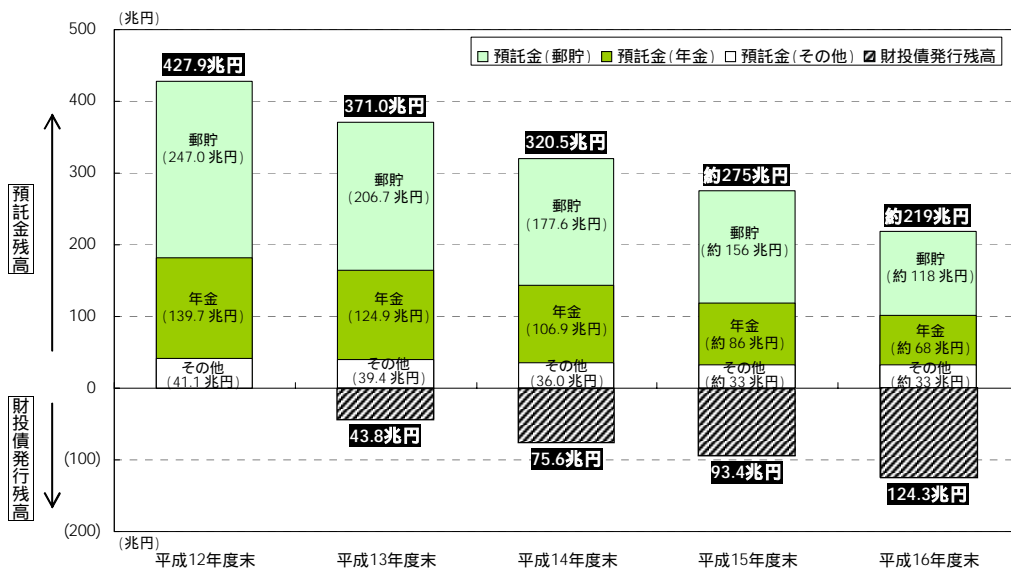
(注1) グラフ及び(参考)表中の各計数は、計数ごとに四捨五入したため、計において一致しない場合がある。

(注2) グラフ中の各計数は、平成14年度までは実績、平成15年度は補正後見込み、平成16年度は当初見込み、他方、(参考)表中の各計数は、地方財政計画(補正があった場合には補正後)ベース。

(注3) 「交付税特会借入(新規増)」の平成14年度以後の各計数は、借入金額(新規)から借入金償還額(臨時財政対策債に振替えられた分)が控除されている。また、平成15年度には、(参考)表に掲げた以外に国庫補助負担金の一般財源化に伴う交付税特会借入(1,172億円)が措置されている。

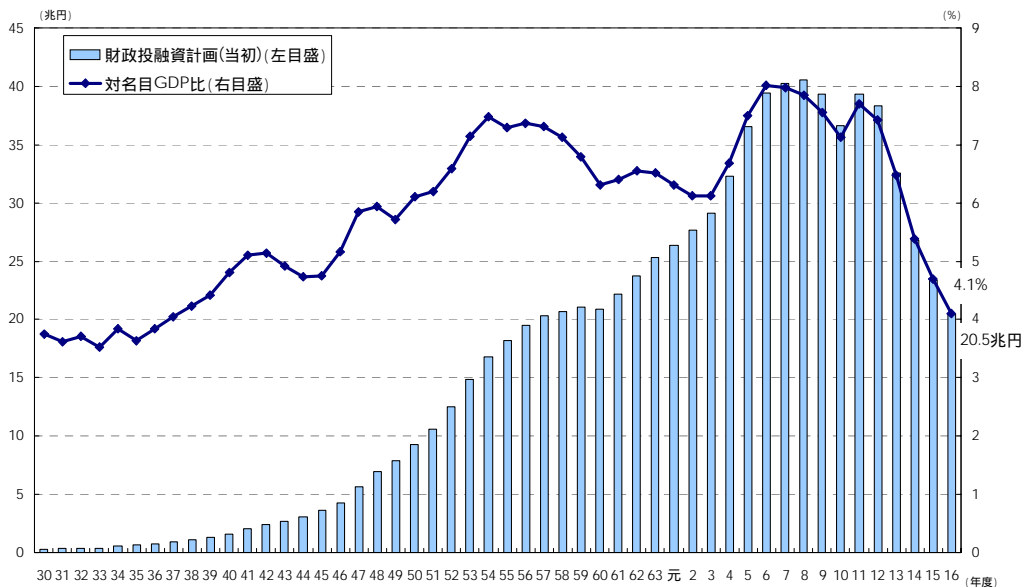
((参考)表の出典) 「地方財政要覧 平成15年12月」(財団法人地方財務協会)

図表6 財投債及び財政融資資金預託金残高の推移



- (注1) 計数ごとに四捨五入したため、計において一致しない場合がある。  
 (注2) 平成19年度末までの財投改革に係る経過期間終了時には、郵貯・年金からの預託金は、自主運用分見合分を除き基本的にゼロになる。  
 (注3) 平成15年度及び16年度の預託金残高及び財投債発行額は見込み額。  
 (注4) 預託金残高の「郵貯」及び「年金」は、義務預託分を計上している。

図表7 財政投融资計画(当初ベース)の推移



(注) 平成15年度及び16年度の名目GDPは見込み(=内閣府)に基づく。

図表8 国及び地方の長期債務残高

(単位:億円)

	国及び地方の長期債務残高							
	国		地方		重複分			
平成2年度	2,658,419	(59.1%)	2,003,181	(44.5%)	670,459	(14.9%)	15,221	(0.3%)
平成3年度	2,780,634	(58.9%)	2,087,890	(44.2%)	699,477	(14.8%)	6,733	(0.1%)
平成4年度	3,005,121	(62.1%)	2,237,579	(46.2%)	789,401	(16.3%)	21,859	(0.5%)
平成5年度	3,331,274	(69.3%)	2,456,577	(51.1%)	912,653	(19.0%)	37,956	(0.8%)
平成6年度	3,676,182	(74.8%)	2,687,328	(54.7%)	1,063,180	(21.6%)	74,326	(1.5%)
平成7年度	4,100,642	(82.0%)	2,969,906	(59.4%)	1,247,593	(25.0%)	116,857	(2.3%)
平成8年度	4,493,083	(87.4%)	3,245,295	(63.1%)	1,391,317	(27.1%)	143,529	(2.8%)
平成9年度	4,921,504	(94.5%)	3,574,710	(68.7%)	1,498,931	(28.8%)	152,137	(2.9%)
平成10年度	5,527,948	(107.9%)	4,077,755	(79.6%)	1,628,065	(31.8%)	177,872	(3.5%)
平成11年度	6,003,467	(118.2%)	4,487,768	(88.3%)	1,737,891	(34.2%)	222,192	(4.4%)
平成12年度	6,458,647	(125.8%)	4,907,475	(95.6%)	1,813,805	(35.3%)	262,633	(5.1%)
平成13年度	6,731,495	(134.4%)	5,139,483	(102.6%)	1,877,315	(37.5%)	285,303	(5.7%)
平成14年度	6,980,493	(140.3%)	5,357,097	(107.6%)	1,930,639	(38.8%)	307,243	(6.2%)
平成15年度	6,947,795	(139.5%)	5,276,475	(106.0%)	1,989,676	(40.0%)	318,357	(6.4%)
平成16年度	7,186,348	(143.6%)	5,476,805	(109.4%)	2,037,720	(40.7%)	328,177	(6.6%)

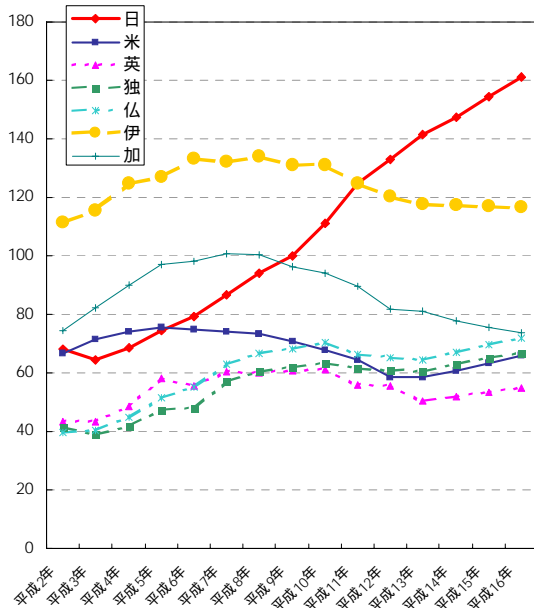
(注1) 平成14年度までは実績、平成15年度は補正後見込み、16年度は当初見込み。

(注2) 地方の長期借入金残高は、地方債残高、企業債残高のうち普通会計負担分及び交付税特会借入金残高のうち地方負担分の合計額を計上。

(注3) 合計は、各項目毎に四捨五入した数値を単純に足し合わせた額。

図表9 国及び地方の債務残高(SNAベース)の国際比較(対GDP比・暦年)

(単位:%(対GDP比))

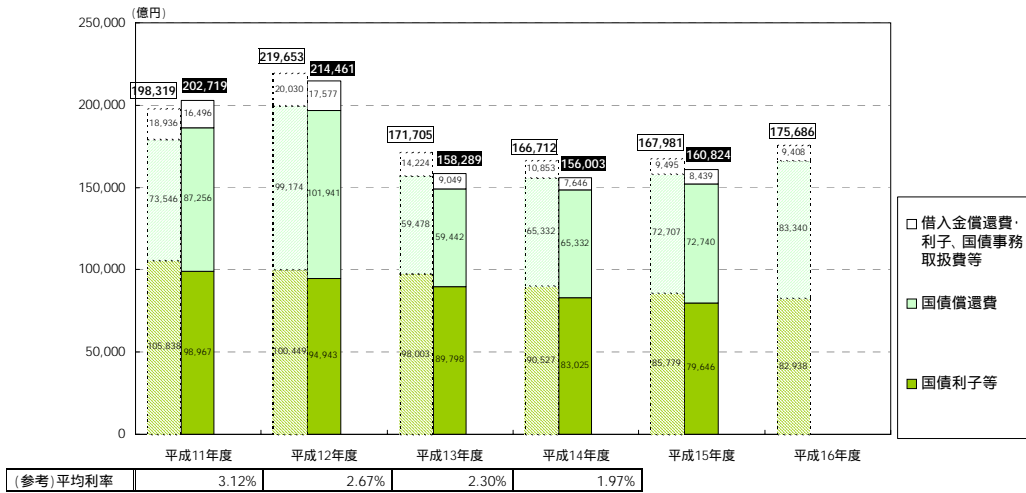


	日	米	英	独	仏	伊	加
平成2年	68.3	66.6	43.4	41.5	39.5	111.6	74.5
平成3年	64.5	71.4	43.5	38.9	40.3	115.5	82.1
平成4年	68.4	74.0	48.5	41.8	44.7	125.0	89.9
平成5年	74.3	75.6	58.0	47.4	51.6	126.9	96.9
平成6年	79.3	74.8	55.6	47.9	55.3	133.3	98.2
平成7年	86.6	74.2	60.5	57.1	62.9	132.4	100.8
平成8年	93.9	73.5	60.0	60.3	66.5	134.2	100.3
平成9年	99.9	70.8	60.8	61.8	68.2	131.2	96.2
平成10年	111.2	67.6	61.0	63.2	70.4	131.2	93.9
平成11年	124.9	64.5	55.8	61.6	66.2	125.0	89.5
平成12年	133.1	58.7	55.6	60.9	65.2	120.4	82.0
平成13年	141.5	58.7	50.4	60.5	64.5	117.8	81.0
平成14年	147.3	60.8	52.0	62.8	67.0	117.4	77.8
平成15年	154.6	63.4	53.5	65.3	69.5	117.1	75.6
平成16年	161.2	66.0	55.0	66.7	72.0	116.7	73.6

(注) 計数はいずれも一般政府。

(出典) OECD/エコノミック・アウトック 74号(平成15年12月)。

図表10 一般会計国債費



(注1) 計数ごとに四捨五入したため、計において一致しない場合がある。  
 (注2) 左側棒グラフ(破線)は当初予算ベース、右側棒グラフ(実線)は実績(ただし、平成15年度の右側棒グラフ(実線)は補正予算ベース)。  
 (注3) 平均利率は、利付債の表面利率の加重平均である。  
 (注4) 平成11年度及び12年度の国債償還費には、預金保険機構特別業務基金国債の償還財源として一般会計から繰入れられた34,279億円(平成11年度)、45,000億円(平成12年度)が含まれる。  
 (注5) 平成16年度の国債償還費には、13年度第2次補正予算において措置されたNTT無利子貸付(Bタイプ)に係る産投特会受入金相当額(4,169億円)が含まれる。

図表11 普通国債の残存年限別金利

普通国債の利率別現在額と残高合計に占める割合(2003年12月末)及び利率加重平均

利率(%)	現在額(億円)	割合(%)	利率(%)	現在額(億円)	割合(%)	利率(%)	現在額(億円)	割合(%)
7.30	3,150	0.07	3.30	102,530	2.31	0.86	9,988	0.22
6.80	9,318	0.21	3.20	64,953	1.46	0.80	60,123	1.35
6.70	4,008	0.09	3.10	64,609	1.45	0.77	12,918	0.29
6.60	3,174	0.07	3.00	71,586	1.61	0.76	5,991	0.13
6.30	2,984	0.07	2.90	78,528	1.77	0.70	87,804	1.97
5.90	3,730	0.08	2.80	26,836	0.60	0.69	8,992	0.20
5.70	41,403	0.93	2.70	36,557	0.82	0.68	7,992	0.18
5.60	14,016	0.32	2.60	63,286	1.42	0.62	8,997	0.20
5.50	3,690	0.08	2.50	43,934	0.99	0.61	5,993	0.13
5.30	16,373	0.37	2.40	29,957	0.67	0.60	88,800	2.00
5.00	25,532	0.57	2.30	26,552	0.60	0.58	17,985	0.40
4.90	8,593	0.19	2.20	42,086	0.95	0.55	8,991	0.20
4.80	11,096	0.25	2.10	41,916	0.94	0.53	7,996	0.18
4.70	15,846	0.36	2.00	110,407	2.48	0.50	179,438	4.04
4.60	68,687	1.54	1.90	249,570	5.61	0.48	7,998	0.18
4.50	20,534	0.46	1.80	191,402	4.30	0.44	9,986	0.22
4.40	27,043	0.61	1.70	107,116	2.41	0.40	55,569	1.25
4.20	19,159	0.43	1.60	124,272	2.79	0.30	151,169	3.40
4.10	28,077	0.63	1.50	157,950	3.55	0.26	8,989	0.20
4.00	12,205	0.27	1.40	237,556	5.34	0.23	3,833	0.09
3.90	23,800	0.54	1.30	137,434	3.09	0.20	47,479	1.07
3.80	11,970	0.27	1.20	80,829	1.82	0.10	333,494	7.50
3.70	22,777	0.51	1.10	117,173	2.63	0.05	2,802	0.06
3.60	12,205	0.27	1.00	91,011	2.05	0.00	8,991	0.20
3.50	13,360	0.30	0.90	115,482	2.60			
3.40	45,118	1.01	0.87	9,985	0.22			
						無利子	413,265	9.29
						合計	4,446,946	100.00
利率加重平均		1.77%						

(注) 1. 利率別は、表面利率(変動利付債は適用利率)による。  
 2. 「無利子」は、割引国債である。  
 3. 利率加重平均の計算には、無利子の分を除いた。  
 4. 単位未満四捨五入のため、合計において合致しない場合がある。



図表12 平成16年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算

(単位:兆円)

		平成15年度	平成16年度	平成17年度	平成18年度	平成19年度
歳出	一般歳出	47.6	47.6	49.0	49.9	51.0
	社会保障関係費	19.0	19.8	20.9	21.9	23.0
	公共事業関係費	8.1	7.8	7.8	7.8	7.7
	その他	20.5	20.0	20.2	20.2	20.4
	地方交付税等	17.4	16.5	17.2	17.3	19.7
	国債費	16.8	17.6	18.8	19.7	20.4
	NTT無利子貸付償還時補助		0.4	0.8	0.8	0.4
	計	81.8	82.1	85.9	87.8	91.5
税収等	税収	41.8	41.7	42.5	43.9	45.2
	その他収入	3.6	3.8	4.1	4.0	3.5
	計	45.3	45.5	46.6	47.9	48.7
差額(公債金等)		36.4	36.6	39.3	39.9	42.8
〔参考〕一般会計ベースのプライマリー・バランス <sup>〔注3〕</sup>		19.6	19.0	20.5	20.2	22.4
<経済指標の前提>						
名目経済成長率(%)		0.1%	0.5%	1.25%	2.00%	2.50%
消費者物価上昇率(%)		0.2%	0.2%	0.50%	1.00%	1.50%

(注1) 平成15年度の歳入・歳出は当初予算額。また、平成15年度及び16年度の経済指標の前提は政府経済見直しによる。

(注2) 平成16年度以降、平成13年度第2次補正予算において措置されたNTT無利子貸付(Bタイプ)につき、償還時補助を計上したほか、国債費には産業投資特別会計受入金相当額を計上、その他収入には産業投資特別会計受入金を計上。

(注3) 「一般会計ベースのプライマリー・バランス」の各計数は、一般会計の国債費を除く歳出から公債金以外の歳入を減じた金額。なお、「差額」が全て公債金であるとの仮定に基づき試算している。

(出典) 「平成16年度予算の後年度歳出・歳入への影響試算」(ただし「一般会計ベースのプライマリー・バランス」は、出典資料に基づき財務省理財局試算。)

図表13 構造改革と経済財政の中期展望 2003年度改定

イ、経済の展望

「構造改革と経済財政の中期展望 2003年度改定」の記述	内閣府作成・参考資料中の試算						
	年度	H.15 (2003)	H.16 (2004)	H.17 (2005)	H.18 (2006)	H.19 (2007)	H.20 (2008)
2004年度については、実質成長率は1.8%程度、名目成長率は0.5%程度となる見込みである。集中調整期間後については、実質成長率は1.5%程度あるいはそれ以上、名目成長率についても徐々に上昇し、2006年度以降は概ね2%程度あるいはそれ以上の成長経路を辿ると見込まれる。	実質成長率	2.0%	1.8%	2.0%	2.0%	2.1%	2.1%
	名目成長率	0.1%	0.5%	1.4%	2.1%	2.5%	2.9%
	物価上昇率 (消費者物価)	0.2%	0.2%	0.5%	1.2%	1.5%	1.9%
	名目長期金利	1.1%	1.3%	1.5%	1.8%	2.3%	2.8%

ロ、基礎的財政収支(プライマリー・バランス)

2002-2003年度とGDP比5%台半ばで推移している基礎的財政収支の赤字は、2004年度から縮小に向かうものと見込まれる。	年度	H.15 (2003)	H.16 (2004)	H.17 (2005)	H.18 (2006)	H.19 (2007)	H.20 (2008)
	2007年度以降も、それ以前と同程度の財政収支改善努力を行うと同時に民間需要主導の持続的成長を実現することにより、2010年代初頭における基礎的財政収支の黒字化を目指す。	〔基礎的財政収支(GDP比)〕					
国		5.2%	5.0%	4.7%	4.1%	3.6%	3.2%
地方		0.1%	0.3%	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%
合計		5.4%	4.6%	4.1%	3.4%	2.9%	2.5%
公債等残高(兆円)		639.6	674.2	706.0	736.0	764.6	791.5
<GDP比>		128.4%	134.7%	139.1%	142.0%	143.9%	144.7%
-般政府支出(兆円)		182.1	181.4	182.5	185.5	190.0	195.8
<GDP比>		36.6%	36.2%	36.0%	35.8%	35.8%	35.8%

(注) 「構造改革と経済財政の中期展望 2003年度改定」には、左欄の引用部分に関し、「ここで述べた経済や財政に関する将来展望には種々の不確実性が伴うため、相当の幅を持って理解されるべきである。」と述べられている。

図表14 平成16年度国債発行予定額

国債発行計画

< 消化方式別発行額 > (単位：億円)

区分	15年度当初	16年度予定	
	(a)	(b)	(b)-(a)
30年債	16,000	20,000	4,000
20年債	48,000	69,000	21,000
15年債	55,000	60,000	5,000
10年債	228,000	228,000	-
5年債	228,000	229,000	1,000
2年債	209,600	192,505	17,095
短期国債	341,709	341,709	-
物価連動国債	1,000	6,000	5,000
市中発行分計 (除く短期国債)	1,127,309 (785,600)	1,146,214 (804,505)	18,905 (18,905)
郵貯窓販	21,000	23,000	2,000
日銀乗換	64,419	132,193	67,774
財政融資資金乗換	4,000	10,000	6,000
財政融資特会債 経過措置分	185,500	296,000	110,500
郵便貯金資金	99,600	197,000	97,400
年金資金	56,500	75,000	18,500
簡易生命保険資金	29,400	24,000	5,400
公的部門計	274,919	461,193	186,274
個人向け国債	12,000	16,000	4,000
合計	1,414,228	1,623,407	209,179

< 発行根拠法別発行額 > (単位：億円)

区分	15年度当初	16年度予定	
	(a)	(b)	(b)-(a)
新規財源債	364,450	365,900	1,450
建設国債	64,200	65,000	800
特例国債	300,250	300,900	650
借換債	749,678	844,507	94,829
財政融資特会債	300,100	413,000	112,900
(市中発行分)	(114,600)	(117,000)	(2,400)
(経過措置分)	(185,500)	(296,000)	(110,500)
合計	1,414,228	1,623,407	209,179

(注1) 各計数ごとに四捨五入したため、計において符合しない場合がある。

(注2) 買入消却については、15年度は約1兆円、16年度は約2兆円実施する予定である。

(注3) 16年度の日銀乗換のうち、4,000億円は、日銀から買入消却を行うことに伴う借換債を日銀が引き受けるものである。

(注4) 財政融資資金乗換は、財政融資資金から買入消却を行うことに伴う借換債を財政融資資金が引き受けるものである。

(注5) 15年度の20年債については、市場関係者の要望等を踏まえ、借換債の年限振替により、発行額を当初予定(4兆8,000億円)から6,000億円増額(2年債の発行額を6,000億円減額)することとしている。

(注6) 15年度の個人向け国債については、発行額が当初予定(1兆2,000億円)を上回る見込みである。

(注7) 15年度の新規財源債については、15年度補正予算により、当初予定の発行額から建設国債を2,730億円増額、特例国債を2,730億円減額することとしている。

図表15 保有者層の多様化

主要国との比較

所有者	【日本 (H.15年12月末)】		【米国】	【英国】	【ドイツ】
	所有額(億円)	割合	(H.15年12月末)	(H.14年3月末)	(H.15年3月末)
政 府 等	2,359,487	42.5%	15.1%	4.0%	0.0%
うち 財政融資資金	553,188	10.0%			
郵便貯金	858,725	15.5%			
簡易生命保険	533,166	9.6%			
中 央 銀 行	832,300	15.0%	16.7%	5.5%	0.3%
銀行、民間保険会社、企業年金等	1,832,642	33.0%	9.5%	68.6%	41.6%
うち 預金金融機関	1,111,876	20.1%	3.9%		
証券投資信託	80,209	1.4%	7.4%		
証 券 会 社	68,007	1.2%	0.9%		
海 外	168,692	3.0%	37.1%	12.2%	40.4%
家 計	133,796	2.4%	11.6%	9.6%	17.7%
対家計民間非営利団体	62,972	1.1%			
非金融法人企業	7,192	0.1%	1.7%	0.1%	
合 計	5,545,297	100.0%	(\$ 40,082 億)	(£ 2,788 億)	(13,113 億ユーロ)

(注1) 米国については、連邦政府が社会保障信託基金等、政府勘定向けに発行した非市場性国債を含まない。なお、こうした政府勘定向けの非市場性国債の残高は、平成15年12月末現在、30,070億ドル(出典:Treasury Bulletin)。

(注2) 各国間で部門や取引項目の分類方法等が若干異なっている。

(注3) ドイツのデータは公共債

(出典) 日本:資金循環統計(日本銀行)、米国:Flow of Funds Accounts of the United States(FRB)、英国: Bank of England Quarterly Bulletin, Bank Return(BOE)、ドイツ:Deutsche Bundesbank Monthly Report(2003年9月号)

## 第3章 財政と長期金利について

(株)野村総合研究所研究理事 富田 俊基 氏

### 1. マーケットが見る財政危機の現状

まず、現在の国債市場が財政をどのように評価しているのかについて説明したい。図表 1 は国債残高（国債に政府短期証券および特別会計の借入金を含む、国が最低限返済義務を負う債務）を分子に、分母に経済規模を取った比率の推移である。この比率は 2001 年度末で 134%に達している。この数字を過去に振り返ると昭和 18 年、1943 年の水準とほぼ同様である。政府は 2013 年にプライマリー・バランスを黒字化すると言っているので、少なくとも 2013 年までは、この比率は上昇を続ける。このグラフを見ると、1990 年代に入ってから上昇の角度は、日本が戦争に突入した時期の状況と同じくらい鋭角的に上昇してきた。

これをマーケットはどのように評価しているかという点、2003 年末に BIS（国際決済銀行）が図表 2 を含む論文を発表している。この「ソブリン・クレジット・デフォルト・スワップ取引」の表は、その国の信用力を取引するマーケットの取引高を示している。つまり、その国の信用力が低下すると思う人は、その国債の信用力を売却する。反対に、信用格付けが上がると思う人は、その信用力を購入する。別の表現をすると、現在の信用力に見合う金利が、国際金融市場で付いていれば、取引をする必要はないが、リスクを反映した金利が、その国の国債に上乘せられてないと思う人は、その国の信用を売ってヘッジをする。図表 2 には、2000 年から 2003 年における取引高が出ていて、日本は 3 番目にランクされている。このような取引の性格上、およそ信用力が高くて安定している先進主要国は、このマーケットに出てこないが、ブラジル、メキシコに次いで日本の取引高は多かった。この取引における日本のシェアは 8.1%ある。右側の格付けはムーディーズと S&P の格付けの平均を示している。

2001 年に日本の取引高はメキシコを抜いて第 2 位であった。これは、2001 年当時の国際金融市場で、日本の信用力に対して付いている金利では、リスクをカバーするのに不十分であると考える投資家が多く、取引高が非常に増えたと類推できる。

そして 2002 年に日本の格付けが、実際に引き下げられた後は、取引高はかなり減少した。2004 年 3 月、S&P は、日本国債の格付けについて、これまでネガティブとしていた見通しをステーブルに変更した。その背景として、ソブリン・クレジット・デフォルト・スワップ取引における日本国債の取引が非常に減少してきたことが考えられるのではないかと。

言葉を変えると、日本国債の信用力が低いという評価が国際金融市場で定着してきたことを図表 2 は示している。どのように日本の信用力が低下しているか、それが金利に反映しているかについて図表 3 で見ることにする。

図表 3 は国際協力銀行のドル建て政府保証債を例としているが、日本政府保証債であればどれでも同じである。比較の対象としては、ドル建てアジア開発銀行債を取っている。いずれも 2009 年 9 月あるいは 11 月満期の、ほぼ同じ償還年限である。この 2 つの債券の利回り格差は、現状 20 ベーシスポイント、つまり 0.2% 程度開いている。日本政府保証のドル建て債券に対しては 0.2% 程度アジア開銀債よりも高い金利が付いている。米国国債と比べれば、さらに大きな金利差が求められていることになる。しかもこの債券は満期が 2009 年であり、今から 5 年半程度の債券であるが、10 年債であればより大きな金利差が求められざるをえないということである。だいたい米国 10 年国債に対して日本の 10 年国債は、ドル換算した場合に、0.3 から 0.4% 程度高い金利になっている。それだけ高いプレミアムを求められている。

もうひとつの例が図表 4 であるが、日本の政府保証債とドイツの政府保証債を、円ベースで比較している。ドイツの復興開発金融公庫は円でファイナンスを行った。満期は 2010 年で、残存 6 年であるが、この債券に対して 10 ベーシスポイント、0.1% 程度格差が出ている。

このように円でも、ドルでも、日本国債にはリスクプレミアムが付いていることを図表 3 と 4 は示している。国内において、まだまだ金利が低くて大丈夫と言われるが、すでにリスクプレミアムが付いている。

戦前の高橋是清財政では国債を大量に発行し、日本銀行が国債を引き受けて市中に売却した。その時の利回り推移が、図表 5 の太い実線で示している第 1 回 4 分利債である。この国内発行の 4 分利債の利回りは、1931 年末から急速に低下して

大体 4%で終戦まで推移した。これに対して日本が 1899 年にポンド建てで発行した国債の利回り推移が、英貨 4 分利債と示してある細い実線である。両者の利回りは関東大震災が起きた時に、英貨建て国債の利回りは上昇したが、1931 年まではそれほど大きな開きはなかった。金本位制に復帰した 1930 年には、格差がかなり縮小したが、1931 年以降、英貨建ての国債利回りは 10%を超えてしまう。両者の利回りが、このように乖離したのは、資金が海外に流出しないように資本流出規制をかけたことに因る。1932 年 7 月の「資本逃避防止法」導入により、国内と海外で金利が分断されたため、海外で信用力の低下から国債の利回りが上昇しても、国内では低金利を続けることができた。以上を示したのが、図表 6 である。英貨 4 分利付国債の価格は、どんどん下落する。それに対して、資本逃避防止法により国内だけで超金融緩和を続けた結果、第 1 回 4 分利付国債は 100 円前後で終戦まで推移した。

今日も歴史上稀に見る超金融緩和を行っている。しかしながら非常に大きな資本移動が行われており、当時とは様相が異なるので、マーケットが警告を発しないで、とんでもないことが起こってしまうことはないと考えている。

ただ日本の貯蓄にはホームカンントリーバイアスといって、国内に資金を留め置く傾向が強い。これは文化的・歴史的な背景から生じているわけではなく、むしろ制度的なものであり、国民がその制度の下で、合理的な選択をした結果であると思う。例えば、銀行預金は絶対に安全であると思われる。銀行は潰れても銀行預金は安全であるという神話が、1990 年代になって生まれた。そのためホームカンントリーバイアスというか、外国に資金が流れないことによって、国内金利が、異常に低く据え置かれていると考えられるのではないか。

## 2 . 国債の本質 国債は北極星

### (1) なぜ預貯金が選好されるのか

日本においてなぜ預貯金が選好されるのかという問題について考えてみたい。図表 7 は“Capital Market Line”（資本市場線）を示している。これは横軸に金融資産のリスクをとり、縦にリターンをとっている。両者の関係は、右上がりの直線になる。つまり高いリスクをとれば、高いリターンが期待できる。縦軸との接点が、

リスクフリーレートで、これは国債の金利である。つまり国債というのはどこの国においても、最も信用力が高い、リスクがゼロ、リスクフリーである。右の方には、よりリスクの高い銀行預金や社債が並んでいる。それに対して投資家が、この線の上で金融商品を選ぶわけである。

ところが日本は、この Capital Market Line が折れ曲がっている。その原因は、銀行預金が絶対安全と思われていることである。1980年代までは、いわゆる護送船団方式により銀行不測神話ができ、90年代には銀行が潰れても、預金は全額保護され、個人も企業も銀行預金は絶対安全であると思っている。郵便貯金も公社化されても、預金保険料を支払わずに、全額保証されている。その他にも、例えば中小企業信用保証を中小企業が使えば、中小企業への貸出は国債への投資と全く同じリスクになる。あるいは政府機関が発行する債券も、政府保証が明示的に付いていれば、国債と同じで低い金利になるが、政府保証が付いていない財投機関債も低い金利で、あたかもリスクフリーのようになっている。また地方債も同様である。このように、日本は信用リスクに対して、政治が介入するという仕組みになっており、それが故に、ホームカンントリーバイアスも働いているということが言える。

## (2) 国債の本質

### 信用リスクフリー

さらに重要な問題は国債の本質が日本では明示的に現れていないことである。国債の本質とは、その国の金融資産の中で唯一信用リスクのない資産、信用リスクフリーの資産、ということである。どこの国においても、金融資本市場の中心は国債である。国債の金利を基にしてリスクに応じた金利が付けられる。そのような意味で、私は「国債は北極星である」と表現している。北極星を軸にして金利が決まってくる。

ところが日本は、北極星の周りに暗黒星雲が漂っている。その暗黒星雲というのが、潰れても保全される銀行預金であり、郵便貯金であり、財投機関債や地方債である。そのことが、おそらく日本のマーケット機能を削いでいる最大の要因であると思う。個人は、リスクマネーよりも、潰れても保護される銀行預金を選好する。だから銀行預金がますます増え続ける。しかし銀行はリスクのある金融資産には投

信しない。この点に関しては、後ほど国債の保有構造に現れた特徴として説明する。

ここで注意すべきなのは、信用リスクに政治が介入していることによって、金融資本市場の機能が阻害されているということである。それによって国債市場の金利上昇が防がれているとは言わないが、市場機能の阻害という点に注目すべきである。もう一点は、信用リスクに介入することにより、国が国債以外にも、大きな偶発債務を抱えているという点である。例えば、りそな銀行が潰れたら 2 兆円投入した。信用リスクに介入したことにより、国民負担が増えているわけである。さらに財投機関債なり、地方債なりの信用リスクを減らすように政府が介入していることにより、地方公共団体の行動が財政規律を失ったものになってしまい、国民負担を拡大している。このように信用リスクへの介入は、金融資本市場の機能を阻害しているだけではなく、国債以外に巨額の偶発債務を発生させている要因になっていると思う。

信用リスクへの介入をどのように解除していくかということが、普通の国の金融資本市場になるための重要な課題であると認識している。

#### 市場流動性が高い

国債の本質は、信用リスクフリーであるという点に加え、流動性が高いという点にある。すなわちいつでも売買したい時に売買できる。あるいは大量の国債が発行されても、それがマーケットに大きな影響を与えないということである。

### 3 . 進展した国債市場の整備

各国の国債管理政策は、米国を始めどの国も流動性を高めることに重点が置かれてきた。日本もこの数年間、国債市場の整備が進み流動性が高いものになってきた。

取引税もかからない。FB も日本銀行引き受けであったが、1999 年 4 月以降は公募入札発行になっている。

また 2000 年の 5 年物国債の発行も大きな変化である。それまでは 5 年物利付金融債を発行していた興長銀への配慮から、5 年を避け 3 年、4 年、6 年物国債を発行していたが、興長銀が潰れたり、金融資本市場発展の中で、5 年国債が発行された。現在 5 年国債は、10 年国債、2 年国債と並び中心的な銘柄となっている。



2001年には4年債、6年債の発行を中止して5年債に一本化した。

10年債についても、競争入札の比率を高めている。全額シ団引受の構造であったが競争入札の比率を拡大し、2003年4月からは10年債の8割は公募入札発行されており、2割だけが固定シェア引受である。10年債が全体の2割あり、そのうち2割だけが固定シェア引受となった結果、すべての国債の中でシ団引受、固定シェア引受は4%にすぎず、96%は公募入札発行である。

さらに、入札日に金利が上がるリスクをできるだけ軽減するため、入札日前発行を2004年3月から実施した。WI取引と言い、入札日前に取引を始める。例えば2兆円が入札で発行されると、金利は少し上がるかもしれない。そのショックを入札日前発行により吸収している。米国では、入札日前発行の前に取引するWWI取引ということまで行われている。このようにして、国債の大量発行に伴って生じる金利上昇リスクを軽減している。

このように日本の国債の発行市場、流通市場は、短期間に市場機能の改善を遂げてきていると思う。残された課題は信用リスクへの介入であり、これがマーケットを阻害しているのではないか。

#### 4. 2003年夏の金利上昇と市場流動化

市場整備が進んできたと実感したのは、2003年夏の金利上昇の際である。2003年6月12日に10年債利回りは0.44%まで低下したが、9月2日には1.61%まで上昇した。この時期5月から6月上旬にかけて、グリーンズパンFRB議長がデフレ懸念を強く唱えていたが、超金融緩和を唱える連銀理事が就任し金融緩和期待から米国の金利は大きく低下し、ドイツでも金利が下がった。日本は景気指標がかなり良くなっていたが、まだ景気回復の実感がない時期であった。しかしその後、米国でデフレ期待は修正され、大きな金利上昇に遭遇した(図表8の右端)。その結果日本は、10年債利回りが0.44%から1.61%まで上昇した。

これは非常に大きな期待の修正である。図表8の右端が示すように、この時国債市場で価格変動は非常に大きかった。しかしその価格変動を、金利スワップ市場、債券レポ市場、あるいは先物市場という国債市場だけではなく関連するマーケットでショックを吸収した。当時新聞報道等では、金利が一方方向に動いている、銀行

は同じようなポートフォリオなので、同じような行動を取ったため金利が急上昇したと論じていたが、実態は異なっていた。例えば、都銀は 5 年債を多く保有しており、5 年債を売るとますます苦しくなるので、国債を売る代わりに金利スワップ取引を活用した。つまり図表 9 が示すように、5 年国債と 10 年国債との T L スプレッド（国債とスワップの金利差）が拡大しているが、これは 5 年国債の金利スワップを売ったことによる。単に国債市場で国債を売ることによってリスクをヘッジするのではなくて、関連市場でリスクをヘッジしながら危機を乗り越えた。

このような手法は、1998 年に LTCM の危機が生じた際に米国でも取られている。やはりスワップ取引やレポ取引を使いながら大きな金利上昇を乗り越えた。したがって、日本の国債市場も、流動性の向上という点では大きな成果があったと考えている。

## 5 . いわゆるプライマリーディーラー制の導入

さらに 2004 年度には、日本型のプライマリーディーラー制度を導入の予定であり、当局と証券・銀行との間で制度の設計が行われている。国債引受シンジケート団の引受シェアは現在 4%であるが、おそらくゼロとなるような方向だろう。しかし、大量に国債を発行しているのでシ団引受というアンカーがないと札割れ等のリスクに対応できない。したがって、日本版プライマリーディーラーでは、入札に際して応札責任、即ち 1 回ごとの入札に際してリーズナブルな値段で 3%以上は応札し、1%以上は必ず落札するという責任条項を設ける予定である。

図表 10 に国債の発行方法の推移を示した。10 年国債は 1975 年には 100%10 年債であり、100%シ団引受であった。現在は 10 年債は 2 割発行されているが、シ団引受のシェアはその 2 割である。このように国債は古いイメージでは考えることのできないマーケットになってきている。

なお、図表 10 に「中期」とあるのは、基本的に 2 年債と 5 年債で、「短期」は 1 年債である。現在国債は、1 年、2 年、5 年、10 年がだいたい毎月 2 兆円ずつ発行されている。「超長期」は 20 年と 30 年である。

## 6 . 国債保有構造の問題

次に、日本の国債保有構造を見る。図表 11 に米国との対比を示した。米国は 2003 年 3 月末に 3 兆 6 千億ドルの国債残高があった。この数字は非市場性国債を除いており、売買可能な国債残高である。

日本との最大の違いは、米国の公的年金はすべて非市場性国債で運用されている点である。非市場性国債というのは、市場とは売買できない、満期まで保有する国債である。その金額は 2003 年 3 月末で 2 兆 7 千億ドルを超えている。市場性国債残高に対比して、巨額の国債を保有している。

一方、日本の公的年金は、市場性国債を保有し、内外の株式や外国債券も購入している。財投改革の時に自主運用と称して、国民から強制徴収した保険料で、株式を購入する仕組みを作ってしまった。今度は運用に失敗すると大臣の責任になるということで、独立行政法人に行わせようとしているようである。強制徴収したものを勝手に運用してしまうということはないことである。

市場性国債であればよいのではないかという考えもあるが、巨額な市場性国債を公的年金や郵貯が持っているだけで、マーケットにとっては非常な脅威である。非常に大きなプレーヤーが、いつ買うか、いつ売るかわからないということになる。

次に、中央銀行による保有比率は、日本は最近保有比率が増加しているが、日米の比較ではあまり変わらない。しかし日本は民間銀行の保有が多い。この点に関してよく考える必要がある。つまり、国よりも信用力が低い民間銀行が大量の国債を保有して、給料や金利を支払い続けることができるのかという問題である。銀行預金は短期間であるので、5 年国債を保有していれば、イールドカーブが右上がりの時はある程度利益を上げることができるかもしれない。しかし問題は、国よりも信用力が低い銀行が国債を大量に持ち続けていることにある。米国の商業銀行の国債保有は、商業銀行の資産のうち 1.8% にすぎない。日本は 1 割も保有している。米国の商業銀行は、完全に流動性準備として期間の短い国債を保有している。

また大きな違いは、非居住者による保有が少ない点である。海外の保有シェアは 4% にすぎない。米国は約 34% を非居住者が持っている。これには日本の円高抑制のための介入も含まれているが、ヨーロッパ諸国も 4 割程度は非居住者が保有しているので、日本の 4% という数字は極めて低い。かつては日本の税制に原因があ

ると言われた。その後 2001 年 4 月に非居住者の利子非課税制度を拡大したりして対応してきた。現在の問題は、信用力の低い国債を中央銀行は保有しないことにある。かつては現先で中央銀行が国債を保有したりした。当時、日本の格付けはトリプル A であった。今はシングル A であり、海外の中央銀行は日本国債を保有しない。

円の国際化が重要であるという議論が今でもあるが、なかなか進まない。それは税制でカバーできる問題ではないからである。流動性の高いことも、円が国際化するためには重要であるが、今は信用力が低いことが問題なのである。4%という外国人保有比率を、直接改善する方法はない。財政を健全化するしか方法はない。円の国際化は財政の健全化より始まるということである。

また、郵貯・簡保が国債を保有しているので、その他公的部門の保有比率が高い。信用リスクに対する政治の介入ということが、様々に歪な国債の保有構造をもたらしている。

## 7 . 2013 年プライマリー・バランス確保について

政府は 2013 年にプライマリー・バランスの黒字を実現するといっているが、その見通しは、図表 12 が示す通り、2010 年代になると 3.5%、3.75%という高い名目経済成長率を前提としている。

加えてプライマリー・バランス黒字化のためには、歳出の削減と増税が必要になる。これに対して、経済財政諮問会議は何ら明らかにしていない。モデルで計算したという説明であるが、なぜそのようになるのか説明されていない。

図表 12 の下図に物価の前提があるが、2010 年代の数字は出していない。なぜこれを問題にするのかと言えば、2004 年 3 月にわずか 1,000 億円であるが、期間 10 年の物価連動国債が発行された。そこには投資家の今後 10 年間のインフレ見通しが反映されていると思う。発行時は 1.2%のクーポンで、発行量が少なく流動性が低いのでなかなか売買が成立していないが、だいたい 1.2%から 1.25%程度の範囲で動いている。一方、10 年国債は 1.35%から 1.45%なので、この 10 年債と 10 年物価連動債の金利差が、投資家が予測する今後 10 年間のインフレ率を示している。その差は 0.2%から 0.3%である。つまり投資家は、今後 10 年間の年平均イン

フレ率を 0.2%から 0.3%と見ていることを示している。この中には定義上、消費税の引き上げとその影響も入っているが、それを入れても図表 12 の下図に示しているような高いインフレ率にはならない。これは現状の見通しであるが、常識的な見通しであると思う。このような将来のインフレ予想から見ても、経済財政諮問会議の見通しは、過度に楽観的な前提を基にした見通しであり、ましてやどのようにしてプライマリー・バランスの黒字を実現するのかについても説明していない。

このようなことは、当然マーケットにも大きな不安感をもたらす。マーケットは今のところデフレから明確に脱却できるという期待を持っていない。現在の景気はある程度持続するかもしれないが、この景気循環でデフレの出口戦略が必要になる。あるいはデフレの出口が見えてくることはないであろうということを、債券市場は物語っているのではないか。

## 8 . 非ケインズ効果

次に、日本国債の信用はどのようになる危険性があり、その危険性を低めるには、どのような財政健全化策が必要かを検討する。

今の好景気が終わると、また公共事業が必要である、減税をしなければならない等の意見が出てくる。そのようなことをすると非ケインズ効果が生じて、ますます日本国債の信用が低下する。つまり財政赤字が著しく拡大すると、もはやケインズが言っているような効果、あるいはケインズが言ったとして教科書で紹介されているような景気拡大効果は全く期待できない。それどころか、逆効果になる危険がある。今回の景気拡大が終わり、悪くなった時に、減税だ、公共事業だと言っていると、マーケット金利は上がってしまう。それが景気の悪化をさらに加速してしまう危険があるということを説明している。

イタリアはどのようにして財政を健全化したのか。イタリアは 1994 年をピークにして、政府債務残高の GDP 比が、ユーロ加盟後も減少を続けている。どのようにして財政健全化を進めたかという点、税務警察の導入である。私は 3 回ほど取材に行ったが、一言で言えば、腰にピストルを付けて徴税に行く。脱税密告フリーダイアルによって告発された人等のところへ、6 人ワンセットで、腰にピストルを付けて、黒いライトバンに乗って行く。帽子には、我々の言う火の玉と同じで、黄

色い炎のバッジを付けている。それほどのことをして、財政を健全化したのである。「そこまでやるのか」というようなことをしなければ、イタリアでもできなかった。それほど容易ではないということである。なお、2年前に行った時には、よほど税務警察が効果を上げたのか、国庫省の庭にはほとんど全部新車のアルファロメオが置いてあった。

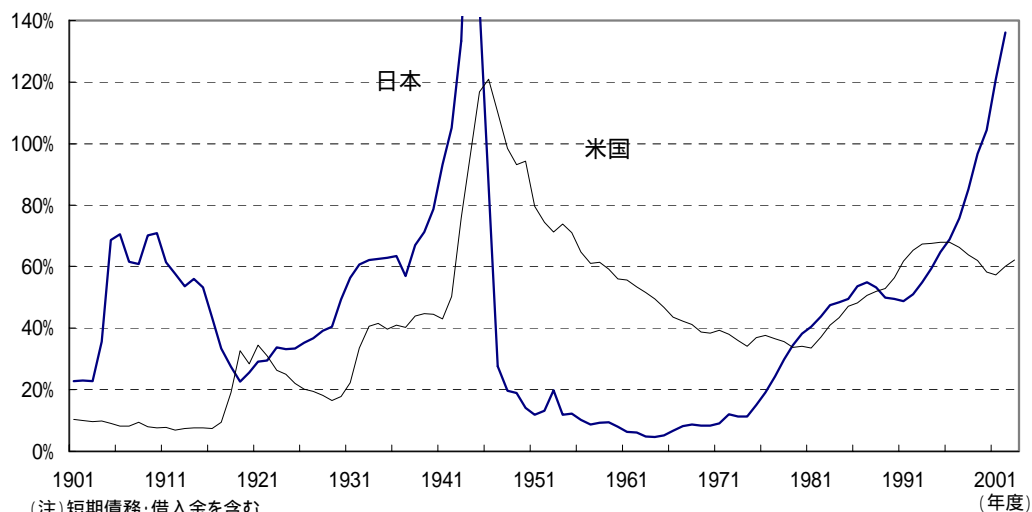
そして増えた税収は、他のヨーロッパ諸国と合わせるために法人税の引き下げに使った。それが経済の活性化につながったとも言えるし、また厳格な徴税によって、歳出に対する監視の目も厳しくなったと言える。

イタリアは財政が危機だと言われた1993年には、プライマリー・バランスが黒字であった。逆に言えば、金利が高くて国債費が多かった。だからイタリアは税務警察を強化して国の信用力が高まると、金利が下がった。日本は非常に金利が低いので、イタリアよりもっと厳しい健全策を進めなければならない。

財政再建の成功と失敗に関しては、公共事業の削減だけでは財政健全化は成功しにくい。公共事業を削減している段階では、まだ財政健全化が進んだとは言えない。これが現在の我が国である。やはり社会保障の改革が大事である。

(2004年4月5日：第7回委員会)

図表1 日米の国債残高対GDP比



(注) 短期債務・借入金を含む  
 (出所) 『本邦主要経済統計』(日本銀行統計局)、『日銀経済統計年報』(日本銀行調査統計局)、『国債統計年報』(大蔵省)。  
 GDPは、<http://www.access.gpo.gov/usbudget/fy2003/hist.html>。  
 ただし、1939年まではアメリカ歴史統計(年次)による。  
 政府総債務は、<http://www.publicdebt.treas.gov/>による。なお、図中で点線で示される民間保有国債残高のGDP比は、  
 Brown, E. Cary, "Episodes in the public debt history of the United States", 1987年以降は Economic Report of the  
 Presidentによる。

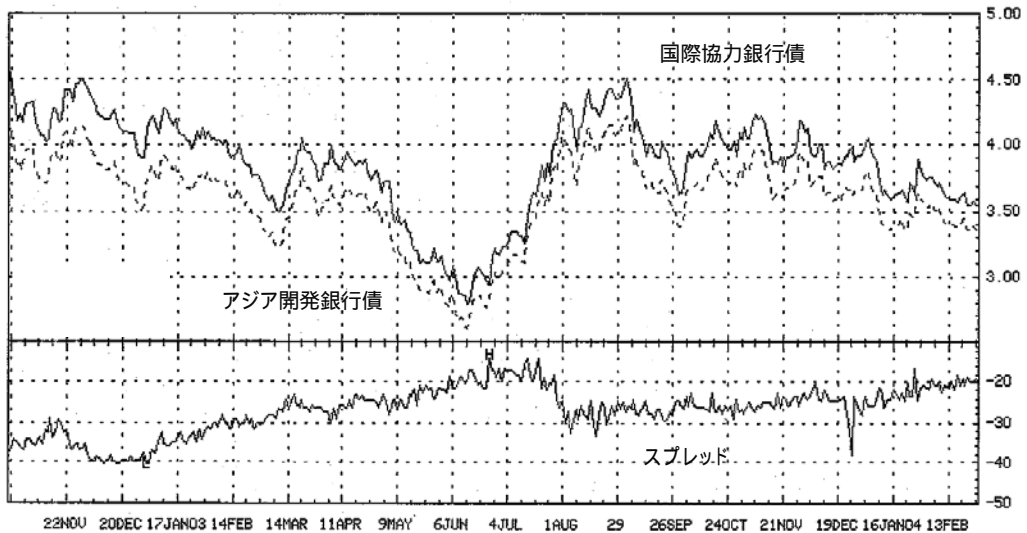
図表2 ソブリン・クレジット・デフォルト・スワップ取引

Concentration of quotes on sovereign CDSs										
Name	Number of quotes					Percentage	Average rating <sup>1</sup>			
	2000	2001	2002	2003	total		2000	2001	2002	2003
Brazil	1,060	1,352	1,293	888	4,593	12.2	B+	B+	B	B
Mexico	748	1,010	1,644	933	4,335	11.5	BBB-	BBB-	BBB	BBB
Japan	418	1,062	628	205	2,313	8.1	AA+	AA-	A+	A+
Philippines	821	740	436	209	2,206	5.9	BB+	BB+	BB+	BB
South Africa	94	518	717	683	2,012	5.3	BBB-	BBB-	BBB-	BBB
Colombia	93	345	801	556	1,795	4.8	BB	BB	BB	BB
China	743	672	140	62	1,617	4.3	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Korea	533	636	138	287	1,594	4.2	BBB	BBB	A-	A-
Poland	329	386	408	420	1,543	4.1	BBB+	BBB+	A-	A-
Venezuela	155	521	497	319	1,492	4.0	B	B+	B	B
Turkey	146	471	475	380	1,472	3.9	B+	B	B-	B-
Malaysia	302	685	256	85	1,328	3.5	BBB	BBB	BBB+	BBB+
Argentina	851	461	0	6	1,318	3.5	B+	-	-	-
Thailand	494	562	121	37	1,214	3.2	BB-	BBB-	BBB-	BBB-
Russia	16	395	365	377	1,153	3.1	B-	B-	BB	BB
Other countries	1,310	1,717	2,207	2,417	7,651	20.3	-	-	-	-
All emerging markets	7,523	10,283	9,218	7,053	34,077	90.5	-	-	-	-
Total	8,133	11,535	10,124	7,844	37,636	100.0	-	-	-	-

<sup>1</sup> End-year average of Moody's and Standard & Poor's ratings from Credit Trade transactions.

(出所) Packer, Frank and Chamaree Suthiphongchai, "Sovereign Credit Default Swaps," BIS Quarterly Review, Dec. 2003.

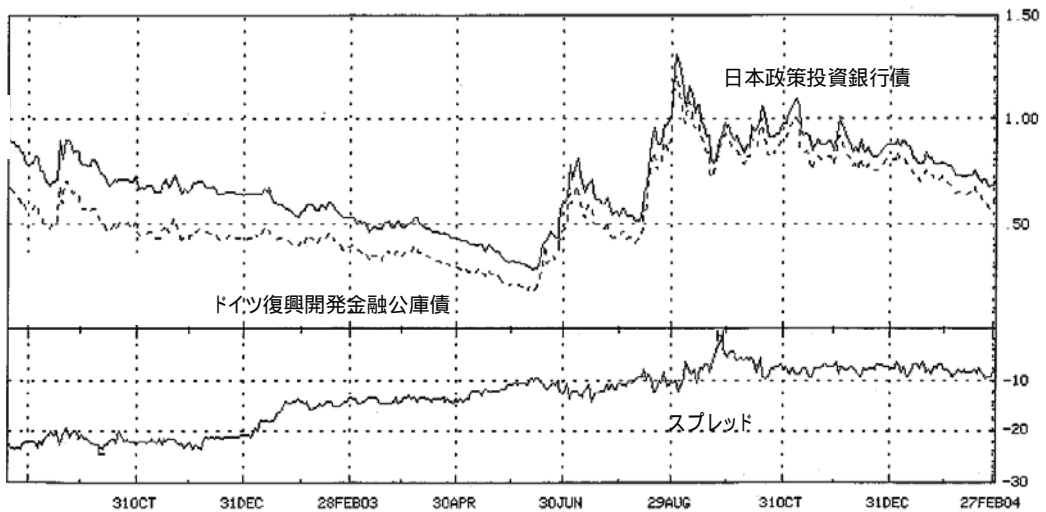
図表3 国際協力銀行(JBIC)とアジア開発銀行(ドル建て)



(注) 国際協力銀行債はクーポン7%、償還2009年11月、アジア開発銀行債はクーポン4.25%、償還2009年12月。

(出所) Bloomberg

図表4 日本政策投資銀行とドイツ復興開発金融公庫(円建て)



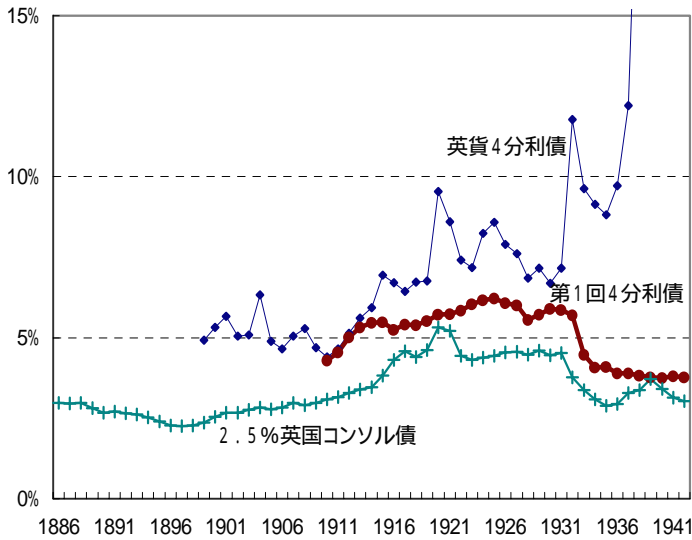
(注) 日本政策投資銀行債はクーポン1.75%、償還2010年6月、ドイツ復興開発金融公庫債はクーポン1.75%、償還2010年3月。

(出所) Bloomberg



図表5 高橋財政期; 国際金融市場の警告を無視

戦前の日本国債のプレミアム



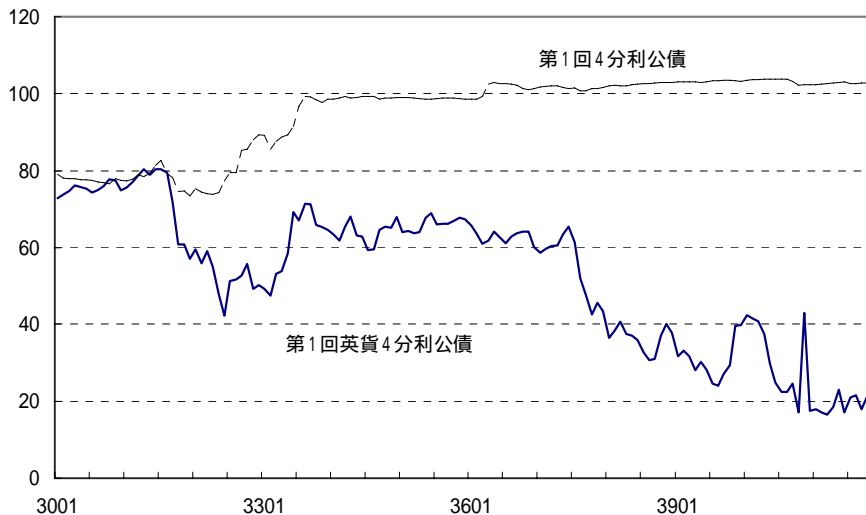
(注) 英貨4分利債(1899年発行、1953年償還)、第1回4分利公債(1910年発行、1969年償還)。  
 (出所) Horner and Sylla(1988), P197, P444。国債統計(明治39年度版~41年度版)。大蔵省年報(第38回~第67回)。

日本国債の海外での信用が問題になったのは、なにも最近の現象だけではない。19世紀末に発行されたボンド建ての日本国債の金利は、日銀による国債引受が始まった1932年末より急速に上昇した。1930年にはイギリス国債とのスプレッドは2.2%であったが、39年には、実に25%に拡大した。

一方、国内では、日銀による国債引受と国債価格維持政策のもとで、国債金利の低下が続き、大量に発行された国債は「円滑に」消化されていた。

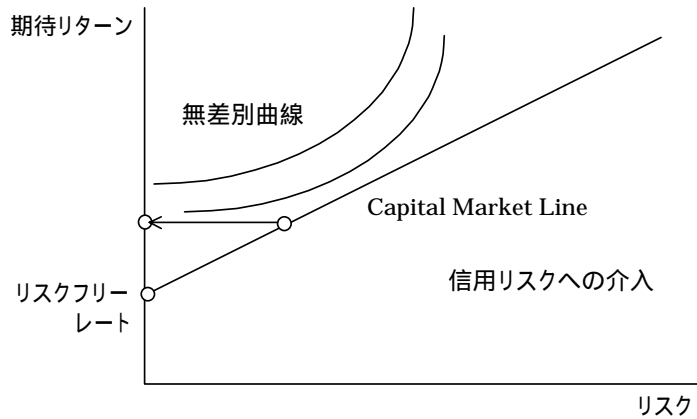
海外市場の警告は全く無視され、日露戦争後から20世紀初頭までのように財政規律を回復させるインセンティブにつながらなかった。

図表6 4分利の英貨公債と内国債の価格推移

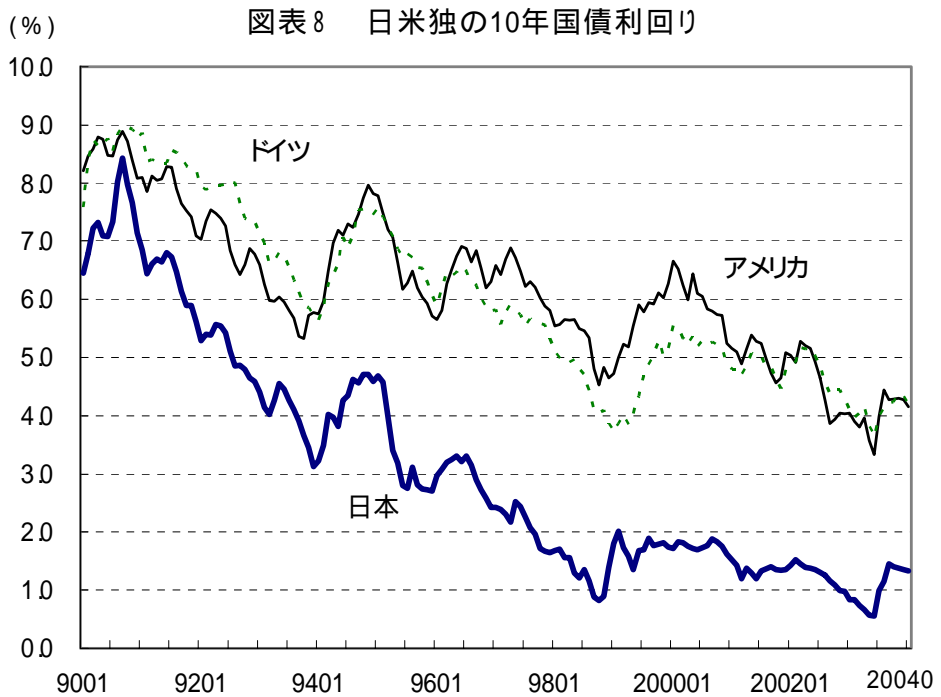


(注) 第1回4分利付公債(1910年発行、1969年償還)、第1回4分利付英貨公債(1899年発行、1953年償還)、ともに月中平均価格。  
 (出所) 国債統計(明治39年~41年度版)、大蔵省年報(第38回~66回)。  
 (出所) 富田俊基氏「日本国債のリスク・プレミアム」(2002年12月)

図表7 Capital Market Line(資本市場線)



(注) 安全資産が存在するとき、危険資産の最適組み合わせは投資家の効用関数とは独立に資本市場線上で決定される(分離定理:Tobin(1958)、RES)。



新発債市場金利

1998年10月2日:0.775%

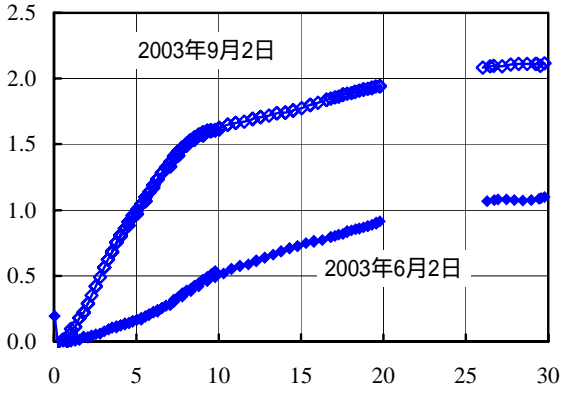
2003年7月8日:1.15%

2003年6月12日:0.44%

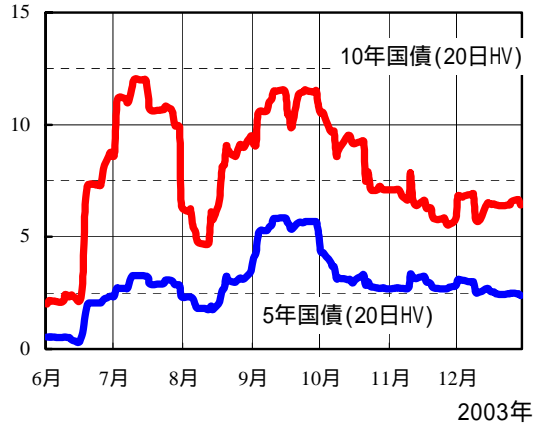
2003年9月2日:1.61%

図表9

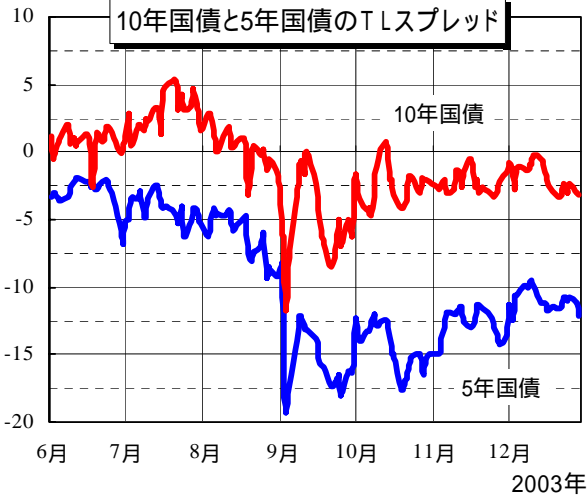
イールドカーブの変化(複利)



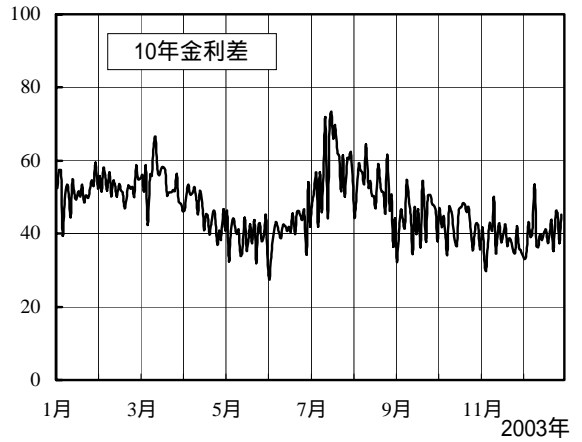
10年国債と5年国債のボラティリティ



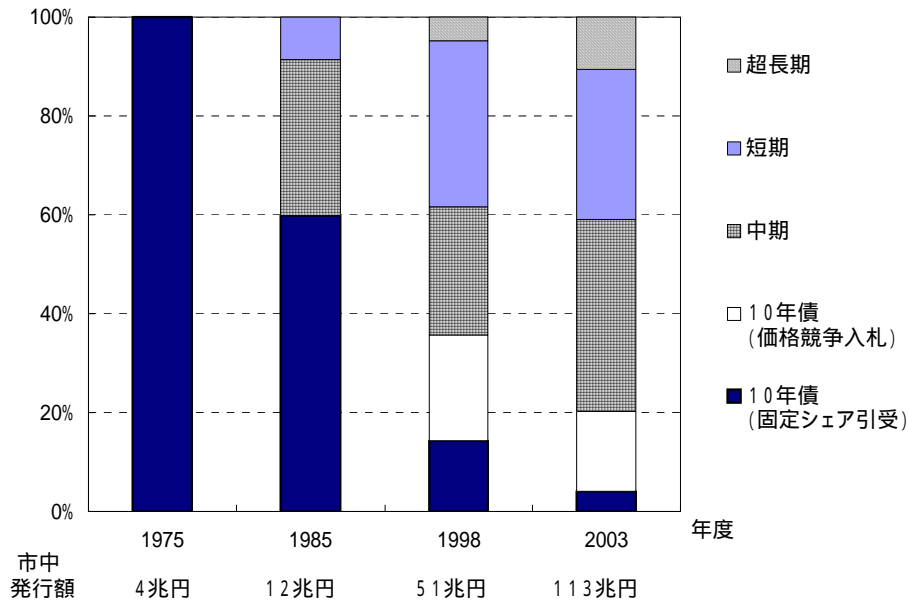
10年国債と5年国債のTLスプレッド



ドルベース変換後の日本国債と米国債の金利差



図表10 国債の発行方法



図表11 日米の国債保有構造

	日本 2003.3	アメリカ 2003.3
中央銀行	17.5%	17.5%
民間金融機関	44.2%	25.3%
民間銀行	25.3%	3.7%
生損保・年金	12.8%	12.2%
その他金融機関	6.2%	9.3%
非金融法人企業	0.3%	1.0%
家計	2.5%	12.7%
民間非営利団体	1.0%	1.1%
海外	4.0%	33.9%
一般政府	7.6%	8.3%
その他公的部門	38.8%	0.2%
国債発行残高	561.7 兆円	36737 億ドル

(注1) 日本は国債(財投債を含む)と政府短期証券(FBを含む)の合計。アメリカは連邦政府保有の非市場性国債を除いた残高。

(注2) アメリカの家計には貯蓄国債の保有分(1848億ドル)を含んでいる。

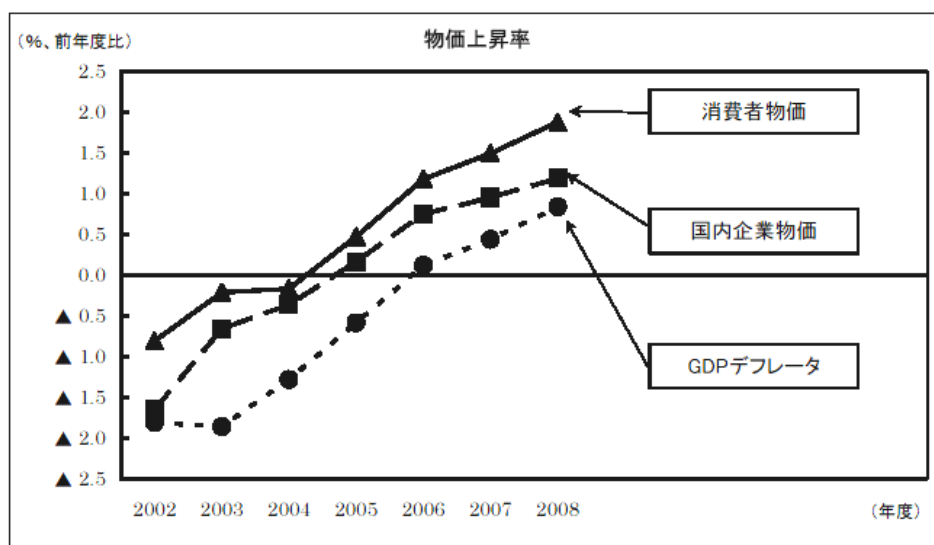
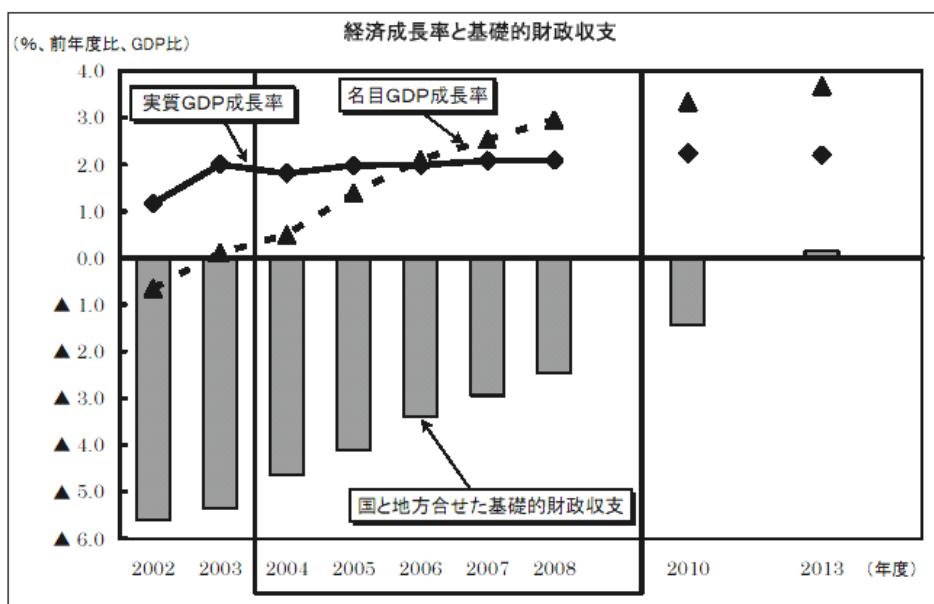
(注3) アメリカの生損保・年金には、個人年金ファンドと州・地方退職金基金を含む。

(注4) その他公的部門;日本は郵貯、簡保、財政融資資金及び公的非金融法人企業。アメリカは、政府後援企業。

(注5) 社会保障基金について、日本は一般政府に含む。国債保有額は2003年3月末327728億円。このほかに旧運用部への預託金1253742億円がある。アメリカは非市場性国債を保有しているので、本表から除外。なお、2003年3月末の非市場性国債の残高は27496億ドル。

(出所) 『金融経済統計月報』(日本銀行)。“Flow of Funds Accounts of the United States”(FRB)。

図表12 2013年プライマリー・バランス確保について



- (注) 1. 基礎的財政収支(国・地方)は国民経済計算(SNA)ベースの推計値であり、年度間の繰越を考慮することや国・地方とも一般会計(普通会計)以外に特別会計等を含む概念であることに留意が必要である。
2. 試算は誤差を伴っており、相当の幅をもってみるべきである。  
特に、先の期間になる程、不確実な要素が多くなることに留意が必要である。
3. 消費者物価は生鮮食品を除く総合(全国)である。

## 第4章 ソブリン格付け

(社)日本経済研究センター副主任研究員 原田 信行 氏

### 1. 分析の背景および問題意識

日本のソブリン格付けは約5年前まではトリプルAで、最上級の格付けであった。しかし1998年9月以降、日本のソブリン格付けに疑問符が付き始め、少しずつ低下してきた。特に、2002年5月31日にムーディーズが、日本の自国通貨建て国債の格付けをそれまでの「Aa3」から「A2」へと一気に2段階引き下げた。一度に2段階の引き下げということと、格付けの水準が相当低くなったということで、新聞等でも大きく報道され、また財務省がムーディーズに意見書を出しムーディーズがそれに回答するというやり取りが何度かなされるなど大きな関心を呼んだ。

この「Aa3」から「A2」への引き下げが、どのような意味を持っているのか、図表1(世界の3大格付け機関の格付け記号一覧)で説明する。格付けには、大きく分けて自国通貨建てと外貨建ての2種類があり、S&Pとフィッチは自国通貨建てでも外貨建てでも、日本のソブリン格付けは同水準(S&PがAA<sup>-</sup>、フィッチがAA)である。ムーディーズの日本に対するソブリン格付けは、外貨建てはAa1という他の2社より高い格付けであるが、自国通貨建ては、それまでAa3であった格付けを2ノッチ下げて、A2という他の2社と比べてもかなり差のある水準に引き下げた。

この格下げを契機に、日経センター金融研究班は、ソブリン格付けとはどのようなものか、さらに3大格付け機関における格付けの違いはどのようなになっているのか等、ソブリン格付けに関して包括的に調査した。また、単に現状を調査するだけでなく、各機関のソブリン格付けがどのように決定されているのか、その決定要因を客観的・数量的に検証することにより、日本のソブリン格付けの相対的な妥当性を検討した。例えば、ムーディーズが2002年5月に行った引き下げには、どの

---

役職は講演当時。現在は筑波大学大学院システム情報工学研究科講師。

程度の妥当性があるのか、他の 2 機関の格付けが、日本の現状に比べて高いということはあるのか、さらに、例えば外貨建てと自国通貨建てで大きく差のある格付けというのはどの程度説明できるのか等について、できるだけ客観的に検証した。

## 2. ソブリン格付け

### (1) ソブリン格付け

格付けの場合、ソブリンとは一国の中央政府や中央銀行を指す。ソブリン格付けとは、中央政府の発行する債券の信用力に対する格付けである。正確には政府保証等も含まれるが、簡単に言えば、国債等の政府が発行する債券について、その返済の確実性を評価し、記号化したものである。最上格はトリプル A、最下層は格付け機関によるが、C や D といった等級記号が使用されている。なお、どの格付け機関も、その政府が発行する債券が、どの程度の確実性で返済されるのかに関して格付けを行っている。つまりソブリン格付けは、政府債務のデフォルトリスクに対する評価であり、概念上はいわゆるカントリーリスクを評価するものではない。

このソブリン格付けは、主要 3 機関で世界約 100 カ国に付与されている。格付けには、大きく分けて外貨建てと自国通貨建てがあり、細かく言えば返済期間別に、長期と短期の区別がある。しかし多くの場合、問題とされるのは長期であるので、今回の分析では長期のみを対象とした。一般的には、自国通貨建ての方が外貨建てよりも格付けが高いという傾向が顕著に見られる。というのも自国通貨建て債務は、原理的には自国通貨を発行すれば返済可能であり、また政府は徴税権を有している。実際、自国通貨建て国債のデフォルトは、過去の例を見ても非常に稀である。

3 大格付け機関の記号一覧表を見ると、S&P とフィッチの 2 社は、下層部分の格付けの表記には多少違いがあるが、それ以外の部分の格付けの表記法は同様であることが分かる。つまりトリプル A から始まり、ダブル A、シングル A、そしてトリプル B となる。さらに「プラス」と「マイナス」表記を付加することによって、より細かく上下に分けている。ムーディーズは、トリプル A の部分は同じであるが、それ以下の部分については、主にプラス、マイナスの代わりに数字を用いることによって、他の 2 社とは異なる表記になっている。「1」が他 2 社の「プラス」と同じ、「2」がフラット、「3」が「マイナス」に当たる。このように把握

すれば、3大格付け機関の格付けを並べて見ることができる。

ただし、格付け記号の背後にある格付けの定義は、機関によって各々違いがある。公表されている各社の格付け記号の定義は、図表2の通りである。今回の分析では、このように定義の違いによって実際にどの程度各機関の格付けが異なっているのかという点についても調査を行った。

## (2) 主要3社のソブリン格付け状況

図表3に2002年8月時点でのソブリン格付け状況をまとめた。外貨建ては71カ国、自国通貨建ては61カ国である。ムーディーズは99カ国、S&Pが93カ国、フィッチが77カ国を格付けしているが、分析上3機関すべてから格付けを得ている国を対象とした。

日本の外貨建て格付けを見ると、日本の国債は円建てなので不思議であるが、海外で業務をしている政府金融機関、例えば国際協力銀行の外貨建て債務、総額400億米ドル程度を政府が保証しており、それに対して格付けが付与されているということである。

ソブリン格付けの分布を見ると、現実にはトリプルC以下の格付けが付与されることは稀である。図表3ではアルゼンチンとインドネシアのみである。トリプルAの国も多く、外貨建てで全体の約2割、自国通貨建てでは3割弱を占める。また、自国通貨建てのウェイトの方が高くなっており、自国通貨建ての方が格付けが高い傾向があることが伺える。さらに外貨建てはほぼ一様に分布しているのに対して、自国通貨建ては格付けの低くなるほどウェイトが少なくなっている。一方ムーディーズの自国通貨建て格付けのダブルA(プラス、マイナスを含む)は6カ国しかなく、他2社に比べてダブルAが少なくなっている。ムーディーズは、他の会社に比べてダブルAが付きにくいということが言える。このムーディーズのダブルAという等級は、まさに日本の格付けの焦点となっている部分である。

## (3) 同一国への格付け

同一国に対する3社の格付けについて見ると(図表4)、外貨建て格付けでは、3社すべてが同じ格付けを付けている国は71カ国中29カ国である。一方、3社すべ



てがそれぞれ 1 ノッチでも異なる格付けを付けている国は 8 カ国ある。また、1 社だけが他の 2 社と異なっているというケースは 34 カ国で、特にムーディーズだけが異なるというケースが 18 あり、ムーディーズは若干他社と異なる格付けを行う傾向にある。自国通貨建て格付けに関しても、若干ではあるがムーディーズが他 2 社と異なる格付けを付ける傾向があることが分かる。

3 社のそれぞれの格付けをさらに細かく、2 社ずつ相対で比較したものが図表 5 である。この表で特に注目したいのは、右上と右の中央の部分で、まずムーディーズは自国通貨建てで見て S&P よりも低い格付けを付けている国が 30 あり、それは全体の 36%であることが示されている。また、ムーディーズをフィッチと比べても、低い格付けの国が 20 あり、全体の約 30%であることが分かる。これは、S&P とフィッチの間の格付けの違いよりも明らかに大きく、ムーディーズの方が S&P やフィッチよりも低い格付けを付ける傾向にあると言える。

#### (4) 自国通貨建てより外貨建て格付けが高い国

自国通貨建て格付けと外貨建て格付けに関して、自国通貨建て格付けの方が、通貨を発行できる等の理由により外貨建てと比べて格付けが高い傾向が強いと説明したが、若干の例外国がある。一般的な傾向と逆に、外貨建て格付けが自国通貨建て格付けよりも高くなっている国は、ムーディーズの場合、日本、レバノン、サウジアラビア、トルコ、ベネズエラの 5 カ国である(図表 6)。S&P は該当国がなく、フィッチはベネズエラ 1 国である。70 カ国中 5 カ国ということで、例外はあるが、一方で日本だけではないということも事実である。ただし、5 カ国あるといってもそのうち 3 カ国は 1 ノッチ差、トルコが 2 ノッチ差であるのに対して、日本だけが 4 ノッチ違っている。ムーディーズの例外の中の、さらに例外として日本の格付けがあるということが分かる。

#### (5) 日本のソブリン格付け

2002 年 8 月時点では、ムーディーズが外貨建て Aa1、自国通貨建て A2 で、S&P、フィッチは自国通貨建て、外貨建てがそれぞれ AA-、AA と、2 機関同じ格付けであった(図表 7)。ただし、フィッチの自国通貨建てだけは、その後格下げが

行われ、現在のフィッチの自国通貨建て格付けは AA- である。

図表 8~10 は各社の格付けの推移を示す。安定的、ポジティブ、ネガティブといった格付けの Outlook(見通し) についての情報も記載している。ムーディーズは、1998 年 4 月 2 日に、格付けはトリプル A のまま Outlook を安定的からネガティブへと変更した。98 年 11 月には実際に 1 ノッチ格付けが引き下げられ、外貨建ても自国通貨建ても Aa1 となり、かつ Outlook はネガティブのまま据え置かれた。つまり、さらなる格下げの可能性がありえるという評価がされていた。このうち外貨建てについては、1 年以上経ってから Outlook が安定的に戻り今日に至っている。しかし自国通貨建てについては、さらに 2000 年 9 月に 1 ノッチ、2001 年 12 月に 1 ノッチ、2002 年 5 月には一気に 2 段階引き下げられた。ただし、この最後の引き下げの際に Outlook は安定的に変更され、当面はこれ以上の引き下げは検討しないという意思表示がなされた。

S&P は、2001 年 2 月にトリプル A から 1 ノッチ引き下げられたが、その際 Outlook は安定的とされた。その後、Outlook がネガティブに変更され、2001 年 11 月に実際に 1 ノッチ引き下げられ AA フラットになった。そして 2002 年 4 月にはもう 1 段階引き下げられ、かつ Outlook はネガティブに据え置かれて今日まできている。

フィッチは、まず外貨建てが 1 ノッチ引き下げられて、その後 Outlook が下がり、2001 年 11 月にはもう 1 段階下がり、かつその際 Outlook はネガティブのままとされた。自国通貨建ても、少し時期は違うが同じように引き下げが行われてきた。さらに、2002 年 11 月には自国通貨建てのみ 1 ノッチ引き下げられ、現状は AA- となっている。また、Outlook はネガティブのまま据え置かれている。

#### (6) OECD 加盟国の格付け状況

OECD 加盟 30 カ国について見ると、多くの国はトリプル A か、悪くてもダブル A である(図表 11)。トリプル C 以下は OECD 加盟国にはなく、フィッチの 1 カ国のダブル B はスロバキア、3 社とも唯一の B はトルコである。OECD 加盟国の中での日本の順位を見たのが図表 12 である。外貨建てでも、S&P で 30 カ国中 21 番であり高いとは言えないが、特に自国通貨建てにおいては、下から数えた方が早

いという状態である。

図表 13～15 は OECD の中での日本の経済力を示している。一貫してトリプル A の格付けの国は、外貨建てで 8 カ国、自国通貨建てで 13 カ国ある。それらの、いわば高格付け諸国と日本とを比較すると、1 人当たり GDP では、日本の方が約 1 万ドル高くなっている(図表 13)。経済規模としては、トリプル A の国より大きいということができる。

一方で、これらの国と比較した場合の懸念材料が 2 つある。ひとつはインフレ率である。トリプル A の国のインフレ率は、1%～5%で推移しているが、日本だけはマイナスとなっている(図表 14)。2 つ目は政府の債務残高である。政府債務残高(中央政府、地方政府および社会保障基金の合計)の対 GDP 比は、日本は 125%に達している(図表 15)。一方トリプル A の国の平均は 50%程度である。OECD 加盟国平均は 60%程度であり、OECD 全体の平均と比べても、GDP 比が 2 倍という規模に 2000 年の時点ですでになっている。これは確かに問題であり、各社もこの点を強調した説明をしてきている。

### 3. 格付けの計量分析

#### (1) 格付けの決定要因

さらに 3 社の格付けデータに基づき、主にムーディーズの日本の格付けをどのように評価するべきかを検討する計量分析を行った。

各社の説明によれば、格付けは各国の経済・金融指標、特に経済規模、インフレの状態、政府債務、経常収支といった要因を勘案して決定される。しかし具体的にどの要因がどの程度有効であるのかは、各機関は明らかにしていない。そのため、まず、各機関の格付けが各国の各種金融・経済指標によりどの程度説明できるのかを検証する、格付けの決定式を推計した。次に、推計された決定式に日本のデータを入れ計算上の格付けを算出することにより、日本の実際の格付けが他の国の格付けと比べて、どの程度整合的なのかを検討した。

まず、被説明変数となる格付けの数値化を行う。最上級のトリプル A を 16 とし、以下 1 ノッチごとに 1 減少させる形で、格付け記号それぞれを数値化した。トリプル C 以下については、この部分に該当する国はインドネシアとアルゼンチンの

2カ国だけであることもあり、一律ゼロとして数値化した。

説明変数としては、主に各社の格付けについての説明を参考に、以下の経済・金融指標を採用した。

- ・ 1人当たり GDP (2000年の名目 GDP、単位千\$、対数変換)
- ・ GDP 成長率 (1998年から2000年の実質平均伸び率、単位%)
- ・ インフレ率 (1998年から2000年の CPI 伸び率平均、単位%)
- ・ 経常収支 (1998年から2000年の平均、対 GDP 比、単位%)
- ・ 政府債務残高 (2000年、中央政府、対 GDP 比、単位%)
- ・ 経済発展度 (ダミー変数 ; IMF の定義する Industrial Countries を先進国 = 1)
- ・ デフォルト履歴 (ダミー変数 ; 1970年以降にデフォルトあり = 1)

## (2) 回帰分析の結果

左辺を数値化された格付け、右辺をこれらの経済指標として回帰分析を行った結果を図表 16~18 に示した。なおインフレ率に関しては、トリプル A の国のインフレ率の平均が 1.9% であることから、このインフレ率から乖離するほど、格付けが悪化するという関係を想定し、説明変数を 2 次式としている。また、図表 16・17 の各説明変数の係数は、格付け機関ごとに異なっているが、これは各格付け機関のポリシーの違いを表していると考えられる。

図表 16 の外貨建て格付けの推定結果から見ると、1人当たり GDP は、いずれの計測でも正で有意となっており、1人当たり GDP の大きな国ほど格付けが高い傾向を示している。経済成長率も、すべての計測において正で有意との結果が得られた。インフレ率も、すべての計測において有意、係数はマイナスであり、1.9% から乖離するほど格付けにマイナスに作用する。つまり、激しいインフレも望ましくないが、デフレも望ましくないという結果が得られたことを示している。経常収支は、外貨建て格付けにおいては、プラスで有意となっており、各社の説明と整合的な結果となっている。すなわち経常収支の黒字が大きいほど、外貨建て格付けは高い傾向にある。一方で、外貨建て格付けに関しては、政府債務残高は有意ではなく、格付けと政府債務残高には明確な関係は見られなかった。この点も、ある程度各社の説明と整合している。

次に図表 17 の自国通貨建て格付けの推定結果を見ると、1 人当たり GDP は正で有意、GDP 成長率も正で有意となっており、インフレ率についても同じく 1.9% 程度のマイルドなインフレ率が一番良くて、そこから乖離するほど悪化する傾向にある。ただし外貨建て格付けと大きく違う点として、自国通貨建ての計測では、経常収支は有意な結果が得られていない一方で、政府債務残高は負で有意となっている。経常収支が外貨建てには有効であるが、自国通貨建てには有効ではないという結果は、外貨の獲得という点を考えれば理解しやすい。また政府債務についても、政府債務残高が大きいと、自国通貨建て債務の返済余力に疑問が投げかけられるようになることが計量的に示されたと言える。

### (3) 日本の格付けの整合性

図表 18 がムーディーズの自国通貨建て格付けの推計結果の式であり、日本のデータを入れることにより、ムーディーズの自国通貨建て格付けが、本来は何ポイントであるのか計算できる。外貨建て格付けについては、計算された格付けと実際の格付けは、S&P が 1 ノッチ違う程度で、それほど差はない(図表 19)。つまり各国のデータと比べても、日本の外貨建て格付けは整合的である。

自国通貨建て格付けについても、フィッチは推計された値と実際の格付けが同じとなっており、S&P も外貨建て格付けと同様 1 ノッチの差にとどまっている。しかし、ムーディーズの自国通貨建て格付けだけは、実際の格付けシングル A に対して、推計ではダブル A と 3 ノッチの差がついた(図表 20)。この結果は、他の国のデータと比較した場合には、ムーディーズの現在の格付け、言い換えれば先の 2 ノッチの引き下げはやや整合性に欠ける可能性が高いことを示している。

### (4) 格付けの計量分析の結論

以上の分析から次のような結論が得られる。まず、デフレと政府債務残高が格付けにマイナスに影響する傾向があることがデータによって確認された。例えば、1998 年以降徐々に日本の格付けが引き下げられているが、政府債務残高やデフレがその要因になっていることが計量的にも確認された。ただし、ムーディーズの 2002 年の 2 ノッチの引き下げだけは、その時点の経済指標を見る限り、他の国と

比べて必ずしも整合的な格付けではなく、過小評価の可能性が高い。今回の分析結果によれば、日本の格付けは、外貨建て、自国通貨建て共にダブル A が整合的であると言える。

ただし、ムーディーズ自身も述べているように、格付けは各要因の今後の見通しも含めて評価するということが言われている。いずれにしても、このままのスピードで政府債務残高が増大し続けるのであれば、将来的にはムーディーズの格付けが妥当という状態になることも十分に考えられる。近年では日本の政府債務残高は、毎年約 35 兆円程度増加を続けており、中央政府だけでも 2001 年末で 550 兆円程度に達している。2002 年末には 600 兆円近く、2002 年度末では 600 兆円を超えている可能性もある。

またソブリン格付けは、その国の事業会社の債務格付けのシーリングとなる傾向が強い。日本の格付けが低下していくと、日本企業の信用力も日本の格付けを基準に評価されるので、会社によっては格付けが投機的グレードまで低下して資金調達に支障をきたすようになる、というシナリオも十分に考えられる。

#### **4 . 格付け引き下げと国債市場の動向**

最後に、格付けに関連するいくつかのトピックについて付加的に触れる。まず、格付けと国債金利の関係について取り上げる。過去の 4 回のムーディーズによる格付け引き下げの際には、国債金利は基本的にはまったく反応していない。すなわち過去 4 回の引き下げ時には国債金利の上昇という事態は生じず、ある意味では安定的に国債市場が推移してきている。1998 年だけは金利が上昇したように見えるが、補正予算の時期と重なっており、国債の需給要因により金利が上昇した可能性のほうが高い。

したがってソブリン格付けの低下が直ちに国債金利の上昇を招く、という局面が今後すぐに生じることはないかもしれない。例えば投機的グレードに近づくほどの信用の低下が起これば、大きな反応が起きると思われるが、国債の安定消化が続く限り、格付け低下イコール国債金利上昇にはならない可能性がある。

国債の安定消化に関連して、日本の国債の保有構造を見たものが図表 21 である。これを見ると、公的部門だけで過半数、一般政府を入ると実に 57.2%の国債を

保有していることが分かる。民間部門では金融機関の保有が多い。海外や家計の保有割合は少ないので、今のところ国債の需給の攪乱要因になることは考え難い。このような国債保有状況が、これまでの格付け低下にもかかわらず、国債の安定消化と国債金利の安定推移に関係していると考えられる。

## 5．国債の格付けによるシーリングに関して

国債の格付けは、カントリーシーリングあるいはソブリンシーリングと呼ばれて、多くの場合その国の企業の格付けの上限になる。ただし例外的な企業も存在しており、これを示したものが図表 22 である。一部の企業は、海外売上高比率が高く多国籍企業ということで、日本の自国通貨建てよりも高い格付けが付くことはそれなりに説明可能である。しかし、電力会社やガス会社も、ムーディーズの格付けで国債よりも 2~3 ノッチ高い格付けとなっている。これらの企業は基本的には国内事業がほとんどであるが、日本の自国通貨建て格付けよりも高い格付けを得るという逆転現象が生じている。この点は、ムーディーズの日本の自国通貨建て格付けが過小評価であることを示すひとつの傍証のように思われる。

## 6．格付けにおける「デフォルト」の意味

なお、格付けにおいて「デフォルト」とは、まったく返済ができなくなることを指すのではない。より広範な現象がデフォルトとして定義されている。各社で定義は異なっており、例えば政府にとって有利な債務への強制的な変更もデフォルトとみなされる。また、特にムーディーズの場合は、財務省証券への資本課税、例えばマイナス金利政策もデフォルトとみなされる可能性がある。ただし一方で、ムーディーズにおいては、ハイパーインフレはそれ自体ではデフォルトとはみなされない。

格付けとデフォルトとの関係について言えば、ムーディーズはトリプル C 以下にデフォルトのケースが含まれている。S&P とフィッチは、デフォルトのケースは D 以下である。また、デフォルト確率については、例えば日本の国債の格付けであるシングル A では、今後 5 年程度でデフォルトする確率は、多くて 0.05% と見られている。しかし格付けが投機的グレードであるダブル B 以下になると、デ

フォルト確率が急に高くなる。投資適格であるトリプル B までと投機的格付けのダブル B 以下との間でデフォルト確率は大きな差が出ていることが分かる。

日本国債の格付けが引き下げられているとはいえ、現状では 3 年～5 年で明確なデフォルトリスクが想定されているわけではないことは付言したい。

( 2003 年 12 月 10 日 : 第 3 回委員会 )



図表1 格付け区分一覧

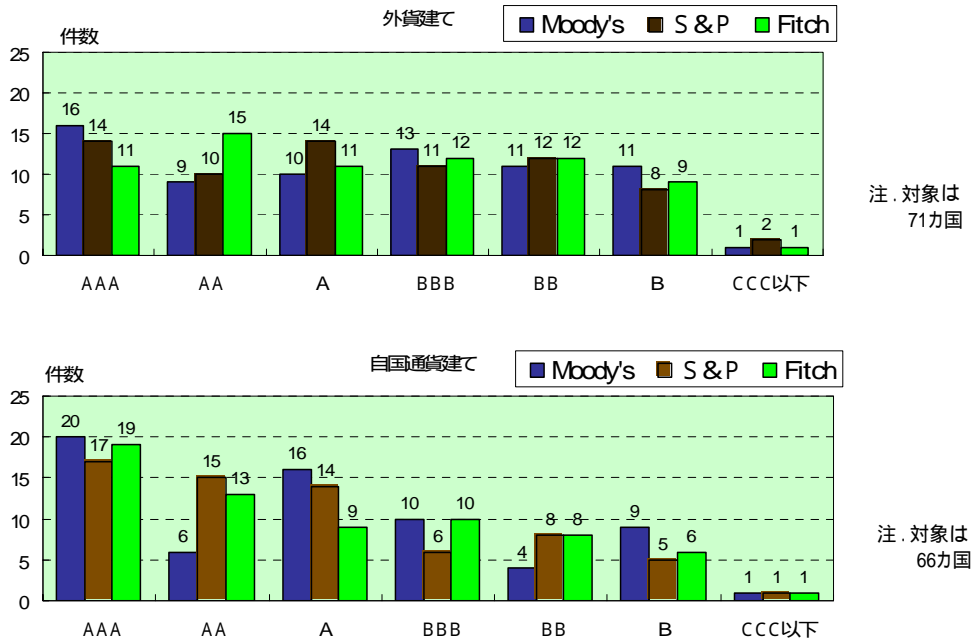
	ムーディーズ	S & P	フィッチ	換算
投資適格	Aaa	AAA	AAA	16
	Aa1	AA+	AA+	15
	Aa2	AA	AA	14
	Aa3	A-	AA-	13
	A1	A+	A+	12
	A2	A	A	11
	A3	A-	A-	10
	Baa1	BBB+	BBB+	9
	Baa2	BBB	BBB	8
	Baa3	BBB-	BBB-	7
投機的	Ba1	BB+	BB+	6
	Ba2	BB	BB	5
	Ba3	BB-	BB-	4
	B1	B+	B+	3
	B2	B	B	2
	B3	B-	B-	1
	Caa1	CCC+	CCC+	0
	Caa2	CCC	CCC	0
	Caa3	CCC-	CCC-	0
	Ca	CC	CC	0
	C	C	C	0
		D	DDD	0
			DD	0
		D	0	

図表2 格付け記号の意味

	ムーディーズ	S & P	フィッチ
投資適格	<b>Aaa</b> 極めて優れていると判断される。元本の返済確実性が最も高い。確実性の要素の変化が債券の安全性を阻害しない。	<b>AAA</b> 予定日に債務を履行する能力が極めて高い。最上級の格付け。	<b>AAA</b> 信用リスクが最も低い。債務履行能力は予測し得る出来事に影響を受ける可能性は極めて低い。
	<b>Aa</b> 総合的に優れていると判断される。Aaaに比べて元利払いの安全性の余裕度は小さい。長期的なリスクに影響を及ぼす要因がある。	<b>AA</b> 債務履行の能力は非常に高い。AAAとの差は小さい。	<b>AA</b> 信用リスクが非常に低い。債務履行能力は予測し得る出来事に非常に影響を受けにくい。
	<b>A</b> 好材料が多く、中級の上位と判断される。将来に確実性を低下させる事柄が出現する可能性がある。	<b>A</b> 債務履行の能力は高い。上位2つに比べ、状況変化や経済環境の悪化でより影響を受けやすい。	<b>A</b> 信用リスクは低い。上位の格付けに比べ、債務履行能力は経済、その他の情勢の悪化に影響を受けやすい。
	<b>Baa</b> 中級と判断される。現時点では元利払いの確実性がある。長期的には特定の要素について確実性が低い、または安全性が低い。	<b>BBB</b> キャッシュフローの指標は十分。状況変化や経済環境の悪化で上位の格付けに比べ債務履行能力低下の可能性が高い。	<b>BBB</b> 現在は信用リスクは低い。債務履行能力は経済その他情勢の悪化により損なわれる可能性がある。
投機的	<b>Ba</b> 投機的な要素を含むと判断される。将来の安全性に不確実性がある。	<b>BB</b> 事業、経済状況等の悪化で、期日通りの債務履行能力に大きな不確実性やリスクがある。	<b>BB</b> 投機的。経済状況の悪化で信用リスクが高まる可能性がある。
	<b>B</b> 好ましい投資対象としての適正さに欠けると判断される。長期的に元利払いの確実性は低い。	<b>B</b> 現在は債務履行能力はある。BBよりも不履行の可能性は高い。状況悪化で債務履行能力の意欲は損なわれやすい。	<b>B</b> 大きな信用リスクを有している。債務履行は今のところ行われているが、履行継続能力は持続的かつ良好な事業、経済環境による。
	<b>Caa</b> 安全性が低いと判断される。元利払いを困難にする要素があるか、債務不履行に陥っている。	<b>CCC</b> 債務不履行の可能性はある。履行能力は良好な状況に依存。状況悪化で期日通りの履行能力を失う可能性がある。	<b>CCC</b> 債務不履行が現実起こり得る。債務は現在履行されているが、業況、経済情勢に大きく依存する。
	<b>Ca</b> 非常に投機的と判断される。債務不履行にあるか重大な危険性がある。	<b>CC</b> 債務不履行の可能性が非常に高い。	<b>CC</b> 何らかの債務不履行が起こる可能性が高い。
	<b>C</b> 最も低い格付け。有効な投資対象となる見込みは極めて薄い。	<b>SD/D</b> Dは全面的に債務不履行に陥っているか全ての債務が期日通り支払われない。SDは特定の債務を選択して不履行となったが、他は期日通り支払いが継続。	<b>C</b> 直ちに債務不履行になると考えられる。
			<b>DDD</b> 債務が回収される可能性が高い。債務残高の90～100%と経過利息は回収が見込まれる。 <b>DD</b> 債務残高の50～90%は回収が見込まれる。 <b>D</b> 回収の可能性が最も低い。債務残高の50%以下しか回収の見込みがない。

(資料)ムーディーズ、S & P、フィッチ

図表3 主要3社のソブリン格付け状況



図表4 同一国への格付けの相違

外貨建て格付け				国数
3社すべて同じ				29
3社すべて異なる				8
他2社と異なる				34
	Moody's	S & P	Fitch	
	18	7	9	

自国通貨建て格付け				国数
3社すべて同じ				27
3社すべて異なる				13
他2社と異なる				26
	Moody's	S & P	Fitch	
	11	8	7	

図表5 ソブリン格付けの比較

Moody's (M) と S & P (S)

	外貨建て			自国通貨建て		
	M>S	M=S	M<S	M>S	M=S	M<S
国数	21	49	18	14	39	30
比率(%)	23.9	55.7	20.5	16.9	47.0	36.1

Moody's (M) と Fitch (F)

	外貨建て			自国通貨建て		
	M>F	M=F	M<F	M>F	M=F	M<F
国数	19	37	16	10	37	20
比率(%)	26.4	51.4	22.2	14.9	55.2	29.9

S & P (S) と Fitch (F)

	外貨建て			自国通貨建て		
	S>F	S=F	S<F	S>F	S=F	S<F
国数	11	47	13	14	40	14
比率(%)	15.5	66.2	18.3	20.6	58.8	20.6

図表6 自国通貨建て格付けよりも  
外貨建て格付けの方が高い国

	Moody's		Fitch	
	外貨建て	自国通貨建て	外貨建て	自国通貨建て
日本	Aa1	A2		
レバノン	B2	B3		
サウジアラビア	Baa3	Ba1		
トルコ	B1	B3		
ベネズエラ	B2	B3	B	B -

(注) S & Pは、該当する格付けを付与していない。

図表7 日本のソブリン格付け

Moody's		S&P		Fitch	
外貨建て	自国通貨建て	外貨建て	自国通貨建て	外貨建て	自国通貨建て
Aa1 (Aa1)	A2 (A2)	AA- (AA-)	AA- (AA-)	AA (AA)	AA (AA-)

(注1) Moody'sは2002年7月26日、S & Pは同8月8日、Fitchは同8月12日時点の格付け。

(注2) ( )内は現在(2003年12月)の格付け。Fitchの格下げ(AA AA-)は2002年11月21日。

図表8 格付けの推移(Moody s)

	外貨建て			自国通貨建て		
	変更前	変更後	Outlook	変更前	変更後	Outlook
1998年4月2日	Aaa	Aaa	安定的 ネガティブ	Aaa	Aaa	安定的 ネガティブ
1998年11月17日	Aaa	Aa1	ネガティブ (変更なし)	Aaa	Aa1	ネガティブ (変更なし)
2000年2月17日			ネガティブ 安定的			
2000年9月8日				Aa1	Aa2	ネガティブ (変更なし)
2001年12月4日				Aa2	Aa3	ネガティブ (変更なし)
2002年5月31日				Aa3	A2	ネガティブ 安定的

図表9 格付けの推移(S&P)

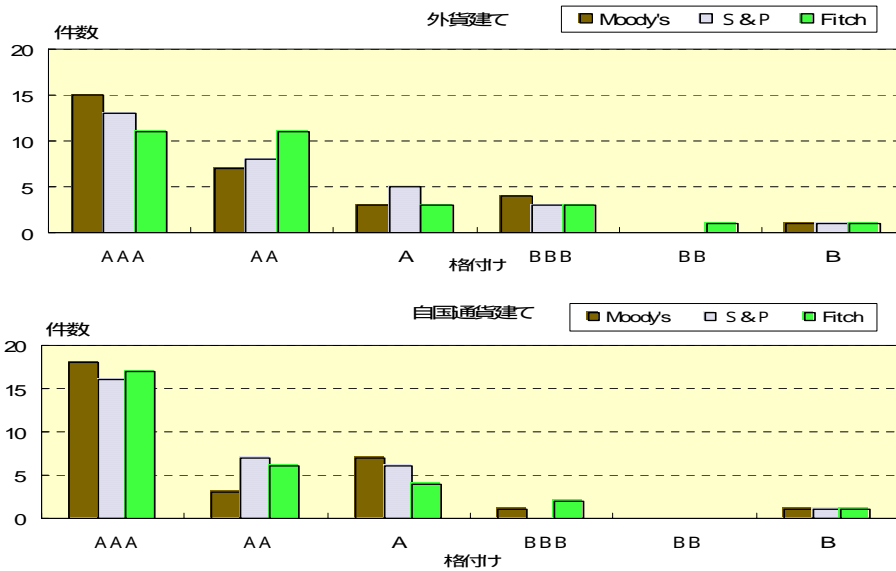
	外貨建て			自国通貨建て		
	変更前	変更後	Outlook	変更前	変更後	Outlook
2001年2月22日	AAA	AA+	安定的	AAA	AA+	安定的
2001年9月11日			安定的 ネガティブ			安定的 ネガティブ
2001年11月28日	AA+	AA	ネガティブ (変化なし)	AA+	AA	ネガティブ (変化なし)
2002年4月15日	AA	AA-	ネガティブ (変化なし)	AA	AA-	ネガティブ (変化なし)

図表10 格付けの推移(Fitch)

	外貨建て			自国通貨建て		
	変更前	変更後	Outlook	変更前	変更後	Outlook
1998年9月21日	AAA	AA+	安定的			
2000年6月29日				AAA	AA+	安定的
2001年3月2日			安定的 ネガティブ			安定的 ネガティブ
2001年11月26日	AA+	AA	ネガティブ (変化なし)	AA+	AA	ネガティブ (変化なし)

(注) 2002年11月21日，自国通貨建てを[AA]から[AA-]へ格下げ，Outlookはネガティブ。

図表11 OECD加盟国の格付け状況



(注) OECD(経済協力開発機構)加盟国は30カ国。

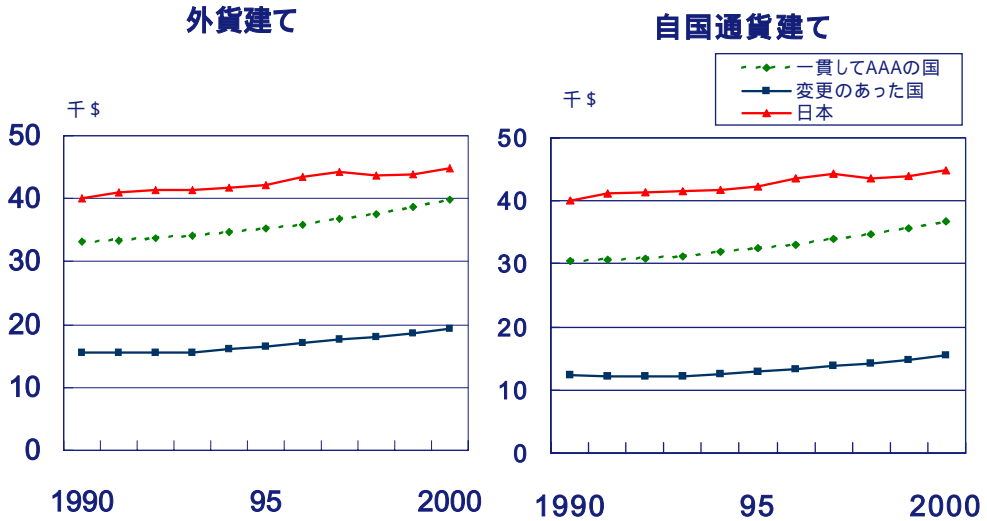
図表12 OECD加盟国の中での日本の順位

	Moody's	S & P	Fitch
外貨建て	16th	21st	16th
自国通貨建て	24th	22nd	19th

	ムーディーズ				S & P				フィッチ					
	外貨建て		自国通貨建て		外貨建て		自国通貨建て		外貨建て		自国通貨建て			
Aaa	15	50.0%	18	60.0%	AAA	13	43.3%	16	53.3%	AAA	11	36.7%	17	56.7%
Aa1	日本 2	6.7%	1	3.3%	AA+	5	16.7%	3	10.0%	AA+	4	13.3%	1	3.3%
Aa2	4	13.3%	2	6.7%	AA	2	6.7%	2	6.7%	AA	日本 6	20.0%	日本 4	13.3%
Aa3	1	3.3%	0	0.0%	AA-	日本 1	3.3%	日本 2	6.7%	AA-	1	3.3%	1	3.3%
A1	0	0.0%	2	6.7%	A+	1	3.3%	3	10.0%	A+	0	0.0%	2	6.7%
A2	1	3.3%	日本 3	10.0%	A	1	3.3%	1	3.3%	A	2	6.7%	2	6.7%
A3	2	6.7%	2	6.7%	A-	3	10.0%	2	6.7%	A-	1	3.3%	0	0.0%
Baa1	2	6.7%	1	3.3%	BBB+	1	3.3%	0	0.0%	BBB+	2	6.7%	1	3.3%
Baa2	1	3.3%	0	0.0%	BBB	0	0.0%	0	0.0%	BBB	0	0.0%	1	3.3%
Baa3	1	3.3%	0	0.0%	BBB-	2	6.7%	0	0.0%	BBB-	1	3.3%	0	0.0%

(注) トルコは[BB]以下に格付けされているため、上記の表には含まれていない。

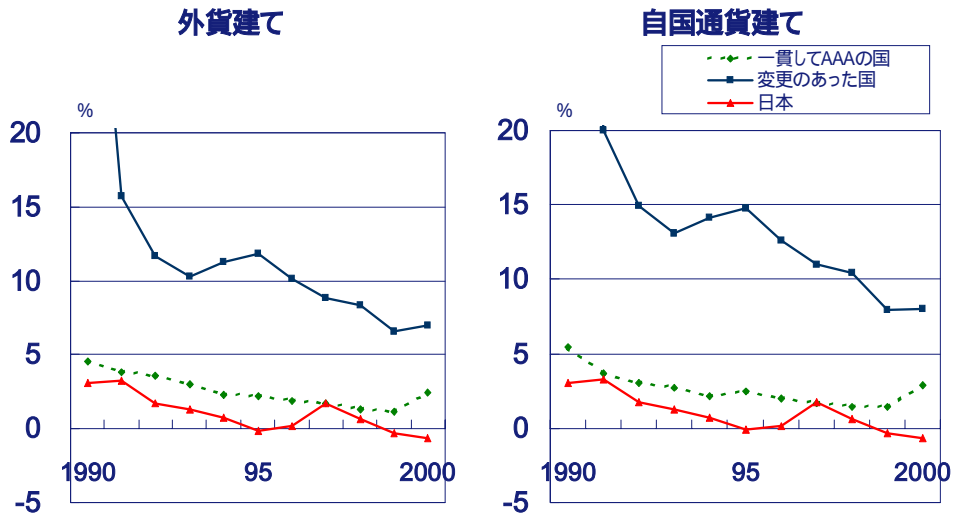
図表13 OECD加盟国の1人あたりGDP



(注1) 1995年の為替レートで固定。

(注2) 「一貫してAAAの国」とは、格付け取得後に1度も変更のない国の平均を示す(オーストリア、フランス、ドイツ、ルクセンブルグ、オランダ、スイス、英国、米国の8カ国が該当する)。

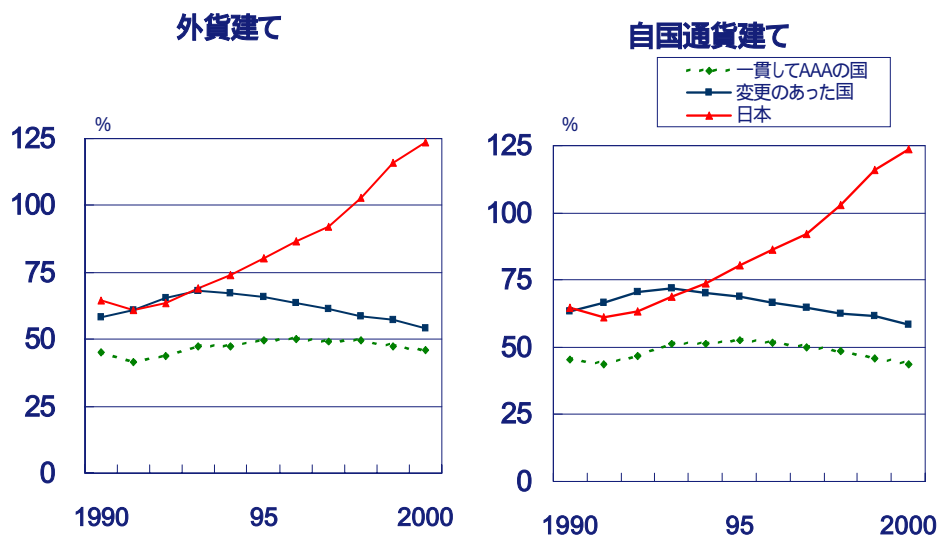
図表14 OECD加盟国のインフレ率



(注) インフレ率は、消費者物価指数(CPI)の伸び率。



図表15 OECD加盟国の政府債務残高(対GDP比)



(注) 政府債務残高は、一般政府の債務残高を示す。

図表16 推定結果 ・外貨建て格付け

	Moody's	S & P	Fitch	3社平均
定数項	4.6935 ( 5.56 )	5.1246 ( 6.13 )	5.5164 ( 6.94 )	5.1115 ( 6.41 )
一人当たりGDP	1.2573*** ( 3.77 )	1.5668*** ( 4.74 )	1.3428*** ( 4.27 )	1.3890*** ( 4.40 )
GDP成長率	0.5884*** ( 4.24 )	0.5296*** ( 3.85 )	0.5272*** ( 4.03 )	0.5484*** ( 4.18 )
インフレ率	-0.0007* ( -1.68 )	-0.0010** ( -2.41 )	-0.0008** ( -2.07 )	-0.0008** ( -2.13 )
経常収支	0.1095*** ( 2.76 )	0.0809** ( 2.06 )	0.1069*** ( 2.86 )	0.0991** ( 2.64 )
政府債務残高	-0.0043 ( -0.46 )	-0.0099 ( -1.07 )	-0.0145 ( -1.64 )	-0.0096 ( -1.08 )
経済発展度 (ダミー変数)	4.7871*** ( 5.59 )	3.7589*** ( 4.43 )	4.1836*** ( 5.19 )	4.2432*** ( 5.24 )
デフォルト履歴 (ダミー変数)	-1.3015* ( -1.82 )	-1.9540*** ( -2.76 )	-1.7628** ( -2.62 )	-1.6728** ( -2.48 )

(注1) 対象国は53カ国

(注2) ( )内はt値。\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準でそれぞれ有意であることを示す。

図表17 推定結果 ・ 自国通貨建て格付け

	Moody's	S & P	Fitch	3平均
定数項	7.4978 ( 6.84 )	7.6606 ( 7.64 )	7.4711 ( 7.46 )	7.5432 ( 7.57 )
一人当たりGDP	1.3073*** ( 2.85 )	1.4093*** ( 3.36 )	1.6201*** ( 3.87 )	1.4455*** ( 3.47 )
GDP成長率	0.4536** ( 2.30 )	0.5163*** ( 2.86 )	0.4762** ( 2.64 )	0.4820** ( 2.69 )
インフレ率	-0.0014** ( -2.56 )	-0.0017*** ( -3.44 )	-0.0012** ( -2.49 )	-0.0014*** ( -2.93 )
経常収支	0.0633 ( 1.24 )	0.0689 ( 1.48 )	0.0665 ( 1.43 )	0.0662 ( 1.43 )
政府債務残高	-0.0243* ( -2.00 )	-0.0168 ( -1.51 )	-0.0235** ( -2.12 )	-0.0215* ( -1.95 )
経済発展度 (ダミー変数)	3.5180*** ( 3.18 )	2.4134** ( 2.38 )	2.4894** ( 2.46 )	2.8069*** ( 2.79 )
デフォルト履歴 (ダミー変数)	-1.4041 ( -1.46 )	-1.4009 ( -1.60 )	-1.8303** ( -2.09 )	-1.5451* ( -1.77 )

(注1) 対象国は50カ国

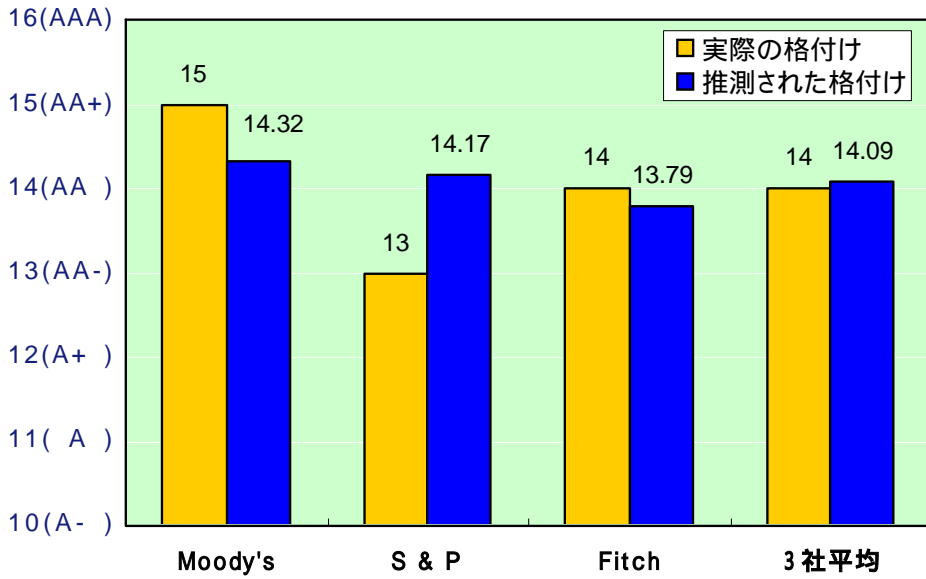
(注2) ( )内はt値、\*\*\*は1%水準、\*\*は5%水準、\*は10%水準でそれぞれ有意であることを示す。

図表18 推定結果の例 (Moody'sの自国通貨建て)

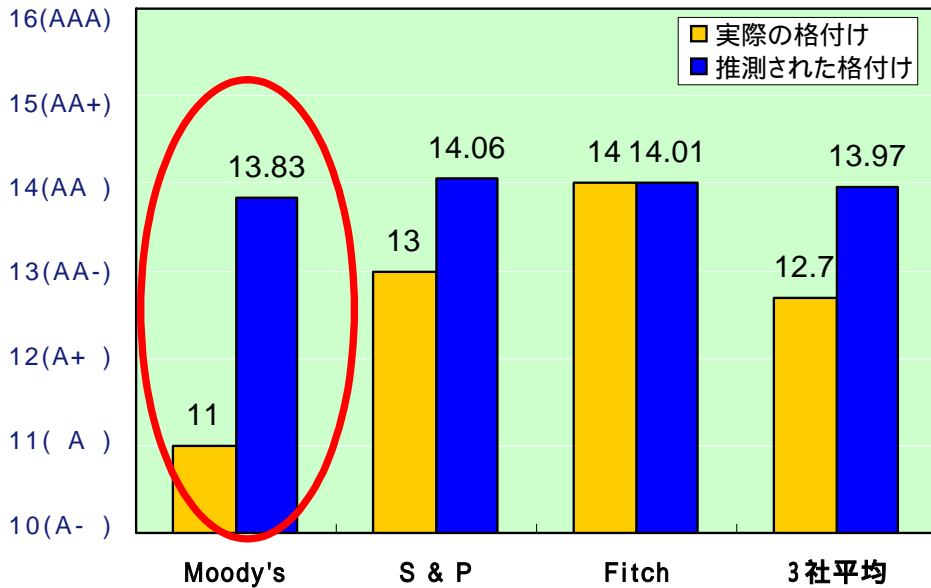
Moody'sの自国通貨建て格付け = 7.4978 (定数項)

- + 1.3073 × log(1人当たりGDP(2000年の名目, 千\$))
- + 0.4536 × GDP成長率(98~2000年の実質平均伸び率, %)
- 0.0014 × [CPI伸び率(98~2000年の平均伸び率, %) - 1.90]<sup>2</sup>
- + 0.0633 × 経常収支(対GDP比, 98~2000年の平均, %)
- 0.0243 × 中央政府の総債務残高(2000年, 対GDP比, %)
- + 3.5180 × 経済発展度
- 1.4041 × デフォルト履歴

図表19 推計された日本の格付け(外貨建て格付け)



図表20 推計された日本の格付け(自国通貨建て格付け)



図表21 国債の保有状況(政府短期証券を除く)

年度	金融機関																合計				
	民間部門								公的部門								海外	割	金 額 (兆円)		
	国内銀行	農林水産 金融機関	中小企業 金融機関 等	その他 預金取扱 金融機関	保 険	年 基	そ の 他 金 機 関	民 間 部 門 計	中 銀	央 行	郵 貯	便 保	簡 保	易 保	財 融 資 金	政 融 資 金				公 融 資 金	公 的 部 門 計
1989	22.3%	5.8%	2.6%	2.5%	3.9%	1.6%	7.7%	46.5%	6.9%	2.5%	0.3%	31.2%	0.7%	41.5%	0.9%	3.3%	5.0%	1.0%	1.9%	100.0%	149
1990	20.9%	5.6%	1.7%	3.0%	3.2%	2.0%	7.8%	44.2%	6.8%	3.4%	0.4%	31.3%	0.6%	42.6%	0.9%	3.7%	4.9%	1.0%	2.8%	100.0%	157
1991	18.3%	4.8%	2.4%	2.2%	3.2%	2.0%	9.4%	42.3%	5.2%	4.1%	0.6%	33.1%	0.8%	43.8%	0.6%	2.9%	4.5%	1.2%	4.8%	100.0%	170
1992	17.6%	5.5%	1.0%	2.0%	5.2%	3.0%	8.9%	43.2%	5.9%	4.7%	0.8%	32.7%	0.9%	45.1%	0.4%	3.1%	3.7%	0.7%	3.9%	100.0%	186
1993	17.1%	7.2%	1.2%	1.8%	5.4%	3.7%	7.8%	44.2%	7.0%	5.4%	2.0%	28.7%	1.2%	44.3%	0.4%	3.1%	3.1%	1.0%	3.9%	100.0%	204
1994	16.4%	5.0%	2.1%	1.9%	7.9%	4.4%	7.6%	45.3%	7.8%	5.8%	2.6%	24.5%	1.1%	41.9%	0.4%	3.8%	3.3%	1.1%	4.1%	100.0%	219
1995	12.8%	5.7%	2.2%	1.9%	10.3%	5.5%	5.2%	43.6%	11.1%	6.9%	3.7%	21.6%	1.1%	44.4%	0.4%	3.4%	3.0%	1.4%	3.8%	100.0%	244
1996	13.1%	4.1%	2.5%	2.0%	10.5%	5.1%	4.2%	41.5%	11.9%	7.2%	4.4%	21.4%	1.2%	46.0%	0.9%	3.3%	2.9%	1.7%	3.8%	100.0%	271
1997	13.2%	3.0%	2.2%	1.8%	9.8%	4.7%	4.5%	39.3%	11.4%	7.6%	4.5%	23.3%	1.1%	47.9%	0.1%	3.1%	2.7%	2.0%	4.8%	100.0%	298
1998	12.4%	3.3%	1.9%	1.9%	9.0%	4.2%	4.0%	36.7%	11.5%	8.0%	5.5%	24.5%	1.0%	50.5%	0.1%	3.0%	2.2%	1.6%	6.0%	100.0%	337
1999	13.6%	2.8%	2.3%	1.3%	9.4%	4.1%	5.7%	39.2%	11.8%	7.7%	7.2%	21.8%	0.9%	49.4%	0.1%	3.0%	1.8%	1.3%	5.2%	100.0%	366
2000	14.5%	3.2%	2.5%	2.4%	9.8%	3.5%	7.4%	43.4%	11.9%	6.6%	7.4%	18.9%	0.9%	45.7%	0.3%	2.8%	2.5%	0.2%	5.2%	100.0%	409
2001P	10.1%	3.5%	3.0%	1.3%	9.7%	3.5%	5.5%	36.4%	15.5%	10.8%	8.7%	15.1%	0.9%	51.5%	0.2%	5.7%	2.6%	0.4%	3.5%	100.0%	469

(注) Pは速報  
(資料)日銀『資金循環統計』

図表 22 国債と社債格付けとの比較

発行体名	事業会社格付けとの比較				海外売上高比率 (連結ベース)	
	ムーディーズ	S & P	ムーディーズ		S & P	
			会社>自国	会社=自国	会社>自国	会社=自国
1 キリンビール	Aa3	AA-			9.9	9.7
2 日本たばこ産業	Aa3	AA-			15.1	13.0
3 花王	Aa3	AA			24.4	21.8
4 山之内製薬	Aa3	AA-			39.8	39.4
5 エーザイ	A1	A			46.2	36.5
6 資生堂	A1	A			22.4	17.9
7 松下電器産業	Aa3	A			51.3	47.5
8 ソニー	Aa3	A+			70.3	67.2
9 デンソー	Aa3	AA+			46.8	38.1
10 松下電工	A1				11.0	10.9
11 トヨタ自動車	Aa1	AAA			63.1	57.1
12 キヤノン	A1	AA-			71.5	71.1
13 凸版印刷	Aa3				10%未滿	
14 大日本印刷	Aa1				11.5	10.5
15 丸井	A1	A-			前期10%未滿、前々期なし	
16 イトーヨーカ堂	Aa3	AA			36.6	33.2
17 東日本旅客鉄道	Aa2	AA-			前期、前々期なし	
18 日本電信電話	Aa2	AA-			前期、前々期10%未滿	
19 NTTドコモ	Aa1	AA-			前期、前々期10%未滿	
20 東京電力	Aa2	AA-			前期、前々期10%未滿	
21 中部電力	Aa2	AA-			前期10%未滿、前々期なし	
22 関西電力	Aa2	AA-			前期10%未滿、前々期なし	
23 中国電力	Aa3	AA-			前期、前々期10%未滿	
24 北陸電力	Aa3	AA-			なし	
25 東北電力	Aa3	AA-			前期、前々期10%未滿	
26 四国電力	Aa3	AA-			前期、前々期10%未滿	
27 九州電力	Aa3	AA-			前期、前々期10%未滿	
28 北海道電力	Aa3	AA-			前期、前々期なし	
29 東京ガス	Aa1	AA-			著しく低い	
30 大阪ガス	Aa2	AA-			10%未滿	
31 東邦ガス	Aa3				なし	

## 第5章 途上国における債務不履行問題

東京大学大学院経済学研究科教授 伊藤 隆敏 氏

### 1. 途上国の債務不履行問題

途上国の債務不履行問題を議論する場合に、債務の内容が銀行ローンであるか、国債・ボンドであるかという点がひとつの大きな違いになる。それから、貸手が国内の投資家・銀行であるか、外国の投資家・銀行であるのかということが、もうひとつの大きな違いである。

1980年代の累積債務問題は、ほとんど銀行のシンジケートローンが債務の内容であった。主に欧米の銀行が貸手であり、日本では、旧東京銀行がエクスポージャーをある程度大きく持っていた。

1998年のロシアの場合は、主に国内投資家向けの国債であった。国内債であっても、外国人の購入を妨げないので、最後に買っていた投資家には、ドイツを中心とするヨーロッパ系の外国人投資家もかなりいた。最後には利率が40%程度になったが、ヨーロッパの投資家は積極的に購入していた。当時、「モラルハザードプレイ」というニックネームが付いたように、まさか米国とIMFがロシアをデフォルトに追い込むことはないであろうという予測のもとに40%という高い金利を享受しようという投資家が沢山いた。

1990年代のラテンアメリカにおける通貨危機、94年メキシコ、99年のブラジル、そして2001年～02年のアルゼンチンは、ほとんど国債であった。これも外国人投資家がほとんどであった。メキシコの場合には、テソボノスという短期の政府証券・短期国債が大きな重圧となっていた。アルゼンチンの場合も、インターナショナルに発行したボンド、あるいは国内発行のボンドが累積して行って、利払ができないという状況になった。

### 2. アルゼンチン危機

アルゼンチンの場合は、2001年12月まではカレンシー・ボードの下にドルペッグを採用し、ドルペッグで1対1のペソを維持していた。カレンシー・ボード

というのは、外貨準備で十分な資産を持って、国内の通貨をバックアップするという制度である。つまり外貨準備を裏づけとして信用を繋ぎ止めるという制度である。当時のアルゼンチンは M1 を越えるぐらいの外貨準備を持っていた。つまりペソの信用不安が起きないように、ペソを持っている人には、いざとなったらドルと交換することができるほど十分なドルが金庫にあるということで信用を繋ぎ止めていた。

アジア通貨危機の時は、カレンシー・ボードは十分に安定的な制度であるというお墨付きを IMF も与えていた制度である。しかし 1990 年以降、急速に経済状況が悪化した。99 年にブラジルが通貨をフロート化し、一方アルゼンチンがドルペッグを維持したために、ブラジルに大きな輸出競争力が生まれてしまった。ブラジルとアルゼンチンは、メルコスールという自由貿易協定を持っているので、生産がどんどんブラジルに移っていった。

もうひとつは 1999 年導入のユーロが 2001 年にかけて、30%程度ドルに対して減価した。アルゼンチンとヨーロッパの経済関係はかなり強いが、ヨーロッパのユーロに対して通貨が切り上がる結果になり、アルゼンチンの輸出競争力が低下した。このため不況になり、デフレになるという状況が 99 年から 2001 年の時点まで続いた。それにより財政赤字が膨らみ、利払いができなくなった。

2001 年秋に色々な交渉があったが不調に終わり、2002 年 1 月に債務不履行を宣言して、通貨のフロートをした。その後は 1 年半ほど IMF と厳しい交渉が行われたが、なかなか IMF が資金を出さなかった。経済は不況になり、為替は 3 分の 1 に下落した。これがアルゼンチン危機の大まかな概要である。

### 3 . 債務不履行後の対応

議論が戻るが、銀行ローンとボンドの場合で、どのように違うかということ、銀行ローンの場合は、銀行の交渉団の結成がそれほど難しいことではない。貸手の銀行は、せいぜい世界の大銀行 20 ~ 30 行のシンジケート団であり、リスクが必要ということになると貸手主要行あるいはさらに各国 1 行を幹事行に決めて、日米欧の主要な銀行が国を相手に交渉する。通常は、金利の減免や債務支払期日の延期が鍵となる。

一方、国債の場合は、債券のリスクは非常に難しいと言われている。

ひとつには、リスクのために債権者集会を開催するということが非現実的である。つまり、発行する時は幹事行がいて私募・公募をはめ込んでいくが、その後ボンドは転売されていく。最終的にどの投資家がどの程度を保有しているか確定することが難しい。例えば大型のボンドの場合、最終的な投資家が数百人単位でいることは珍しくないので、金利減免あるいは満期の変更や借換債の発行を交渉しようとしても、その相手を確定することが非常に難しい。

それからリスクの法的有効性の問題がある。全員が賛成しないとリスクできないという慣習や法律がある国・マーケットと、いわゆるスーパーマジョリティ、通常75%から80%の大多数が賛成すればリスクが可能という法律に基づいて発行されている債券が、世界では混在している。

全員合意が必要なのがニューヨークであり、スーパーマジョリティが合意すればリスクできるのがロンドンというように分けることができる。日本のサムライ債は、スーパーマジョリティがあればリスクができるという法律になっている。

もうひとつはスーパーマジョリティがリスクに合意しても、マイノリティホルダーの投資家がどこかの裁判所に提訴することを妨げることはできないかもしれない。これは明示的になっていない。そもそも債務不履行はあまり想定されていないので、裁判所への提訴を止めることはできない。実際の事例が、数は少ないがある。特に国債の場合、差し押さえ可能な資産が見つければ、差し押さえ請求の仮処分を申請することが理論上できると言われている。例えばアルゼンチン国債が債務不履行の場合、アルゼンチンの国営航空会社があれば、国営航空会社の飛行機が米国の飛行場に着陸した途端に、その航空機の差し押さえ請求をすることは、法律理論上は可能である。少なくとも、その提訴が受理される可能性は高いと言われている。したがって、そのような提訴が頻発する可能性を否定できないという問題がある。頻発した場合、債務のリスク交渉は難しくなる。過去に事例があり、裁判の前に和解しているが、その相手はかなりの回収率を上げたのではないかとされている。

さらに国債は一種類だけではなくて、クーポン利率、発行時期、満期日等が違う債券が混在しているため、それらの債券をどのようにして公平に扱うのかという問題がある。一種類の国債だけをリスクして、他の国債をリスクしないことは、問題である。そのような意味で、公平性を確保することが非常に難しいことになる。

以上が銀行ローンの場合と国債の場合の債務不履行への対応である。銀行ローンの方が、債務不履行の場合には扱いやすいのではないかとされている。

#### 4．国債リスクの方法

国債について、スーパーマジョリティによるリスクを可能にしておいたらどうかという提案がある。

これがコレクティブ・アクション・クローズ（CACs）であり、すでにロンドンで発行された国際ショナルボンドには付いているが、ニューヨークには付いていない。ニューヨークに付いていない理由は、州法にあるのかと思っていたが、実際はニューヨークのマーケットの慣習である。慣習を変えればできるというのが最近の解釈である。したがって、ニューヨークが、CACs を付けると宣言すればすぐにでもできるのではないかとされている。

もうひとつ、2002 年秋に IMF 筆頭副専務理事のクルーガーが提案して 1 年程度議論されたが、採択されなかったクルーガー提案（SDRM）がある。

すなわち債務不履行に陥りそうな国に対して債務不履行の認定を IMF が行い、認定した後は勝手な回収はできなくなる、いわば国内法の破産認定、あるいは裁判所による再生法の適用ということ国単位で考えようという提案である。

この提案のもうひとつの特徴は、少数債券の保有者が裁判所に訴える権利を、制限することである。IMF のメンバー国の国内法を変更して、IMF が債務不履行を認定した場合は、そのような訴えを裁判所が受理しないということを決めてもらう。そのためには、IMF 協定は国際条約であり、国際条約は国内法に優先するので、すべての IMF 加盟国が IMF 協定の改訂に合意して手続きを取ればよい。

さらに、国債の種類の違いに対する公平性を保つように、IMF が努力するという内容も含んでいる。勝手に 1 件ずつ国債をリスクすることを止めて、IMF が中央でコントロールして、公平な債券の回収率になるように認定していくというものである。

ここ 1 年ほど CACs か、SDRM か、という国際金融の枠組みの改正が進んできた。いわゆる国際ショナル・フィナンシャル・アーキテクチャーの議論は、大体 CACs か SDRM かという議論である。結局、IMF が国を債務不履行と認定す



ることがラディカルすぎ、さらに米国が賛成しないだろうということで、実際にも賛成しなかったが、SDRM の提案は採用されなかった。これが現在の状況である。

しかし米国も SDRM に反対するだけでなく、CACs に前向きに取り組むようになってきた。国債の発行にリスケの可能性を入れておくという CACs のアイデアは、やがて世界的に受け容れられるという状況である。

実は、CACs の議論はもう少し前から起きている。メキシコ国債が債務不履行に陥るかもしれないと言われていた 1994 年 12 月、その後の 95 年 1 月、2 月にも議論があった。メキシコが落ち着いてからも、通貨危機を回避する方策が議論されていたが、その頃から CACs の議論は続いていた。その解決が付かないうちにアジア通貨危機が生じた。ただしアジア通貨危機は、国債の債務不履行が起きるかもしれないという通貨危機ではなく、民間の債務が返せなくなる、あるいは外貨借入をしていた企業が返せなくなるということから生じており、ラテンアメリカ型の危機とは本質的にその点が異なる。アジア型の通貨危機の議論が 97 年以降続けられて、一時 CACs は忘れられていた。しかし通貨危機がロシアに起きて、ブラジル、アルゼンチンと生じるにつれて復活してきた。

一時は CACs で纏まりそうになったが、先進国が CACs を途上国に提案した際、まず先進国で模範を示して欲しいという議論になった。その結果英国およびドイツの国債には CACs が付いた。日本および米国は、外貨建てだから返済できなくなるという途上国型の通貨危機の議論をしているという理由で、外貨建ての債券には CACs を付ける用意があるが、自国通貨建ての国債に関しては CACs を付ける意思はないという立場をとった。自国通貨建ての国債は、紙幣を増刷すれば、返済不能になることはないというのが日米の見解であった。

このように CACs の議論も多分に政治的な面があり、すべての自国通貨建ておよび外貨建ての国債に CACs を付けようとする議論をすると、恐らく纏まらなくなると考えられている。現在は、発行市場で、ロンドン、ニューヨーク、東京で発行する債券に CACs を付けようという方向に議論が収斂しつつある。これは合意がなされようが、国内で発行している債券にまで CACs を付けていくということになるかは予断を許さない。

SDRM の提案も多分に政治的なところがあり、IMF にそれだけの強大な権限を

与えるのかと色々な国が反対したことも、その提案が広く支持されなかった理由である。

なお CACs に関して当初米国が消極的であったのは、米国の金融機関は国際的に協調してスーパーマジョリティを形成するよりも、自分たちで交渉した方がより多く回収できているのではないかということが、米国以外の国の見方である。

一方、途上国が CACs に積極的に参加しないのは、ニューヨークで発行するか、ロンドンで発行するかといった時に、CACs を付けると言ったことが、もしかしたら債務不履行をする国であると投資家に見られることを懸念しているのではないかと言われている。本当にそうであるかということで、ある経済学者がロンドンとニューヨークで、ほぼ同時期に、ほぼ同じような条件で国債を出している同士を比べて、プレミアムはどちらが高いかを比較した。その結果、ファンダメンタルが良い国は、CACs が付いていることで、プレミアムが余計に高くなることはないというのが結論である。健全な国が国債を発行する時に CACs が付いているという理由でプレミアムが高くなることはないというのが、現在の学界の常識になりつつある。

## 5 . 日本への教訓

### ( 1 ) 対外債権国として

日本への第 1 の教訓は、そもそもこのような国際的な議論にどのように参加するのかということがある。債権国としては、CACs を付けるのか付けないのか、あるいは SDRM に賛成するのか、反対するのかといったことを、かなり真剣に議論していなければならない。日本は債権国であり、その債権を回収できるのか、できないのかといったことまで関係してくる。このようなことの準備なしに議論に参加していると、自国にとって不利な方向に議論が行ってしまう可能性も否定できない。

それから、サムライ債の市場はかなり歪んでいると言われている。サムライ債で起債すると、他の市場より有利な条件で起債できると言われている。ただし全員ができるわけではなく、特定の国がそのようにしてきた。単純にクレジットレーティングを見ると、もう少しスプレッドが高くてもよいという国がサムライ

債で起債している。かつてはギリシャやハンガリー、ブルガリアがサムライ債をよく使っていた。最近ではアルゼンチンが債務不履行に陥った。どうも日本の証券会社が、日本の投資家にはめ込みやすいと思う国が、サムライ債で低めのスプレッドで起債している。そのような意味で、多少歪んでいるのではないかと言われている。

日本の金利が今は非常に低く、円で起債したいという国が、もっと日本に来てもおかしくはないが、必ずしもそうなっていないところも不思議なところである。サムライ市場の活性化は、円の国際化の話をする時に必ず議論になっていたが、今一度サムライ債を議論してもよいのではないか。

ODA を含む日本からの途上国支援のあり方も、国として見直す必要がある。要するに、グラント比率を高くするのか、円借款のような貸付にこだわるのかということである。貸付を行い、貸付残高が拡大したらどうなるのか。多重債務の救済ということで、借金を棒引きにされるのではないか。支援しないということではなく、どのような途上国支援が必要なのか、支援の形態を、どうするのかということ、国家として考える必要があるのではないかということが教訓である。

## (2) 財政債務国として

第2の教訓は、債務者としての問題である。日本は財政赤字のGDP比率が6%、7%という状況をここ数年続けている。その結果として、債務残高のGDP比率が150%になってしまった。先進国に類を見ない突出した債務・GDP比率になっている。2位が多分イタリアで100%程度、それからカナダと続き、他は米国を含めて60%~70%である。米国も双子の赤字について色々と議論されているが、双子の赤字といってもGDP比率で5%を超えて、債務・GDP比率で65%である。米国の財政赤字について日本が言う資格はないのではないかと言われている。

日本は150%という数字が毎年6%、7%ずつ上昇しており、かなりの人が心配している。日本はまだ大丈夫という意見の人と、日本はすでに危険水域に入っているという人がいる。日本は大丈夫という人は、日本は対外的な債権国であるので、アルゼンチンのように信用の低下から借り換えができなくなることはありえないということを理由としている。さらに、先進国であるので、投資家の信頼を失うことはない、まだ時間があるということも理由に挙げられる。第3の理由として、

低金利であるので、利払費も安定して低い水準にある。第 4 の理由としては、日本の政府債務の GDP 比率 150% という数値はグロスであり、ネットでは 65% 程度なので、それほど心配する必要はないということである。これは、いざとなれば国有財産を売却すれば返済できるという議論につながる。

これに対して日本は心配であるという人は、債務・GDP 比率が上昇を続ければ、やはり債務不履行の危険が表面化して、国内投資家ですら借り換えを拒否する事態になるであろうと主張している。

第 2 は、先進国、途上国という区別はそれほど重要ではなく、単に信頼を失うスピードが遅いということだけであり、いずれ信頼を失う時は来るとのことである。

第 3 の理由として、いずれ金利は上昇する。そのシナリオは幾つかある。景気が順調に回復しても金利は上がる。あるいは景気回復ではなく、何らかのネガティブショックが経済を襲った時に物価が上昇して、金利が上昇するかもしれない。金利が上昇すれば、利払費が上がっていく。10 年国債は、それほど急速に利払い負担が拡大しないかもしれないが、少なくとも短期の国債は、金利負担が急速に増大する。金利負担が急速に増大すれば、税収で賄えなくなり、新規国債を発行しなければ、利払費を賄えないという事態になる。すなわち財政が維持可能ではなくなる。

4 番目に、日本のネット債務は非常に低いという議論に対しては、ネットの計算の元となる純資産の内容がよく分らないという問題がある。むしろ逆にグロスに入っていない債務もあるのではないかと。年金もきちんと計算されていないかもしれないし、一般的に社会保障が計算されて債務に計上されていないかもしれない。したがってグロスの債務は、過大評価ではなくて、過小評価なのではないかと考えている人もいる。

大丈夫であるという人、心配であるという人の、各々に論拠があるかもしれない。この論争はすでに 3 年ほど議論されており、その間に毎年 7% 程度債務・GDP 比率が上がっているので、そろそろ危ない領域に入っているのではないかと。今後 4~5 年のうちに大きく舵を切ることができなければ、アウトではないかと思う。あるいは、もっと前にそうなると考えている人もいると思う。いずれにしても時間の問題で、残された時間がどれくらいあるかという点で意見が違っただけではないかと思

う。

## 6. 空想シミュレーション

日本で債務不履行はどのような状況で生じるのか、何が起きるのかを考えてみる。今の状態で後 5 年進んだとしたら、かなりショックに対する脆弱性は進んでいる。そこで大きなショックが起きたとしたら、対応策として想定されるのは、おそらく増税か、大歳出削減か、インフレである。増税は国会が拒否するかもしれない。インフレオプションは、日銀がインフレになるような政策を拒否すればインフレにはならないが、経済は大不況になる。金利が高くなり、財政は維持できなくなるのではないか。最後にすべての逃げ道が閉ざされれば、そこで債務不履行ということも考えられる。このようなシミュレーションを行ったのが以下である。

[ 空想シミュレーション ]

日本の国債債務不履行（アルゼンチン）にいたるシナリオ。

低成長、デフレ、低金利の継続      債務 GDP 比率の上昇、低金利国債の増加。  
価格上昇圧力、オイルショック      インフレか金融引き締めか。金融引き締め  
国債価格の暴落、投資家が新発債を買わない      増税か、歳出削減か。国会、  
増税拒否。

経済大不況、税収暴落      財政赤字拡大。日銀引受けか、高金利か。日銀引受  
け拒否。

国債価格付け暴落、ジャンク化      国内投資家は国債買わず。海外投資家短期国  
債購入。

ネズミ算式に債務膨張、円安、インフレ、高金利の悪循環。

税金と新発債をもっても利払いできず      債務不履行

債務不履行が起きると、日本は IMF の指示に従うようにといわれて管理下に入る。IMF の対策はアルゼンチン等の事例で見ると、歳出の大幅削減、公務員給与半減、年金給付半減、地方への補助金半減等が、スタンダードな政策である。それから増税、例えば消費税 30%への引き上げである。インフレを非常に嫌うので、インフレ抑制に動き、金利は非常に高くなる。貸出先を非常に限定するように

なり、国有財産の国際的競売を行い、資産をどんどん売却する。企業倒産が生じる。1年ほど経済成長率は落ちて、マイナス15%程度になり、その後は8%程度の成長率で急回復する。国際競争入札をする時に、対外直接投資が激増する。このようなことが、途上国で起きたことから考えて、日本で債務不履行が起きた場合に考えられる空想的シナリオである。

(2004年2月17日：第5回委員会)

## 第 6 章 税制と歳出見直し

慶應義塾大学商学部教授 跡田 直澄 氏

「税制と歳出見直し」ということで、まず最近 10 年間位のデータに基づき税制・歳出の実態を説明し、次に今後のあり方について述べる。

税制については平成 15 年度に動き始めたばかりで、影響等はあまり分析できていないが、現状どんな効果が出ているかを述べ、次に今後のあり方、財政再建に向けて何をすべきかについて議論を進めて参りたい。

### 1. 歳出改革の動向

#### (1) 一般会計予算抑制

歳出は国の一般会計と特別会計を併せて見る必要があり、さらには地方の普通会計および特別会計を含めて検討する必要もあるが、ここでは一般的に国の一般会計を見ていく。

どの位歳出を抑制しているか、図表 1 に当初予算内訳を実額ベースの棒グラフで示した。平成 12 年をピークとして、以降はやや抑制されているが、平成 14 年からは僅かながら増えている。削減されているというよりは、抑制しているというのが、一般会計の状況であり、内容としては国債費と公共事業費の抑制が目立っている。

国債費は低金利政策の効果が徐々に現われている。平成 12 年度以降発行を抑制していることもあるが、借換債で利払負担が低下していることの影響が大きい。

公共事業費も平成 12 年以降は縮小しているが、一般会計全体の中で公共事業費の占める割合があまり大きくないため、目立たない。ただし閣議決定はしていないが、政府の中では地方も含めて公共事業費を、GDP 比 6% 台から 3% 程度へと半減させることを目標として、公共事業費削減を進めている。平成 16 年度予算に関しては、補助金改革においても公共事業費を抑制しており、公共事業費全体で対前年度 3% を削減し、さらに約 4,000 億円程度の公共事業費関係の補助金を削減している。公共事業費の対前年度 3% 削減と補助金改革が重複している部分もあるが、

やや強い公共事業費削減が始まり出した。

一方、近年一般会計の削減が進まない背景としては 2 つ増加要因がある。ひとつは社会保障改革の遅れ、特に医療改革の遅れから社会保障費が着実に増大している。次に交付税についてもほとんど減らず、ややもすると増大する傾向を示している。これは交付税特別会計がすでに約 50 兆円の借入を抱えて、一般会計から支出せざるをえないという交付税改革の遅れの影響も背景にある。

## ( 2 ) 政府支出削減の遅れと内容の変化

以上の増加要因と削減要因が相俟って、歳出の伸びを止めている状況であるが、小泉改革は歳出削減をある程度やりながらも、制度改革等の遅れから、財政の改善を思ったようには進められていない。図表 2 を見ると、政府最終消費支出と国内総固定資本形成の合計額は、平成 11 年度以降ほとんど変わっていない。すなわち小泉構造改革で歳出を削減するはずが、政府の規模はほとんど変えられず、実態として本格的改革はまだできていない。ただし国内総固定資本形成は平成 7 年度をピークとして徐々に減少しており、政府支出の内容には変化が認められる。

## ( 3 ) 公共事業改革

図表 3 は公共事業関係費の推移を示している。平成 6 年度一般会計では約 11 兆円あった公共事業関係費が、平成 16 年度は 8 兆円を下回った。ほとんどが補助事業と考えられ、一般会計が 3 分の 1 を負担する補助事業であるとするれば、平成 16 年度は政府の関わる事業で約 24 兆円、地方単独事業約 6 兆円を合わせても、約 30 兆円レベルの公的資本形成となる。ピーク時は約 40 兆円を超えていたことを考えれば、約 10 兆円規模の削減となり、かなり削減できている。平成 14 年度より概算要求時に年率 3% で削減し、ピーク時対比半減することを目標に進めている。内容としては、道路整備事業費が大きく削減され、住宅都市環境整備事業費だけが増えており、いわゆる都市再生の公共事業に重点化が図られている。

また公共事業に関しては、いままで長期整備計画を立て、特別会計等で予算を準備し、予算を使い切るような運営をしてきたが、平成 14 年度の漁港漁場整備長期計画の見直しに始まり、平成 15 年度は道路以下 9 つの整備計画を、社会資本整備



重点計画に一本化した。すなわち社会資本整備自体を目標とすることから、整備した後の成果が、どうなるのかを重視した計画を作成するようになった。ただし道路等では、まだ特別会計が残っているが、今後は特別会計の一本化も考えて、公共投資の抑制と成果の重視を図っている。

#### (4) 予算改革

平成 16 年度予算からモデル事業と政策群を導入し、ニューパブリックマネージメントの考え方を入れ、成果を重視する形で予算を運営しようとしている。すなわち、予算の段階で細かい項目を査定するのではなく、大枠で予算を与え、どの程度の効果が挙げたのかをチェックする、というすでに民間では実施されている手法を取り入れている。実際に一部では実施されているが、平成 16 年度政府予算では、まだ僅少な事例にとどまっている。最も予算規模の大きい事例でも、経済産業省の特許事務の機械化の 529 億円であり、総額でも 700 億円未満にとどまり、まだ実験段階である。平成 17 年度予算では、各省庁概算要求の 2 割位に導入すべく働きかけている。ちなみに先進国の予算編成では、この方式がすでにすべて導入されている。

さらに政策群と言われている、府省横断型の予算編成が長年検討されているが、まだ予算の数字に変更をもたらすには至っていない。例えば、少子化の流れを変えるための次世代育成支援ということで、認可保育所の設置基準の緩和、保育所設置者の多様化（株式会社）、保育所の公設民営方式などが検討されている。これには厚生労働省、文部省、さらに株式会社ということで経済産業省の三省が関係しており、三省が協働して政策を検討の上、予算申請することが望ましいが、共同の目標だけを設定している状況にとどまっている。手段でも協働するということは、まだ始まっていないのであまり効果を期待できないが、最終的には政策群として歳出の抑制と効率化が必要な段階にきている。

単に概算要求で全体を削減するのではなく、部分的にも効率化を図り強弱をつけて、現在の予算改革は推進する必要がある。概算要求においても、公共事業等は 3%、社会保障等は 1%位を効率化しても、自然増分は考えざるをえないため、効率化、歳出削減、自然増を組み合わせ、全体的な歳出の抑制を進めざるをえない。

一律カットは景気回復局面での一律増につながる恐れもあるため、必要な予算は増やしても、不必要なものは削減するという予算改革が必要になっている。歳出の見直しに関しては、この予算改革が最も重要である。

#### (5) 社会保障制度の個別改革の遅れ

社会保障関係費は、平成6年度頃は14兆円弱であったが、平成16年度は約20兆円近くなっている(図表4)。内容は社会保険費が平成12年度、13年度で大きく増え、社会福祉費が減っている。これは介護保険導入により、それまで老人福祉に支出されていた社会福祉費が、社会保険の国庫負担に変わったということに基づく。加えて介護保険のサービス需要者も増えたため、本来は社会福祉費の減少分程度と考えられていた、社会保険費が予想以上に増加した。もうひとつは医療改革で医療費の削減が機能せず、医療保険の国庫負担分が急速に増大している。また長期の不況の中で生活保護費が少しずつ増えてきている。高齢化という自然増要因もあるが、社会保険費の抑制が今後の歳出削減の中で重要な課題となっている。

#### (6) 交付税改革

平成16年度交付税は全体で約18兆円ある中で約1.2兆円削減された。地方自治体の中には交付税削減に対しアレルギーがおきかけているが、約1.2兆円の内容は、補助金改革の約1兆円の補助事業削減と連動した、交付税削減が大部分と考えられる。前述のように補助事業は、3分の1ないし2分の1の国庫負担の補助金以外は、地元が資金負担するのが原則であったが、実際には国が地元負担部分を交付税として実質的に供与してきた。したがって補助金改革で補助事業が削減されると、併せて交付税も削減されたというのが実態である。何故これだけの削減をしていかなければならないかという、交付税特別会計に約50兆円規模の借金があり、返済の目処がたっていないことが背景にある。交付税特別会計の処理は今後の大きな課題である。

平成16年度予算では一般会計の交付税支出を約15.4兆円とした。通常、交付税は所得税・法人税・酒税・消費税等の国税収入に、32%程度の一定比率を乗じて決めるが、この方式で算出すると、現状は約11.1兆円程度にしかならない。一

方交付税支出は約 17 兆円あるため、結局約 6 兆円は借金せざるをえない。このため一般会計では特例交付金として約 0.3 兆円を国税収入から支出する他、臨時財政対策債 3.9 兆円を一般会計が債券を発行して資金調達し、合計 15.4 兆円を交付税に支出している。また、特別会計では、0.3 兆円の借入を返済する一方、引続き 1.8 兆円を借入れて差引 1.5 兆円の資金調達している。臨時財政対策債 3.9 兆円と特別会計借入 1.8 兆円を合計すれば、結局、5.7 兆円の借金を増やしているが、特別会計借入を増やさないように、一般会計に付替えて実施している。このように交付税改革は遅々として進んでいないというのが実態であり、最終的にはまだ約 6 兆円を削減していく必要がある。

まずは肥大した部分を圧縮しなければならない。交付税は過去 10 年あまりで 2 倍に規模が拡大した。平成 2 年度には約 10 兆円だったが、一時 22 兆円まで拡大し、徐々に削減して、ようやく平成 16 年度で約 17 兆円規模に到達した。それでも国税収入から算出される約 11 兆円と比べれば、まだ大きすぎると考えられる。過去に景気対策として地方に資金を流すため、強引に交付税を拡大した面があり、補助事業の拡大に連動して交付税が増大した時期もあるが、補助金はほとんど国債を発行して調達しているため、結局財政赤字の拡大を招いた。その結果、政府財政が苦しいため、補助事業を増やすことも難しくなり、平成 3、4 年頃は地方債発行による地方単独事業の拡大を促し、地方債償還の際に交付税で支援することを考えた。近年いよいよ平成 3、4 年頃に発行された地方債の償還が始まるため、この点からも交付税の削減が妨げられている。そもそも基準財政需要は本来、人口や道路面積等に基づいているため、それほど急激には増えないはずであるが、当時は物価が上昇していないにもかかわらず、単位費用を大幅に増やして、基準財政需要額を水ぶくれさせたという経緯がある。その結果、交付税額は増大し財源の不足する分は借金した。これは小淵内閣の典型的借金政策の事例であろうが、現在この部分を改革しようとしている。

まずは水ぶくれを取り除いて、その上で本格的な交付税改革を進める。すなわち、交付税を削減して税源を移譲する、さらに東京都も含め、財政調整を検討していく必要がある。言い換えれば交付税改革は、規模縮小、税源移譲、財政調整と三段階位のステップを踏まえて進めていく必要がある。

図表 7 に示しているが、三位一体改革の将来像として、2013 年にプライマリーバランスを達成することを目標とした場合、交付税については毎年平均約 2 兆円の歳出を削減し、平成 21 年度までに合計約 13 兆円位の歳出を削減する必要がある。平成 16 年度に約 16.9 兆円であった交付税は、平成 21 年度には約 8.1 兆円と半減させ、そのうちの国庫支出については平成 16 年度の 10.7 兆円から平成 21 年度には 7.7 兆円まで減らしていく必要があると考えられている。一方、歳出全体としては、社会保障モデルに示すように、2013 年にプライマリーバランスを達成するためには平成 25 年度（2013 年度）までに約 20.5 兆円の歳出削減が必要となる。約 20.5 兆円というのは、増税を考えずに歳出削減だけで、2013 年にプライマリーバランスを達成しようとする場合の削減必要額であるが、このうち約 13 兆円は上記のように交付税を削減できたとしても、残り 7 兆円強を他の項目からどのように削減するかが大きな問題となる。社会保障費の削減で捻出することは、今後ますます高齢化が進む中かなり難しく、歳出削減には限界があると考えられ、増税なし経済成長による税収増による対応を考える必要があろう。

## 2. 税制

### (1) 税収の低下

図表 5, 6 に国税・地方税の税収の推移を示した。国税は長期不況の中、平成 2 年度 63 兆円であったものが、平成 15 年度では 44 兆円程度へと一貫して低下している。内容は、所得税が平成 2 年度の 26 兆円から平成 15 年度は 14 兆円へ低下しており、法人税が 18 兆円から 9 兆円へ半減している。このうち利子配当税は 6 兆円から 5 兆円へ低下しているが、金融資産性税収の低下はあまり大きくはない。また、所得税・法人税がほぼ半減している中で、国税全体ではそこまで減っていないのは、不況期でも確実に税収の揚がる消費税の存在が大きい。

一方、地方税収入は平成 2 年度以降平成 15 年度に至るまで、全体のレベルはあまり変わっていない。すなわち、地方は国と比べて税収では苦しくなっていない。事業税は平成 2 年度の約 6 兆円から平成 15 年度は約 4 兆円へ約 2 兆円減少し、都道府県はやや苦しいかもしれないが、固定資産税の評価を上げているため、固定資産税の税収は平成 2 年度の約 6 兆円から平成 15 年度は約 9 兆円へと約 3 兆円増加

しており、地方税全体としては住民税・事業税の減収を補っている。結果的に、市町村はこの不況の中で、地域的には苦しくなっているところがあるかもしれないが、全体ではそれほど苦しくはなっていないというのが現状である。

次に減税の影響を考える。平成 2 年度以降、所得税・法人税の減税を大幅に実施している。個人では定率減税と制度減税を実施してきており、法人税では 35% を 30% へ低下させた他、投資減税と研究開発費減税を実施してきた。平成 2 年度から平成 15 年度の間、国税では約 9.8 兆円、地方税では約 1 兆円の減税を実施した。その結果、平成 2 年度から平成 15 年度の間、国税の減収分約 19 兆円のうち、減税による減収が約 9.8 兆円あり、不況による減収は約 9 兆円程度である。一方地方税は減税による減収が約 1 兆円程度であるのに対し、不況による減収は約 2 兆円となっている。ここで重要なのは、不況による減収部分、国と地方で合わせて約 11 兆円は、景気が回復すれば戻ってくるということであり、また減税による減収部分、約 11 兆円は減税をやめれば徴収可能になるということである。すなわち景気回復を前提とすれば、国税・地方税合わせて 20 兆円以上の増収材料があり、先ほどの図表 7 の社会保障モデルで必要とされた、2013 年にプライマリーバランスを達成するための 20.5 兆円の歳出削減ないし歳入増加の材料となりえる。ただし、この材料があるからといって、景気が回復するまで歳出削減努力をしなくてよいということにはならない。また不況による減収部分の回復は、将来の自然増収を待つことと同義になり、どの程度実現するか不確定である。政策的な減税部分は将来的には戻す可能性があるが、法人税を 5% 下げた分約 1.2 兆円は、すでに制度化しており戻すことは難しく、国税の減税による減収分の残り約 8 兆円強の部分についても、定率減税等で戻せる規模は約 2 兆円程度と推測され、地方減税分についても 0.3 兆円程度と考えられる。したがってこの材料だけでプライマリーバランスを達成するための歳入増加は期待し難い。

## (2) 所得課税 (図表 8, 9)

所得課税については景気対策として、定率の特別減税と制度減税を引続き継続している。制度減税では最高税率の 37% への引下げが最も重要であった。定率減税は 20% で上限 25 万円であるが、これを徐々に削減していくことが今後の課題であ

ろう。また配偶者特別控除の上乗せ分の廃止が、平成 15 年度決定され、平成 16 年度実施される。ただし配偶者特別控除の恩恵を受けていたのが、働きたくても育児等で働けなかった層が中心であったことを考えると、この廃止は子育て支援策に逆行することになる。本来廃止すべきだったのは、配偶者控除ではないかと考えている。したがってこの点は再度検討する必要があるが、税収規模としてはあまり大きくない。公的年金等控除の縮小、老年者控除の廃止については、財政の現状を考えればやむをえない。以前の給与所得者控除レベル程度であれば、それほど大きな増税要因にはならないであろう。

### (3) 法人課税

法人税率は 30%へ下げられ、法人事業税率についても、外形標準課税が創設されたため、最高税率が 7.2%へ下げられている(図表 10)。ただし外形標準課税の導入によって恩恵を被るのは主に大法人であって、中小法人にはあまり影響がない。したがって減税の効果は限られている。最近 10 年間で影響が大きかったのは、法人税率を 30%へ引き下げたことであるが、日本の法人の税負担は法人税・法人事業税以外にも、超過課税や同族法人の留保金課税等が残っているので、現在でも実効負担率は 40%を超えており、米国・英国と比較した場合 10%以上高い。またアジア諸国の法人税率は大抵 20%であり、アジア諸国と比較すれば 20%程度高いことになる。今後の価格競争力を考えれば、この点も検討課題となろう。

平成 15 年度実施した IT 投資減税の効果については、まだマクロの速報値のレベルであるため、詳細を把握できていないが、新聞等によれば国内のパソコンの出荷台数が 1,078 万台で 10%増加しており、減税の効果はあったと考えている。マクロの数字でも投資の増加があり、平成 16 年度も設備投資計画が平成 14 年度以来伸びて、15%位の計画値の増加がある。実現にはまだ不安が残るが、少なくとも国内の設備投資に対し、投資減税の効果があったと言える。ただし、投資減税は平成 16 年度末で終了し、平成 16 年度の所得の決算をする平成 17 年 5 月までは、投資減税の恩恵を享受できるが、その後は景気に対する不安が出てきかねない。そこで投資減税を終了しても、例えば、その分を法人減税に置き換える等の処置を検討する時期に来ているのではないかと考えている。投資減税実施額は約 5 千億程

度であるが、これは法人税率では約 2%程度に当たる。将来、法人税を 25%程度まで引き下げることを展望するのであれば、2%程度引き下げるということ、平成 16 年度中に決める段階に来ているのではないかと考えている。主税局ではまだ無視しているようであるが、経済諮問会議では議論しようとしている模様である。また研究開発費も、新聞報道等によれば、大手 500 社で約 0.2 兆円増加しているということであり、民間の研究所では、0.5 兆円から 1 兆円近くなるのではないかと推定している。研究開発費減税も使い難い面があるとは言いながらも、制度減税として効果を上げてきており、今後はより拡充する必要がある。世界の中で日本の製造業の競争力を維持していく上では、長期的に企業の製品開発力を高めておく必要があり、研究開発費減税はより拡充していく必要がある。なお法人課税については増税を考えるべきではない。景気が回復すれば法人税収は急激に伸びるため、自然増で大幅な税収拡大が期待できる。

#### (4) 相続税・贈与税

平成 15 年度に相続時精算課税制度が創設された時には、住宅取得時の贈与で 3 百万円の控除を適用している人達が住宅取得者の 25%程度だったので、25 百万円控除を利用する人は少ないと思われていたが、実施してみると、国税庁によれば非課税枠の利用額が平成 15 年度ですでに 1 兆円あった(図表 11)。住宅購入ないし消費にかなりの部分が回る可能性を考えれば、平成 17 年以降も継続することが考えられる。相続時には精算課税をするわけであるから、国内需要で景気のある程度維持していくために、生前贈与を促進することは有効と考えている。

#### (5) 金融資産課税

複雑な株式譲渡益課税が平成 14 年度改正からあったが、現状一本化されたものとしては、優遇を続けながら簡素化を図るべく、平成 19 年までは 10%課税が継続されている(図表 12)。

また今のところ源泉で徴収がなされる特定口座制度も導入されている。

ただし民間企業のパンフレット等には源泉徴収と記載されているが、申告納税を証券会社が代理でやっているだけで、源泉徴収制度をやっているわけではない。原

則は、株式譲渡益はすべて申告納税することになっているので、あのパンフレットは誤解を招きやすいと思う。

残る問題は損益通算をどこまで認めるかということがある。特定口座のみで取引している限り損益通算は簡単だが、異なる証券会社間で売買した場合は、何処かで誰かが照合する必要が生じてくる。そういう点からは、複雑な損益通算を希望する人だけが、納税者番号等を利用するべきではないだろうか。全員に納税者番号をつけようとする大変なコストを要する。基礎年金で番号を付与する際、厚生労働省はハード導入とソフトの開発で約 8 千億を費やしたようだが、納税者番号のために国税庁がまた 1 兆円近いコストを費やす必要性は考え難い。住民台帳でも 1 兆円以上のコストをかけたことを考えても二重・三重の投資は避けるべきと思うが、税務当局は納税者番号をきちんといれて正しい納税をさせることを考えている模様であり、今後議論すべき課題となる。

なお以上述べた所得税・法人税・相続税・金融資産税に関しては、税率を元に戻すことはあっても、増税すべきではないと考えている。何故ならば増税した場合、これらの税は経済活動の歪みを強める可能性が高い。一番経済活動を歪める可能性が低いのは消費税であり、増税する場合は、消費税率を高めるという選択肢が最も現実的であろう。例えば消費税を 3%引き上げ、うち 1%分程度については代替措置として一時的に所得税減税というような対応が現実的なのではないかと考えている。

前述のように約 13 兆円の歳出削減を実施すれば、景気回復の自然増収で 2 兆円程度は見込めるので、5 兆円程度の増税により、2013 年度にプライマリーバランスは達成できる。消費税で約 5 兆円を捻出するのは、税率を 2%程度上げれば達成可能な水準である。

ただしこの段階はプライマリーバランスの達成にとどまっており、本質的な財政再建として、国債発行を 0 に近い水準まで、少なくとも 5 兆円程度までにするには、2013 年からさらに 7, 8 年、すなわち 2020 年頃まで要すると考えられる。2020 年頃の国債発行残高は、最終 1,300 兆円程度は覚悟する必要がある。この約 1,300 兆円を如何に低く抑えられるかが、その後の財政再建プロセスを大きく左右する。そのためには消費税を 3%程度、同時に所得税ないし法人税の減税を実

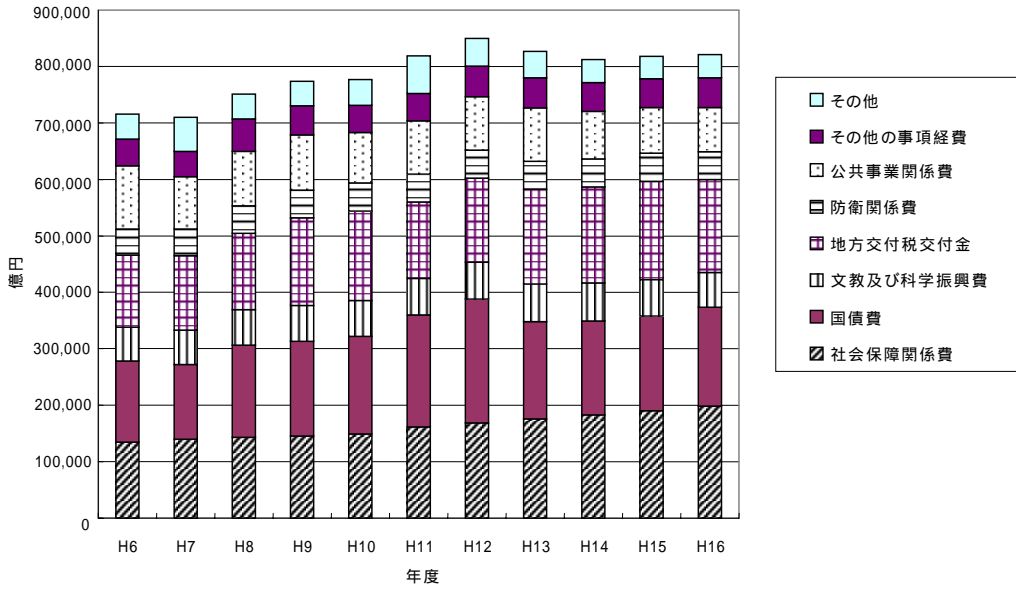


施することを考えれば、実質 2%程度は引き上げること、および経済を確実に回復させること、すなわち 2010 年頃までに名目で最低 3%、できれば 4~5%の成長を 4, 5 年継続できることが重要になる。1994 年頃の米国の経済状況が、2008 年~2010 年位に日本に来れば、日本経済の復活もかなり速いと考えられるが、現状は民間部門の構造改革に比べ、政府部門の構造改革が遅れて足を引っ張る懸念が大きい。その点を考えると、2010 年代の初頭に 4~5%の成長をすることが、現状描ける最も明るいシナリオであろう。4~5%の成長を 4, 5 年継続すれば、累計して約 20%程度の成長となり、約 100 兆円の GDP が拡大する。租税負担率 30%で約 30 兆円の税収となり、要再建額が自然増で達成できることになる。財政をこれ以上は拡大させないという前提であるが、成長が大きな効果を発揮する可能性がある。そのために法人課税の軽減や技術開発等に重点を置くことが必要で、政府の歳出削減と民間経済を早急に回復させる方向で考えていけば、国家財政についてはそれほど悲観的になる必要はないと考えている。

一方、地方財政についてはかなり危険性が高い。場合によっては一度破綻させ、地方自治体といえども、住民が監視していなければ破綻するという事例を示すべきではないかと考えている。地方自治体だから破綻しないという甘えが、地方自治体自身にも見えるし、住民にも見える。地方債以外で借金している場合もあり、破綻の際には銀行等に影響が生じるかもしれないが、そういう部分について保証がないということを明確に示す必要がある。地方財政に関しては、税収がそれほど落ち込んでいない点を踏まえても、厳しく対応していくべきではないかと考えている。

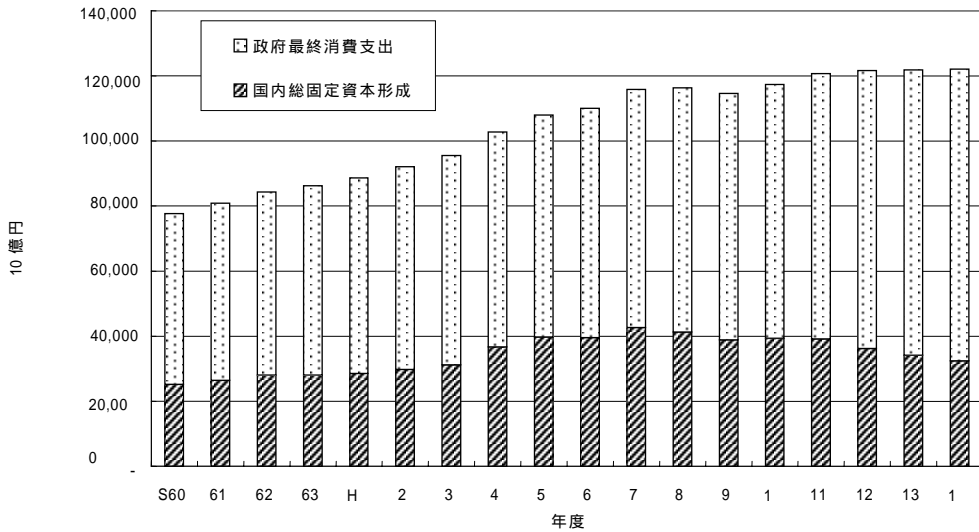
(2004 年 6 月 8 日 : 第 9 回委員会)

図表1 当初予算の内訳



(出所) 跡田直澄氏作成

図表2 SNA からみた政府支出実質

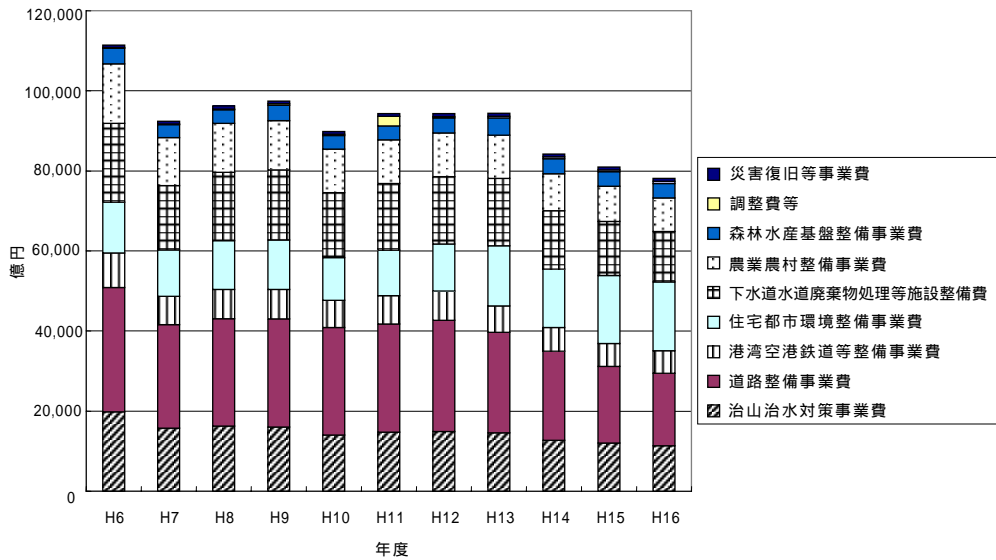


(出所) 跡田直澄氏作成

0

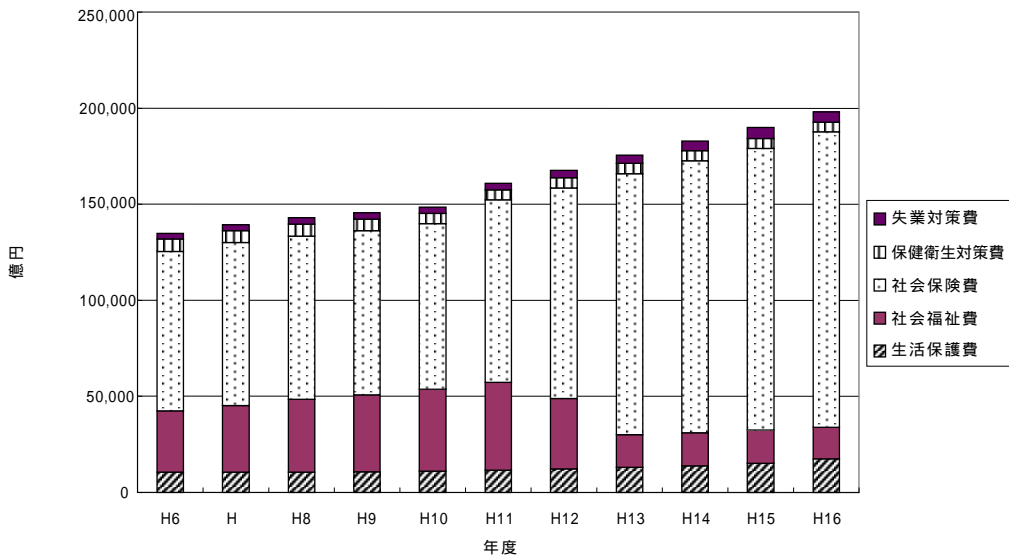
4

図表3 公共事業関係費(当初予算)の内訳



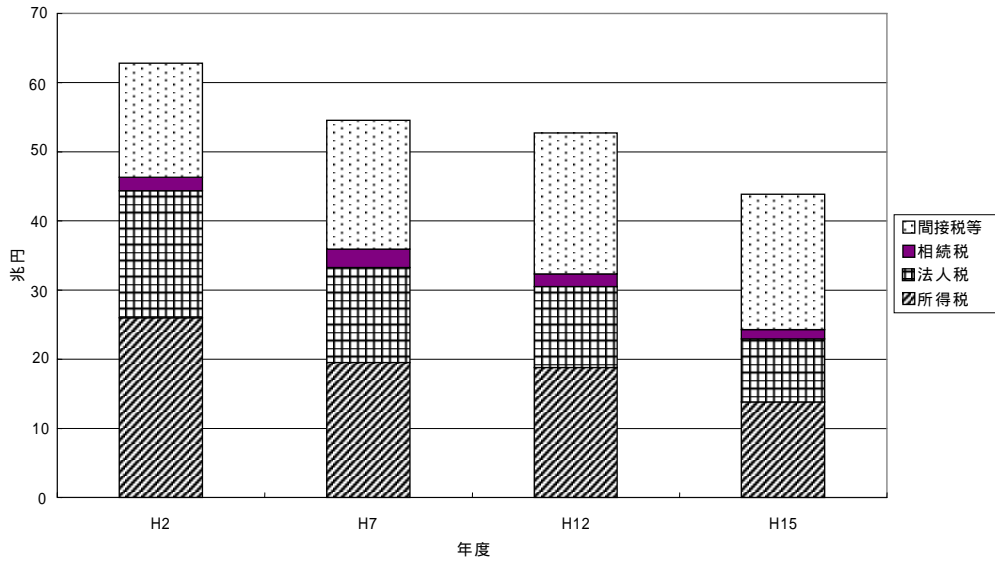
(出所) 跡田直澄氏作成

図表4 社会保障関係費(当初予算)の内訳



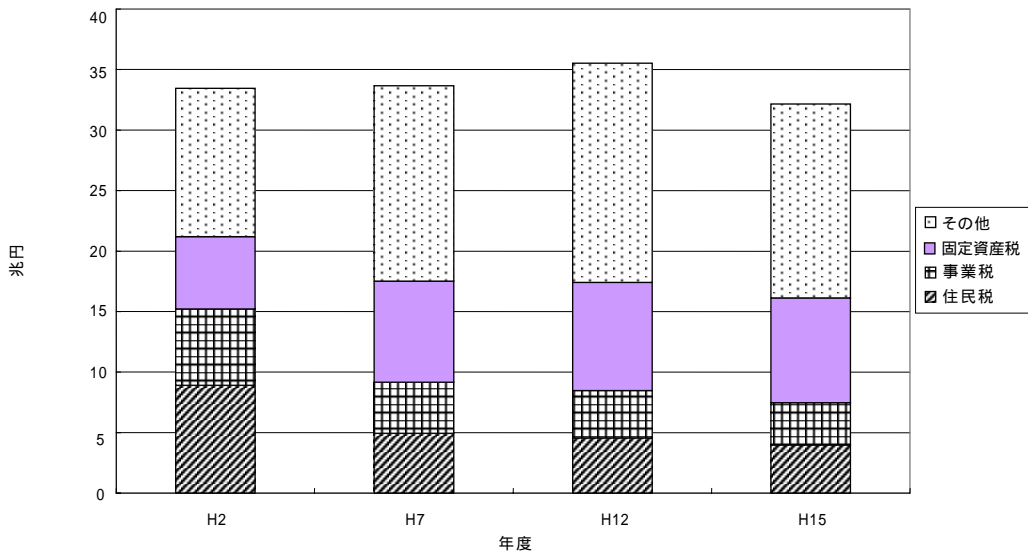
(出所) 跡田直澄氏作成

図表5 国税収入の推移



(出所) 跡田直澄氏作成

図表6 地方税収入の推移



(出所) 跡田直澄氏作



図表8 個人所得税制の推移

平成	税率	所得控除	税額控除	備考
6			<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 所得税額の20%、200万円限度</li> <li>・ 住宅取得促進税制の適用対象者の所得要件を3000万円以下に引き上げ</li> </ul>	定率減税5.5兆円
7	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 税率構造の緩和</li> <li>～ 330万円 10%</li> <li>～ 900万円 20%</li> <li>～ 1800万円 30%</li> <li>～ 3000万円 40%</li> <li>3000万円～ 50%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 各種人的控除を3万円引き上げ</li> <li>・ 給与所得控除の引き上げ40%の適用範囲を180万円、30%の適用範囲を360万円まで拡大</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 所得税額の15%、5万円限度</li> <li>・ 住宅取得促進税制の適用対象者の所得要件を2000万円以下に引き下げ</li> </ul>	定率減税2兆円 制度減税3.5兆円
9			<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 住宅取得促進税制の控除率の改正</li> </ul>	
10			<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 本人1.8万円、控除対象配偶者または扶養親族0.9万円/人、所得税額を限度(当初分)</li> <li>・ 本人2万円、控除対象配偶者または扶養親族1万円/人、所得税額を限度(実家実施分)</li> <li>・ 住宅取得促進税制の適用対象者の所得要件を3000万円以下に引き上げ</li> </ul>	定額減税2兆円(当初分) 定額減税2兆円(追加分) 制度減税継続
11	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 最高税率引き下げ</li> <li>～ 330万円 10%</li> <li>～ 900万円 20%</li> <li>～ 1800万円 30%</li> <li>1800万円～ 37%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 扶養控除の引き上げ</li> <li>年少扶養親族 48万円</li> <li>特定扶養親族 63万円</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 定率減税の開始、税額の20%、25万円限度</li> <li>・ 住宅取得促進税制の拡充</li> </ul>	定率減税2兆円 制度減税3.5兆円
12		<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 年少扶養親族への10万円の割増控除を廃止</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 税額の20%、25万円限度</li> <li>・ 住宅取得促進税制の拡充</li> <li>限度5000万円15年控除の6ヶ月延長</li> </ul>	定率・制度減税継続
13		<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 認定NPO法人制度導入</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 税額の20%、25万円限度</li> <li>・ 住宅ローン減税制度の創設</li> </ul>	定率・制度減税継続
14			<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 税額の20%、25万円限度</li> <li>・ 住宅ローン減税制度の拡充</li> </ul>	定率・制度減税継続
15			<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 税額の20%、25万円限度</li> <li>・ 住宅ローン減税制度の延長</li> </ul>	定率・制度減税継続
16		<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 配偶者特別控除(上乘せ部分)の廃止</li> <li>・ 公的年金等控除の見直し</li> <li>・ 老年者控除の廃止</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 税額の20%、25万円限度</li> <li>・ 住宅ローン減税制度の改正および延長</li> <li>段階的に縮小して存続。最高控除額は、現行の500万円から平成20年には160万円に減額</li> </ul>	定率・制度減税継続増税0.7兆円

(出所) 跡田直澄氏作成

図表9 個人住民税制の推移

平成	税 率	所得控除	税額控除
6		・寄付金控除に自治体への寄付金を追加	
7	・税率構造の緩和（所得割） 都道府県 ～700万円 2%、700万円～ 4% 市町村 ～200万円 3%、200万円～ 8%、700万円～ 11%	・各種人的控除を3万円引き上げ	・税額の15%、2万円限度
8	・税額の引き上げ（均等割） 都道府県 1000円 市町村 人口50万人～0.3万円、人口5～50万人0.25万円、その他0.2万円		・税額の15%、2万円限度
9	・税率構造の緩和（所得割） 都道府県 ～700万円 2%、700万円～ 3% 市町村 ～200万円 3%、200万円～ 8%、700万円～ 12%		
10			・本人1.7万円、その他0.85万円
11	・税率構造の緩和（所得割） 都道府県 ～700万円 2%、700万円～ 3% 市町村 ～200万円 3%、200万円～ 8%、700万円～ 10%	・扶養控除の引き上げ 特定扶養親族 2万円	・税額の15%、4万円限度
12		・扶養控除の引き上げ 特定扶養親族 2万円	・税額の15%、4万円限度
17		配偶者特別控除（上乘せ部分）の廃止	

（出所）跡田直澄氏作成

図表10 法人税・法人事業税制の推移

平成	税率・税額控除等	備 考
10	（法人税） ・基本税率を34.5%へ引き下げ ・軽減税率を25%へ引き下げ （法人事業税） ・標準税率の引き下げ ～400万円 5.6%、～800万円 8.4%、800万円～11%	制度減税0.8兆円
11	（法人税） ・基本税率を30%へ引き下げ ・軽減税率を22%へ引き下げ	制度減税2.5兆円
14	・連結納税制度の創設	
15	・試験研究費の額が増加した場合等の法人税額の特別控除 総額試験研究費等の税額控除制度 ・IT投資促進税制の創設 取得価額の50%の特別償却と取得価額の10%の特別税額控除の選択適用 資本金3億円以下の法人の一定のリース資産についても、リース費用総額の10%特別税額控除を認める。	研究開発減税 0.6兆円 IT投資促進税制 0.4兆円
16	（法人事業税） ～400万円 3.8% ～800万円 5.5% 800万円～ 7.2%	外形標準課税の創設

（出所）跡田直澄氏作成

図表11 相続税・譲与税制の推移

平成	税率	税額控除	備考	規模
6	<ul style="list-style-type: none"> <li>・相続税の税率構造の緩和</li> <li>～ 800万円 10%</li> <li>～ 1600万円 15%</li> <li>～ 3000万円 20%</li> <li>～ 5000万円 25%</li> <li>～ 1億円 30%</li> <li>～ 2億円 40%</li> <li>～ 4億円 50%</li> <li>～ 20億円 60%</li> <li>20億円～ 70%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・基礎控除の引き上げ</li> <li>定額控除 5000万円</li> <li>法定相続人比例控除額 1000万円</li> <li>・配偶者に対する相続税額の負担軽減の最低保障額の引き下げ 1億6000万円</li> </ul>		制度減税 0.3兆円
15	<ul style="list-style-type: none"> <li>・相続税の税率構造の緩和</li> <li>～ 1000万円 10%</li> <li>～ 3000万円 15%</li> <li>～ 5000万円 20%</li> <li>～ 1億円 30%</li> <li>～ 3億円 40%</li> <li>3億円～ 50%</li> <li>・贈与税の税率構造の緩和</li> <li>～ 200万円 10%</li> <li>～ 300万円 15%</li> <li>～ 400万円 20%</li> <li>～ 600万円 30%</li> <li>～ 1000万円 40%</li> <li>1000万円～ 50%</li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>・相続時精算課税制度の創設</li> <li>贈与時 特別控除2500万円、税率20%</li> <li>相続時 贈与税を控除、相続税率を適用</li> <li>・住宅取得資金に係る相続時精算課税制度の特例として、非課税枠を3500万円に拡大（平成17年までの措置）</li> </ul>	制度減税 0.2兆円

（出所）跡田直澄氏作成

図表12 株式譲渡益課税制度(上場株式等)の推移

平成	税率	その他
14年度 税制改正	<ul style="list-style-type: none"> <li>・基本税率の引き下げ 20% (国税15%、地方税5%)</li> <li>・長期保有上場株式等に係る特例暫定税率(H15～H17) 10% (国税7%、地方税3%) 100万円特別控除の延長 H15年3月31日 H17年12月31日 (以上、H15年1月1日施行)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・譲渡損失の繰越控除制度の創設（損失が出た年の翌年以後3年間）</li> <li>・上場株式等に係る取得費の特例の創設 H13年9月30日以前に取得した上場株式等を H15年1月1日から H22年12月31日までに譲渡した場合、取得費は H13年10月1日における価額の80%相当額とすることが可能。</li> <li>・特定の上場株式等の譲渡益申告不要制度の創設 (以上、H15年1月1日施行)</li> <li>・緊急投資優遇措置 H13年11月30日から H14年12月31日までの間に購入した上場株式等を H17年から H19年までの3年間に譲渡した場合、選択により、その購入金額の合計額が1000万円に達するまでの譲渡益について、一定の要件のもと非課税。</li> </ul>
15年度 税制改正	<ul style="list-style-type: none"> <li>・暫定税率の延長 (H15～H19) 10% (国税7%、地方税3%)</li> <li>・長期保有上場株式等に係る特例の廃止</li> </ul>	

（出所）跡田直澄氏作成



## 第7章 財政破綻を防ぐ地方分権改革の課題

慶應義塾大学経済学部助教授 土居 丈朗 氏

### 1. 地方財政の制度と現状

#### (1) 地方自治体の歳入構造

小泉内閣は「三位一体の改革」として地方分権改革に取り組んでいるが、「三位一体の改革」は2003年末に平成16年度予算を政府案として取りまとめる段階で、色々と議論され、かつ具体的にどのように進めていくかという第一歩を踏み出した。三位一体の「三」という数字は、地方税、地方交付税および国庫支出金（国庫補助負担金）を指しているが、ここでは「財政破綻を克服する」ために地方分権改革をどのように進めればよいかという点に関して説明する。

地方自治体の収入の主な項目は、地方税、国から配分される地方交付税、国庫支出金、そして借金である地方債である。地方交付税と国庫支出金の違いは、地方交付税は用途を定めない、いわばひも無しの補助金であり、国庫支出金はひも付きの補助金で用途を国が定めている。各々の配分方法には複雑な仕組みがあり、国がかなり関与している。地方税は、地方自治体が徴収する税収であるが、かなり中央集権的に決められている。国が関与して決めているために、三位一体の改革で取り上げられて、地方税を分権化しなければならないということになった。税収の多い自治体では、地方税が歳入の50%以上を占めるが、過疎部の市町村等では、地方税が歳入の1割～2割という状態であり、多くを地方交付税や国庫支出金という国からの補助金に委ねている。しかし、昨今の景気後退による税収の減少と、国からの補助金も増やせない中で、地方自治体も借金である地方債を発行して財源を賄わなければならないという状況になっている。

地方債による歳入の調達割合は、地方自治体全体で見ると約15%弱であるが、各自治体によりその比率は異なる。国が歳入の約半分を国債に頼っている状況と比較すれば、地方自治体の借金は相対的に少なく見えるが、実は地方自治体が借金をしないで済むように国がかなり肩代わりをしている。

以上の4つの歳入が、多くの自治体の歳入の8割～9割を占めている。ところが

三位一体の改革は、地方債の改革という点に関しては、おそらく総務省の意図もあり、あえて改革の中には含めていない。「三」という数字が一人歩きして、地方債を地方分権改革の中で取り上げないでいるということである。

## (2) 「三位一体の改革」の内容

地方自治体は 4 つの歳入を持っているが、今の分権改革において重きを置かれているのは、歳出権限である。平成 16 年度予算で三位一体の改革が議論された中でも出てきたように、ひも付きの補助金をカットする。つまり、国が色々な事業を行うようにと押し付けてくるが、地方自治体としては、押し付けられた事業は行いたくないということもあり、ひも付きの補助金をカットする。ひも付きの補助金がかットされると地方自治体の収入はそれだけ減るが、その減った分を地方税に振り替えて欲しいということで、いわゆる税源移譲である。

国庫補助金はひも付きの補助金であるので、支出の用途は国が決め、地方自治体が独自に判断できない。地方税は、その税収をどのように使うかは、自治体の判断で決めることができる。一般財源化と言われるが、ひも付きの補助金から、用途を自治体が決めるという財源へ移すということが「三位一体の改革」の中心的なテーマとなっている。

しかし用途を自治体が決める財源を増やすという観点だけでは、国庫支出金から地方税へ振り替えても、地方交付税へ振り替えても、どちらでもよいのではないかという議論にもなる。実際の平成 16 年度予算の議論の中で、こうした具体的な措置は細かいところに埋め込まれている。地方税が増えるということは地方分権のために重要な財源であるので強化してもよいが、地方交付税が「焼け太り」になる可能性も否定できない。

もちろん、小泉内閣、さらには諮問会議では、交付税の縮減ということは謳われているが、この点は財務省と総務省との間でまだ意見が一致していない。しかし交付税の配分方法に対してメスを入れなければ、地方自治体の財政規律を確立することにはならないのではないか。

つまり、歳出の分権だけではなくて、歳入の分権、つまり補助金に頼るのではなくて、独自の税収で財政運営をしなければ、地方自治体の放漫財政の傾向が直らな

いのではないか。もちろん、地方自治体には行うべき行政サービスがある。税収の少ない自治体に対して、それをどのようにして保障していくのかという対策に関しては別途説明する。

## 2. 税源移譲ではなくて課税権移譲

### (1) 税源移譲の問題点

#### 税収のゼロサム・ゲーム

先ほど説明したように、税源移譲というのはいかなり含みがあり、単純に税源移譲という言葉を受け容れてよいかは疑問である。地方分権を進めるためには地方税の強化が不可欠である。ただし、その方法として、国の税収を地方の税収に移し替えるということによいのかということが私の問題意識である。

昨今議論されている税源移譲というのは、結局のところ国税を減らして地方税を増やすという構図であり、かつそれが同じ額であるということが暗黙のうちに前提となっている。これは、いわば「税収のゼロサム・ゲーム」である。

地方税の強化は必要であるが、地方自治体が独自に税率を上げるということでも地方税の増強は可能なのではないか。それをなぜ国税減税とセットで地方税の強化をしなければならないのか。

国も非常に多額の借金を負っており、地方への補助金を減らしたからといって、同じ額だけ国の税収を減らしてよいのかという状況である。国は国でどれだけ税収を国民から徴収するかということを議論しつつ、地方は地方で独自に地方税をどれだけ徴収するかということを議論する。各々が自主性を持ってどれだけ税収が必要かということを議論し、かつ税収に見合っただけの財政運営をするという規律付けを持たなければ、無節操な借金を増やしてしまうということになるのではないか。

もちろん、やみくもに増税すればよいということを述べているのではない。税収を増やす必要があるのであれば、住民を説得して独自に税率を上げるというような発想が、地方自治体には必要なのではないかということである。

ただし、現行制度で可能であるかと言えば、それは制約がある。地方税法という法律により地方自治体が課することができる税目、税率を国が規定している。独自に地方自治体が、ある特殊な税を課したいといっても、単独ではできない。地方自治

体が独自に税率を決めることもできないという状況であり、規制が緩和されたとはいえ、現在でも大なり小なりこのような状況が続いている。

### 「租税輸出」の問題

先ほど、地方自治体は住民と相談して、税収をどれだけにするのかということを経験すればよいと説明したが、現状では非常に制約があり可能ではない。この点を変えていかなければならない。

しかしながら、一部規制が緩和されて、独自に課税してもよいという動きが出てきている。マスコミでも地方自治体の独自課税ということで色々と報道されている。例えば、東京都のホテル税や、河口湖町の遊漁税や、実現はしなかったが横浜市の馬券税というように独自の課税を行う動きが出てきている。確かに独自に課税することは分権化時代に相応しいように感じるが、ホテル税について言えば、東京都に住んでいる人はあまり都内のホテルを利用せずに、都内に住んでいない人が、都内のホテルを利用する。遊漁税についても、釣りに来るのは主だっは河口湖町に住んでいない人である。端的に言えば、他の自治体の住民に税金を掛けていることになる。このような課税を、経済学の専門用語では「租税輸出」と呼んでいる。租税負担を輸出、すなわち転嫁しているということである。

「代表なくして課税なし」という言葉があるが、先ほどの独自課税は、このような点、あるいは応益課税という原則に反していると私は考えている。東京都在住の人は投票権を持っていて、ホテル税に対して直接的・間接的に意思決定できるが、東京都に住んでいない人がホテル税に反対しても、政治的には全然力を持たない。

「代表なくして課税なし」ということであるならば、これは少しおかしい。ホテル税は、世界的に見てもポピュラーな税金であるので、いまさら廃止しろといっても難しいかもしれない。しかし、少なくともそのような問題を含む性質を帯びているということには注意が必要である。

ホテル税は世界に例があるので許されるかもしれないとしても、例えば、千葉県浦安市が東京ディズニーランド入場税のような税金を掛けることを考えれば、地方分権の独自課税として相応しいかということ、少し違うところがあるように感じる。

ただし、他地域の住民に転嫁することが許される例外として、例えば産業廃棄物

税が考えられる。他の自治体の住民が、負の効用・被害をもたらす行為をしているのであれば、それに対して課税するという事は考えられる。

しかしながら、独自課税という動きが生じる背景を考えると、裁量の余地の中で税収を増やそうとすると、「租税輸出」が生じるような税金しか許されていない状況なので、このような事態が生じていると私は見ている。

## (2)望ましい地方税改革の方向

地方財源を強化する上では、基幹税に対する裁量を与えなければいけないと考えている。住民税、固定資産税、そして地方消費税も、税源を確保する観点からは、意味がある。このような税を強化することが望まれる。

ただし法人課税は、地方自治体が行っても、税率引き下げ競争が生じて課税が実質的に行われなくなるか、営業拠点を動かさない法人を狙い撃ちするようになる恐れがあり、国が課税する方がよいと思う。

それでは地方税をどのように変えるかという、地方自治体は何に課税してよいかというポジティブリストになっている現状から、このようなものに対して課税してはいけないが、それ以外に対しては課税してよいというネガティブリストに書き換えることが必要である。地方税法をなくしてしまうことは、少し危険であろう。やはり地方自治体が課税してはならない税目は存在する。先ほど説明した、「租税輸出」が生じるような税金だけではなく、国がかかるので地方自治体は過度にかけないで欲しいという税金もある。例えば、法人に関する税金について、国は減税を考えているのに対して、地方自治体が外形標準課税をして課税強化をしようとするれば、ベクトルが逆の方向に動くことになる。グローバル化の中で企業環境を考えると、国と地方の課税の調和というのは重要なポイントであり、国として地方税を規定することは必要であると思うが、ポジティブリストである必要はない。

最初に地方税の説明をした理由は、財政破綻を防ぐには、まず独自の財政基盤を強化しなければならないと考えるからである。地方自治体の根本的な収入というのは、何をおいても地方税である。地方税という足腰を強くしてから、独自の分権的な地方財政運営をしていくべきである。地方税をどのように変えていくのかという検討が、財政破綻を防ぐ上でも必要である。

### 3. 借り手意識を生まない地方債

財政破綻というテーマから考えて、借金に関してふれないわけにはいかない。まず簡単に現行の地方債制度を説明する。

日本の地方債制度は、地方自治体が独自に借金をすることができるという制度ではない。地方自治体が借金をする際には、総務大臣または都道府県知事に許可を受けなければならない。これを「地方債許可制度」と呼んでいる。「地方債許可制度」は、都道府県が総務大臣に許可を仰ぎ、市町村が都道府県知事に許可を仰ぐということになっているが、実際には、総務省が許可をするかどうかを決めていると言える。

許可をする際に、どのような形で許可をしているのかという点が、非常に重要になってくると私は考えている。財政学の教科書を見ると、「地方債許可制度」とは、発行額に関して許可を出している、あるいはその用途、例えばこの地方債は道路を建設するために発行してよいという許可を与えるという説明がなされている。この2つも重要ではあるが、もうひとつ重要なのは、貸し手も決めているという点である。つまり、この地方債をある自治体、例えば東京都三鷹市が発行したいという場合に、発行額とその用途を決めると同時に、その地方債を誰から借りるかも一緒に許可を出している。都市部の自治体では、かなり民間金融機関から借りるように誘導されているが、過疎部の自治体あるいは地方金融機関が必ずしも磐石ではない地域では、財政投融資を經由して資金を貸している。

問題は、財政投融資を借りる際に、その自治体の財政状況が詳しく吟味されて、債務返済能力に疑義がある場合、高い金利を付加するようにはなっていない。どのような自治体であっても、償還年限による違いはあっても、同じ条件で同じ用途で借りる場合は基本的には金利は全く同じである。財政投融資は国債と同様の金利で資金調達しており、利鞘なしで貸すので、自治体が借りる金利は、ほとんど国債と同じである。ところが民間金融機関から借りる場合には、当然いくらかのプレミアムをつけて借りなければならないので、民間金融機関からの借入よりも財政投融資からの借入の方が低利である。さらには、国の政策方針に従って借入をするので長期借入をすることができる。民間金融機関からの借入の場合には10年程度が多いが、財政投融資からの借入の場合には最長30年という期間の借入が可能である。

借入の期間は、対象となる公共施設の償却期間・耐用年数に比例するような形で決められているようである。

このような場合、自治体は低利かつ長期で借りることができる財政投融资から多くの金額を調達したい、民間金融機関からはあまり借りたくないということになる。総務省が、厳しく査定して地方債の発行を認可していれば、放漫財政もあまり生じないのかもしれない。しかし、今の制度では、借りるために財政健全化をするという努力が、なかなか生み出されにくい。

総務省は、財政力の弱い自治体に重点的に資金を貸している。財政投融资の総額を決めるのは財務省であるが、財務省は総額を決めているだけである。各自治体へのどの程度配分するかという点は総務省が権限を握っており、総務省の配分が重要になってくる。総務省は東京都等の財政力の強い自治体には財政投融资資金をあまり貸さず、過疎部のような財政力の弱い地域に財政投融资資金を多く配分している。

このような配分の結果どのようなことが生じているかと言えば、財政力が弱く、独自の税収で返すことが難しい自治体でも、返済をしなければいけないので、返済用の財源を地方交付税に相当程度委ねている。自分の借金の返済用の財源を、地方交付税という国からの補助金に委ねている状況である。

具体的に財政投融资資金がどの程度配分されたのかを見ると、図表 1 は都道府県の借入残高に占める財政投融资資金の比率を示しているが、東京都は全借入残高のうち 10%程度しか財政投融资からの借入はなく、90%が民間金融機関からの借入である。大阪府も財政投融资からの借入は 20%程度である。一方、沖縄は都道府県の中で財政投融资からの借入比率が最も高く、全借入残高のうちかつては 8割、現在でも 6割強を財政投融资から借入れている。総務省の方針がこのような比率に反映されている。

各都道府県に、北海道を 1 として順に南に下って沖縄を 47 とする番号を振って、各都道府県の借入残高に占める財政投融资からの比率と地方債の実効利率の関係を見ると、右下がりの傾向が見られる（図表 2）。財政投融资から多くの資金を借りた都道府県ほど低い金利になる趨勢が読み取れる。各自治体によって、借入の時期や民間金融機関が上乗せするプレミアムの違いにより金利が異なること等から、

差が出てくるが、東京都（13）、神奈川県（14）、大阪府（27）は、民間金融機関からの借入比率が高く、それだけ高い金利を負担させられている。地方交付税は税収の少ない自治体に補助金を配分することにより地域間再分配をされると言われている。しかし、実は地方債に対する財政投融资からの資金の配分を通じて、地域間再分配・補助金が配られている。

次に、地方債に関連して、最近の普通建設事業費の財源内訳を見ると（図表3）、ひも付きの補助金である国庫支出金（国庫補助負担金）は減らされている。また、地方自治体の公共事業である普通建設事業費の総額も最近では随分減ってきている。それに対して、地方債の発行総額も、抑制されているように見える。しかし、地方自治体の公共事業費全体の財源を見ると、1990年代に地方債の占める比率がかつてないほど高まり40%台に達した。最近では地方自治体の公共事業削減ということが取り組まれているが、なお財源の多くを地方債に委ねているという状況は続いている。確かに公共事業を削減すれば地方債の発行額も減ってくるが、地方債を減らしていくことには至っていない。かつては公共事業費を地方債に委ねる比率が30%台という相対的に低い水準であったが、近年ではかなり高止まりしている状況である。

## 4. 地方債の改革

### (1) 総務省の新たな取り組みとその限界

総務省も地方債の改革に関して何もしていないわけではなく、新たな取り組みが行われている。例えば、ミニ市場公募債という住民に直接地方債を販売して地方債の消化に積極的に取り組む等の動きがある。また東京証券取引所に上場されている市場公募債は、現在3,200ある自治体のうちの28にすぎないが、そのうち東京都とそれ以外の自治体では、やはり財政力に大きな差があるということで、2つに分けて発行条件に差を付けてもよいということを総務省が認めるという取り組みもある（2テーブル方式）。

ただし、これらの取り組みも、その効果が半減されているのではないかと思う実態がある。というのは、総務省は最近声を高くして地方債には国の暗黙の保証があるので安心して買ってほしいということを言っている。実際には、形式的にも、法



律的にも、きちんとした保証が付いているわけではない。財務省理財局に、地方債には政府保証が付いているのかと聞くと、政府保証は付けていないという回答である。しかし総務省によれば、暗黙の保証が付いているということである。暗黙の保証が付いており、安心して購入できるということである。さらに出てくる論理は、だから財政状況には自治体間で根本的な差はないということである。税金には、東京都から過疎部の自治体までを見ると、多寡の差が歴然としているが、その税金に差異があっても、地方債を発行する主体としては何も差はない、したがって財政状況に比例して発行条件に差異を付けることはありえないということが総務省の見解である。

先ほど 2 テーブル方式とあって、東京都とそれ以外の自治体とで発行条件に差を付けてもよいということを総務省が認めたと述べたが、財政状況が違うから差異を認めたのではなくて、流動性が異なるので流動性プレミアムの差として認めるということである。一生懸命に財政健全化をしようが、地方債の発行条件には差がないということになり、財政健全化を行うインセンティブが阻害される。このように、せっかく取り組んでいる改革の効果が半減してしまっているのではないかと思う。

三位一体の改革では、地方債改革も含めて、一体として取り組んでいかなければならない。そのような意味で四位一体、三プラス地方債の一体の改革が必要である。

## **(2)自治体の財政状況に応じた発行条件の導入**

地方債改革で重要なのは、発行条件にある程度差異を認めることである。地方債として民間金融機関等から資金を借りるには不健全な財務状況であれば、高い金利を払わなければいけない。高い金利を忌避して、これ以上借金をしないでおこうという規律が働かなければ、節度ある地方債発行が行われぬ。ある程度財務状況、財政状況に応じて発行条件に差異を認めることが今後必要になってくると思う。

そのためには、ある程度市場で地方債を発行できる自治体であれば、他の自治体とは発行条件の異なる公募債を発行していく必要がある。ただし 3,200 もある自治体の中には、市町村のような小さな自治体で、単独で市場から公募債を発行できない自治体もある。そのような自治体に対しては、地域ごとの共同発行、財政状況の似たような自治体が組んで共同発行をする、あるいはレベニューボンドのような

形態での発行が考えられる。

最近、東京都以外の市場公募債を発行している地方自治体が、共同発行することを始めた。その中には、北海道、横浜市、大阪府、京都府、福岡県という都道府県や政令指定都市が入っている。ただしそのような共同発行は取り組みとしては前向きではあるが、北は北海道から、南は福岡県まで、纏めて共同発行するといっても、これをどのように評価するのが難しいと思う。北海道、本州にある自治体、福岡県で、各々財政状況、財政を取り巻く環境は違っており、それらが一緒になっているということは、何に対して責任を持っているのかという点がかなり不明確になっていると思う。共同発行は連帯責任を取ることになるので、ある程度一連托生でよいと言えるような自治体で組む必要がある。

## 5 . 地方交付税の問題点

地方交付税は用途を定めずに配分する補助金であるが、その配分方法には特徴がある。「基準財政需要額」と呼ばれる自治体の支出見込み額（単年度）と、当該年度税収の見込み額(基準財政収入額)を、総務省が 3,200 ある自治体すべてに対して計算して、各自治体ごとに各々の差額を計算する。もし基準財政需要額の方が大きく、この差額がプラスであれば、その自治体に対しては地方交付税を配分する。これを厳密には普通交付税と呼ぶ。基準財政収入額の方が多い自治体に対しては一切配分しない。税収見込み額の多い自治体の代表例は東京都であるが、東京都は普通交付税を全くもらっていない自治体である。今では 9 割以上の自治体が基準財政需要額の方が多くなっており、その差額の大きさに比例して地方交付税が配分されている。

この配分方法には問題がある。例えば、財政健全化のために、積極的に歳出削減に取り組んだ自治体は、その分支出の見込み額である基準財政需要額が減少し、基準財政収入額との差額が減少するので、交付税の受取額が減少する。逆に、地元経済活性化に一生懸命取り組んで税収が増加すると、やはり基準財政需要額との差額が減少するので、交付税が減少する。歳出削減と税収の増加ということは、財政破綻を克服するためには不可欠なものであるが、交付税の配分方法が差額補填方式であるため、歳出削減と税収増加に消極的になるというディスインセンティブが埋め

込まれている。地方交付税改革では、金額を減らしていただくだけではなくて、配分の計算方法も再検討する必要がある。歳出面と歳入面とのダブルのディスインセンティブのうち少なくともひとつは無くしていくべきである。差額補填ではなくて、基準財政需要額に応じて配分するか、税収を自治体間での差異を無くす方向で配分するかのいずれかにすることが必要であろう。

## 6. 公債費まで手当てする交付税

支出見込み額ということで基準財政需要額を紹介したが、その中には、地方債の元利償還金の一部が計上されている。つまり地方債の元利償還金の一部を基準財政需要に計上することを認めてもらい、その分だけ地方交付税を多くもらっている。

しかも、基準財政需要額への計上は、地方債を発行する段階で決めるので、事実上の先食い、将来交付税をもらう権利を獲得していることになる。これを例示しているのが図表 4 である。当該年度の義務教育施設整備事業費の調達財源を示しており、義務教育費は 50% が国費である。2002 年度の税収で賄う地元負担が 5% あるが、残りの 45% は全部地方債である。2002 年度に発行した地方債を、2003 年度以降のように元利償還するかと言えば、後年度とある部分（財源対策債 4% と通常債 26%、合計 30%）は、後で増額された地方交付税で返済する部分である。それ以外とある部分（財源対策債 4% と通常債 11%、合計 15%）は地元負担で元利償還する。つまり、2002 年度に支出した義務教育施設整備事業費のうち、国はその年度に半分出して、30% は後の年度に地方交付税で補助金を出しており、地元は当該年度と後の年度で合わせて 20% しか負担していない。国が 5 割負担して、残額を地元が負担しているように見えるが、細かく見ると交付税部分が埋め込まれており、地元負担部分は高々 20% である。そして、支出する 2002 年度に後年度のことまで決めている。

このように地方交付税に借金の返済を付け回して、地元負担ではなく国税に元利償還負担を転嫁している。しかも、地方債の発行を許可する総務大臣が、地方債を発行してよいと決め、後で交付税で元利返済を面倒見ること決めて、予算折衝に際して交付税がいくら必要であると要求してくるので、地方債を減らし健全な財政運営を自治体から内発的にするかというとなかなか難しい。

現在先駆的な取り組みをしている自治体は概ねある程度独自財源が多い自治体である。地方交付税を減らされても積極的に改革を行っているかという点、そのような段階までには至っていない。地方交付税を頼みの綱として握りつつ、やりやすいところから改革をしている段階である。

地方交付税をいきなり大胆に削るということは、色々な政治的配慮から考えても実現可能ではないのかもしれない。しかしながら、少なくとも借金の返済ぐらいは自分たちの財源に抑えて財政運営を行うという努力をしていただきたい。そのような意味では、元利償還費の交付税措置を縮減していくことが今後重要となる。

## 7. 「三位一体の改革」の評価

三位一体の改革でも、この点について触れている。三位一体の改革は2003年6月に閣議決定されたが、その中では元利償還費についての地方交付税措置を見直す点とされている。交付税額の削減や、計算方法の変更は、すぐにはできないかもしれない。しかし公債費（元利償還金）の交付税措置は、過去の分を止めることは難しいかもしれないが、今年度から廃止する、あるいは来年度から廃止することは可能である。そうすれば地方自治体も自分たちの身の丈に合った借金をしようということになる。元利償還費は交付税で面倒を見るというような放漫財政を、止めることこそが財政破綻を回避する重要な方法であろう。

## 8. 地方分権のあり方

地方税や地方交付税に関しては先に説明した通りである。また国庫支出金については、不要なものは廃止する必要がある。しかしナショナルミニマムをどのようにして保障するか、すなわち、警察や義務教育や最低限の福祉をどのようにして税収の少ない自治体でも行えるようにするのかという点が重要である。ナショナルミニマムを交付税で面倒を見るということが、これまでの総務省のテーゼであった。しかし、今のような配分方法の交付税を続けることは、財政破綻を回避するという観点からは望ましくない。

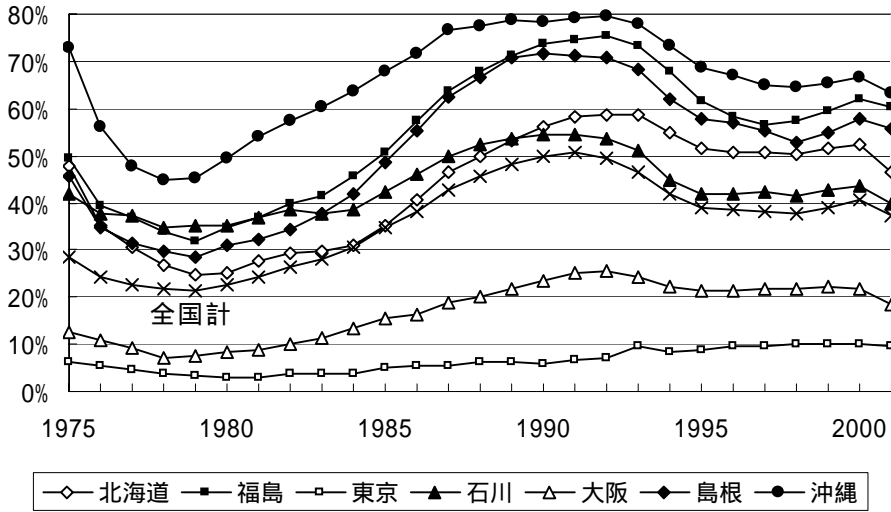
ナショナルミニマムの確保に関しては、色々意見はあるが、最低限についてはすべて国が負担するべきであると私は考えている。当然それだけの財源を国は必要

とすることになり、闇雲に税源移譲をするべきではないということになる。最低限はすべて国が面倒を見て、財源は国が調達して、国が地方自治体に支払う。ただし、国はしっかりとモニターして、国の支出した資金でナショナルミニマムを達成するように、地方自治体が効率よく行政サービスを行っているかどうかをチェックする。このような形が良いのではないかと思う。

地方債に関しては、できるだけ自由化する。そして元利償還ができない自治体が生じた場合、どのように国が処理するのかというルールについても、用意しておく必要がある。

(2004年1月16日：第4回委員会)

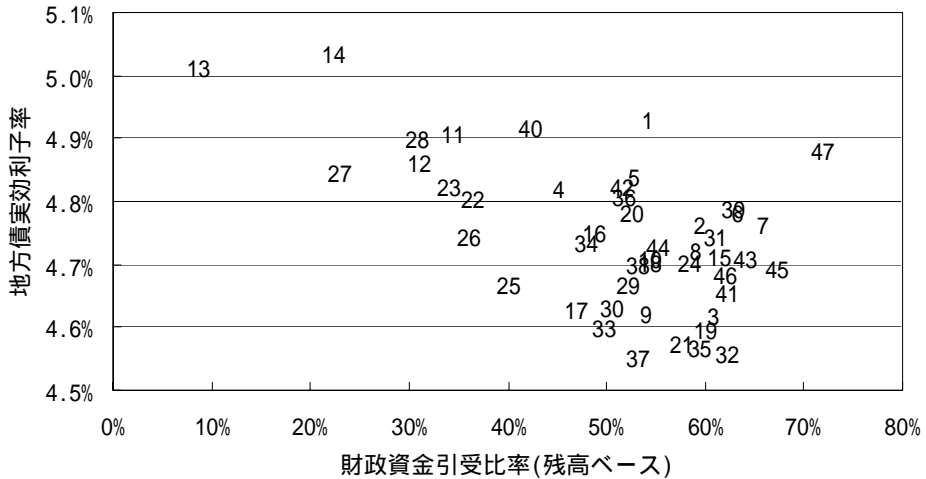
図表1 都道府県・財政資金引受比率



(出典)土居丈朗「地方債の起債許可制度の運用実態とその評価」, 金融調査研究会『地方財政をめぐる諸問題』, 金融調査研究会報告書第26号, pp.115-138, 2001年.

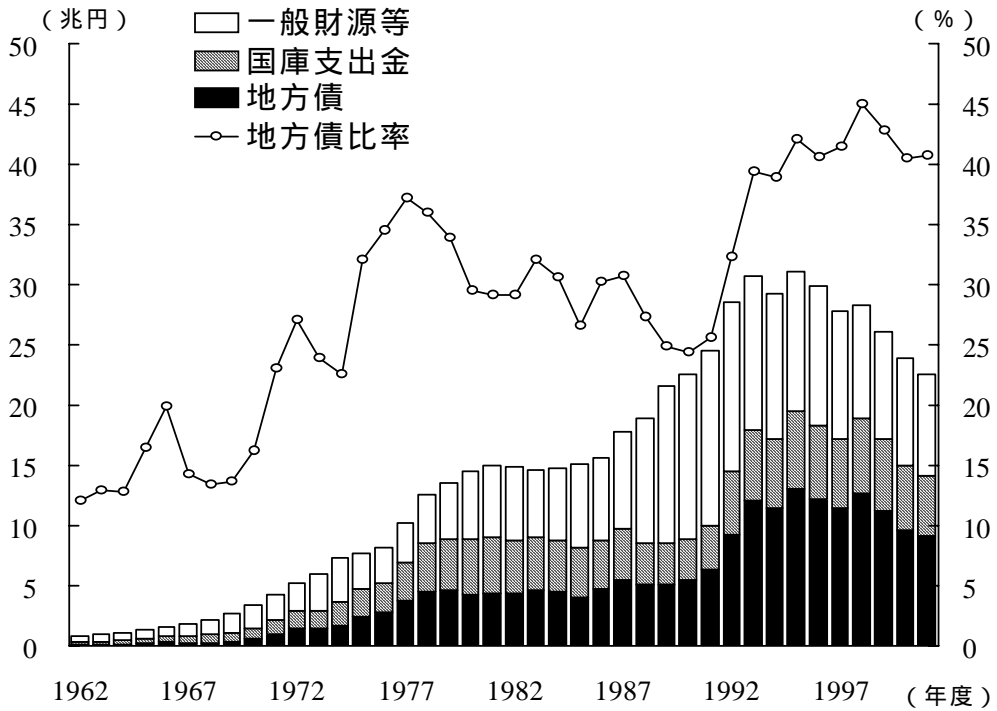
図表2 地方債実効利率の財政資金引受

都道府県：1990～1999年度(平均)

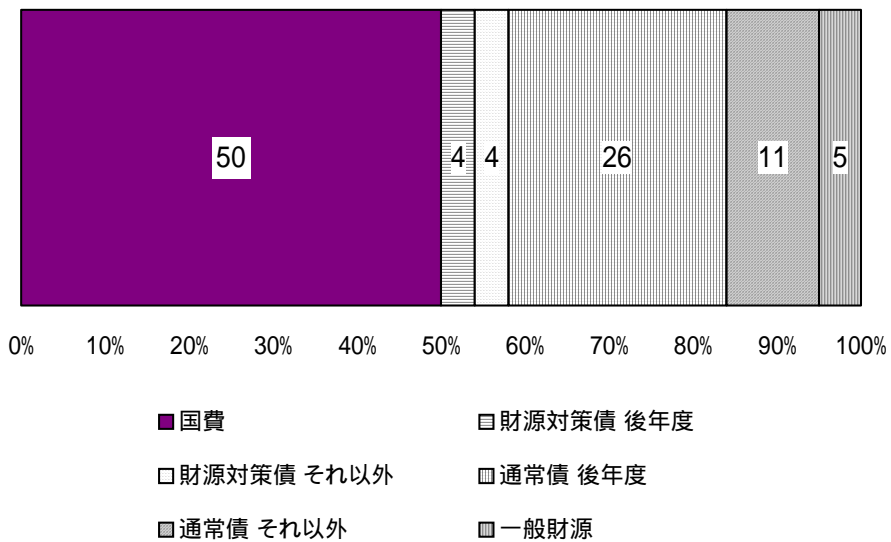


(出典)土居丈朗「地方債の起債許可制度の運用実態とその評価」, 金融調査研究会『地方財政をめぐる諸問題』, 金融調査研究会報告書第26号, pp.115-138, 2001年.

図表3 普通建設事業費の財源内訳



図表4 交付税措置の例:義務教育施設整備事業(2002~)



## 第 8 章 公的年金制度改革の論点

東京大学先端科学技術研究センター教授 藤井 真理子 氏

「公的年金制度改革の論点」というテーマで、日本の年金制度に係わるいくつかの問題を提起する。

はじめに、制度の基本的な説明をさせていただき、次に年金財政をどのようにして賄うか、どのような考え方でファイナンスをするか、という観点から重要であると思う点について議論したいと思う。

### 1. 公的年金制度の基本構造

#### (1) 公的年金制度の体系

公的年金制度の体系は、図表 1 に示すように、7,046 万人を対象とする国民年金・基礎年金という共通の制度があり、その上に被用者、すなわちサラリーマンのための年金制度が設けられている。被用者年金の大部分は厚生年金であるが、公務員、あるいは私学等、幾つかの共済年金もある。以下の説明では、厚生年金、共済年金等を合わせた部分を被用者年金、国民年金・基礎年金という部分を基礎年金とよぶ。

以上のほかに確定拠出型の企業年金や国民年金基金など、関連する制度があるが、ここでは国民年金と厚生年金を中心とする公的年金の財政運営の議論に焦点を絞ることとしたい。

国民共通の基礎年金という概念が導入されたのは、1985 年である。日本において国民皆年金、いわゆる全国民を加入させるという形での制度が発足したのは 61 年であるが、厚生年金ないし被用者年金は、それ以前の歴史も有している。85 年の基礎年金導入までは、国民年金と厚生年金あるいは共済年金は、それぞれ別の制度として運営されていた。重複給付の排除等、幾つかの見直しの一環として、85 年に国民年金基礎年金という制度が導入されたものである。

これに伴い、それ以前には全体として厚生年金とよばれていた部分の一部が基礎年金に相当することになった。やや分かり難いが、図表 4 のように国民年金勘定



あるいは厚生年金勘定という形で、それぞれ別の制度であったものが、現在では各々の勘定から拠出金を出して、基礎年金部分の財源を作り、再配分する仕組みになっている。国民年金・基礎年金というのは、年金としては全国民共通の給付部分に対応しているが、勘定体系としての国民年金勘定は第1号被保険者、つまり自営業者等をカバーする年金制度の勘定体系を指しており、このような点も年金を分かり難くしている。

2002年度末現在、被用者年金には、第2号被保険者とよばれるサラリーマンなど3,685万人とその配偶者である3号被保険者1,124万人が加入している。自営業者等は第1号被保険者とよばれ、2,237万人である。自営業者の配偶者も1号被保険者である。20歳から国民年金に加入しなければならないので、学生も20歳になった時点で第1号被保険者になる。その後、結婚して被用者の妻になった場合には、3号被保険者となるので保険料の納付がなくなり、保険料は第2号被保険者の夫が納付していることになる。その後、自らの雇用が生じたり、家庭環境に変化が生じると、1、2号被保険者との間を行き来することになる。女性の場合には、このような点が分かり難いと言われている。

国会議員の未納問題の関連で職業が変わると分かり難いと言われているが、基本的には被用者か、自営業者かという視点でのみ分かれる制度になっているので、厚生年金等の適用を受ける被用者でなくなったら、1号被保険者にならなければならない。1号被保険者は、毎月定額の保険料13,300円を納めて、納付済み期間に比例して年金を受け取るという期間比例の給付の制度になっている。したがって、拠出も給付も所得とは連動しない。

被用者の場合には、一定の割合、2004年現在では13.58%を労使折半で負担し、最終的に保険料を納付した期間と生涯平均の所得水準に比例して被用者年金を受け取る。その年金額の積算の内訳として、基礎年金部分と報酬比例部分がある。

以上で分かるように、基礎年金部分は共通であるものの、1号の被保険者をカバーする年金制度と被用者、つまり所得比例の年金制度は、基本的には全く異なる制度設計となっている。

## (2) 年金財政の仕組み

図表 2 に年金財政の仕組みの概要を示した。図中央の「国民年金」は 1 号被保険者が加入する年金制度部分を示している。1 号被保険者が支払う保険料は図の右上に示されている。1 号被保険者の保険料は定額であり、2 号被保険者の保険料は所得比例である。通常のサラリーマンでは、標準報酬月額というスケール変換の表があり、これに基づいて労使折半の保険料を払う。

以上の保険料が、図の中央にある厚生年金、国民年金の勘定にそれぞれ入り、そこから基礎年金勘定という国民共通の部分である基礎年金の収支を管理する会計に資金が移される。ここで、賦課方式の考え方に基づいた費用負担により現在の受給者に対して、現在の被保険者からの再分配が行われるという仕組みになっている。図の一番下に「給付」とあるが、右の列の国民年金に対応するのが基礎年金であり、年金額は保険料の納付済み期間比例である。左の厚生年金では、基礎年金に上乗せする給付部分については拠出も給付も所得比例である。基礎年金勘定のボックスに「国庫負担」とあるが、各制度から基礎年金の勘定に拠出する額の 3 分の 1 を国庫が負担する制度になっている。図に「世代間扶養」とあるが、国庫負担のほかに、現在の被保険者の世代が現在の受給者の世代の給付に必要な財源を負担するという考え方の財政方式（賦課方式）が組み込まれており、その部分が「世代間の助け合い」と説明される場合が多い。

図の「現役世代」の下に「保険料 26.3 兆円」とあるが、これは約 500 兆円ある GDP の約 5% に相当する。また、給付総額は「年金受給者」の下に 42.3 兆円とあるが、これは GDP の 8% 強に相当する所得移転の規模である。

## (3) 最近の年金制度の推移

日本の年金制度は 1961 年に国民皆年金となった後、70 年代にかなりの給付改善が行われた。当時は、まだ高齢化も進展せず、積立金もあり、税収の伸びも高かったため、給付改善も可能であった。

1980 年代に入ると、制度の様々な問題点が表面化し、高齢化の見通しも切迫してきたことなどから、85 年に基礎年金が導入されて基本部分の一元化が図られた。90 年代に入り、さらに高齢化が進展するという予測が明らかとなり、94 年に厚生

年金の支給開始年齢の引き上げが決定された。もともと 60 歳から年金を支給するという制度であったが、現在は 65 歳支給開始への移行期にある。その後、97 年 4 月には厚生年金に JR、JT、NTT という民営化した 3 共済が厚生年金に統合された。

また、2003 年からは総報酬制へと移行している。すなわち、それまではボーナスは所得比例の徴収保険料の計算基礎に算入されていなかったが、2003 年から給与月額だけでなく、ボーナスも含めた年収額全体をベースに保険料を徴収する制度へと移行している。

#### **(4) 公的年金各制度の給付費の推移**

図表 3 は、公的年金各制度の給付費の推移を示したものである。厚生年金のほかに、どのような被用者年金制度があるかを見ると、国家公務員共済、地方公務員共済、私学共済、農林年金があり、ここまでが被用者年金である。農林年金は、2002 年 4 月に厚生年金に統合されている。さらに国民年金と基礎年金がある。1985 年の基礎年金導入後も国民年金が残っているのは、85 年より以前に年金受給世代になった方たちの年金を整理して管理する等の問題に対応している。

公的年金制度においては、受給開始年齢に達した時に年金額を新規に裁定して基本的なことが決定され、それ以降は物価スライド分が加減される。保険料支払世代から年金受給開始世代になるまでには時間がかかるため、制度改正が行われると必ず経過期間を措置する必要が発生する。基礎年金の制度も 1985 年以降に受給開始となった方にとってはすっきりした制度となっているが、世代によっては複雑な経過期間の問題がある。

公的年金制度全体を見ると、給付費の規模は平成 13 年度で約 38 兆円である。このうち、厚生年金が約 20 兆円、共済では地方公務員共済が比較的規模が大きい。図表 3 で、年金給付額の増加が確認できる。

#### **(5) 年金財政の現状**

はじめに、第 1 号被保険者について見ると(図表 4)、毎月 13,300 円払っている保険料の合計が 2 兆円で、それは国民年金勘定に入る。国民年金勘定から真下

への矢印で基礎年金拠出金が 2.8 兆円あり、基礎年金勘定に入る。基礎年金勘定に入ったものから、左の矢印で給付費が 9.4 兆円となっているが、この受け手が新法の国民年金受給者である。つまり、1 号の被保険者が保険料を払い、国民年金勘定に入るが、それが年金として受給者に給付されるまでには基礎年金勘定を経由する。これは新法の国民年金受給者の場合であり、旧法の国民年金の受給者の場合には、給付に必要な経費は、基礎年金勘定から基礎年金交付金として 2.4 兆円が国民年金勘定に入り、それが旧法国民年金受給者への給付金 2.5 兆円の原因となる。

国庫負担は、基礎年金を払うために国民年金勘定が負担している基礎年金拠出金の額の 3 分の 1 相当額であり、国庫から左の矢印で国民年金勘定に支払われる（図の 1.4 兆円）。ただし、国庫負担には保険料免除者の措置分等が含まれるため、2.8 兆円の 3 分の 1 とはならない。

2 号被保険者の場合は、右上であるが、所得の 13.58%を労使で折半した保険料 19.9 兆円が厚生年金勘定に入る。国庫より基礎年金拠出金の 3 分の 1 が国庫負担として厚生年金勘定に入る。厚生年金勘定から、国庫負担も含めて、厚生年金が負担すべき基礎年金の負担額を基礎年金拠出金として基礎年金勘定に 9.3 兆円入れる。

拠出金がどのように決定されるかということ、基礎年金給付費の必要額を算出して、その給付費を被保険者数で分担する。被用者年金で負担する額が 9.3 兆円、国民年金勘定、つまり 1 号被保険者で負担する額が 2.8 兆円として割り振られる。この金額には国庫負担が 3 分の 1 含まれているという仕組みである。給付時には、旧法受給者、新法受給者をそれぞれ分けなければいけないので、旧法厚生年金受給者の場合には、厚生年金への基礎年金交付金として右側への矢印で 1.6 兆円が厚生年金勘定に戻る。

## （ 6 ）年金財政の問題点

問題のひとつは、負担の分担額を算出する際、被用者年金の場合には 2 号、3 号の被保険者全員がカウントされるのに対し、1 号の国民年金勘定を経由する場合は、保険料を納付した人数のみをカウントする点にある。未納、未加入の問題点は、負担の分担者としてカウントされるべき人数が減少するという点である。「自分は将来年金を受給しないので納付せずともよいではないか」というのは、拠出と給付

の制度設計の問題であり、全く別の議論である。受給には資格要件が設けられており、一定期間、一定の保険料の納付がないと受給資格は得られない。

財政方式としての問題点は、国民皆年金という原則を作り、現在の給付に必要な額は現在の加入者全員で分担しようという費用負担制度ができているにもかかわらず、実質的に機能していないことにある。2号被保険者は、保険料が源泉徴収されるため未納という事態は発生しない。被保険者全員がカウントされ、それに応じた拠出金を負担している。しかし、1号被保険者の場合には、未納の被保険者がいると拠出金の算定時にその部分が財源とできないため、他の保険料を支払っている被保険者全員の負担が増えてしまう。財政方式の基本に関する十分な理解がないと、国民年金の保険料の納付は国民の義務であるということの意味が明確にならない。

欧米諸国では、賦課方式が公的年金制度の財政方式として一般的に採用されている。つまり、現役世代から今年の給付に必要な額を集めて高齢者世代へ再分配するという制度である。アメリカの場合には、積立金は1年分程度でほとんど発生していない。ヨーロッパも同様である。公的年金は若者世代から高齢世代に再分配する仕組みであると理解されている。

日本の場合には、制度発足時に受給資格要件を満たす人が少なかったのが、積立金が形成された。2001年度末で、国民年金勘定には9.7兆円の積立金が、厚生年金勘定には134.6兆円の積立金がある。被用者年金全体では、約185兆円の積立金が形成されている。したがって、なんとなく自分の保険料が積み立てられていると感じる部分もある。

実際、最近の厚生労働省の説明では「修正賦課方式」という財政方式であるとされているが、以前の説明では「修正積立方式」となっていた。このように財政方式に対する基本哲学が判然としないところにも問題がある。

一般的に「年金」という言葉から想像するのは、自分が払った分を自分で受け取るという仕組みであろう。この方式を「積立方式」という。積立方式というのは、民間の保険と基本的には同じ制度である。

日本の現在の年金制度はそのような理念の下では運営されていない。それにもかかわらず、多くの議論が支払った金額の何倍が給付として返ってくるかという損得問題に帰着してしまっている。公的年金の必要性や金額の妥当性に関する議論はあ

まりされずに、損得問題に議論が集中している。

年金制度をナショナルミニマムとして設定しようとするれば、世代間の分配、すなわち若者世代から高齢世代への移転、ということを考えないと、なかなかうまくいかない。公的年金制度には、例えば遺族年金や障害年金という制度も入っているし、普通の民間保険とは異なる側面もある。公的であることの対価としてどれだけの負担できるのかという議論なしに、損得の議論に集中していることは大変残念である。

### (7) 年金財政の前提

年金財政の運営は 50 年、100 年という長期間にわたるので、簡単でないことは事実である。年度ごとに毎回分配を済ませてしまう賦課方式にすれば分かりやすいが、高齢化の影響を直接的に被り、世代間の格差が大きくなる等の問題があると言われている。そのため、日本の公的年金は予め積立金を持つという方式で運営されてきた。

日本の場合、今日の事態に至った原因のひとつに、人口推計の読み違いが挙げられる。年金財政は 5 年に一度行われる財政再計算により、制度の見直しを続けてきた。財政再計算ごとに見通しを修正し、結果として継続的に保険料の引き上げが行われてきたのが、これまでの経過である。

財政再計算に際して、前回の見通し通りであれば問題はないが、実際には前提が変化するということが継続して発生していた。図表 5 は、財政再計算で長期の見通しを立てるために、どのような人口推計を前提としていたかを示したものである。

例えば、基礎年金導入の直前である 1984 年の再計算は、80 年のデータに基づき、2025 年には男性の平均寿命を 75 歳、女性を 80 歳、出生率 2.09 で、65 歳以上人口のピークは 2020 年で 21.8%と見込んでいた。この見通しにより、段階的な保険料引き上げが提示された。

その後の推移を見ると、2004 年再計算の前提となる 2000 年実績に基づく予測では、2050 年で男性の平均寿命が 80.95 歳、女性は 89.22 歳となっている。例えば 10 年前と比較しても、将来の平均寿命は男性で 2.7 歳、女性で 4 歳程度延びている。出生率の方は、逆に、1980 年から 2.09、1.80、そして今回の前提では 1.39 へと大幅に低下してきた。その結果として、65 歳以上人口比率のピークが、

21.8%（2020年）から35.7%（2050年）まで上昇している。このように、現在の日本は大きな人口変動の中にある。

2002年の出生率の実績は1.32であり、平均寿命は男性が78.32歳、女性が85.23歳である。20年前に立てた2025年の見通しを既に上回っている。人口推計、デモグラフィックな要因は、経済変数などより予測が容易ではないかと思う部分もある。しかし、実際には人口変動が予想を超えて進展し、制度の見直しが必要となったわけである。これに対応して支給開始年齢が5歳引き上げられた。一般に、拠出する期間が20歳から60歳であれば40年間、受給が60歳から80歳であれば20年間という中で、平均寿命が4歳、5歳、あるいはもっと大きく変動することが年金財政に与える影響には大変に大きなものがある。

## 2. 年金財政についての基本事項

### (1) 賦課方式の意味

一般的な理解では、年金と賦課方式はなかなか結び付かない。賦課方式は、年金給付に必要な費用を、その都度被保険者からの保険料で全額賄うという年金財政の仕組みである。「その都度」という期間を単年度で設定すれば、今年必要な費用を今年の被保険者から徴収して受給者に再配分する制度となる。これは「積立」とは発想を異にするものである。この仕組みが現在の日本では十分には理解されていないのではないかと思われる。

賦課方式は、ある一定の期間をとったときに、「総保険料＝総給付額」となっていないなければならない。したがって、定額保険料により年金制度を運営する場合には、次のような式になる。

$$1 \text{ 人当たりの保険料} = (\text{受給者} / \text{被保険者}) \times 1 \text{ 人当たり給付額}$$

つまり、総給付額（＝受給者数 × 1人当たり給付額）を被保険者数で割った金額が1人当たりの保険料となる。

所得比例保険料で徴収する場合には、左辺の「1人当たりの保険料」が「保険料率」となるので、総給付額（＝受給者数 × 1人当たり給付額）は同じであるが、割り算の分母が「1人当たり所得 × 被保険者数」となる。

賦課方式の下では、以上のような関係が維持されないと制度は継続できない。高

齡化の進展は受給者数の増加、あるいは被保険者数の減少を意味するので、右辺の第1項が大きくなる。このため、1人当たり給付額を減少させない限り、1人当たり保険料の増加が続くことになる。このように賦課方式は、単純に運用すると人口構造変動の影響を直接に受けるため、現実にはその点に配慮して運用されている。しかし長期的には、この式が意味する流れを無視することはできない。人口動態等を勘案すると、賦課方式に沿った財政運営の考え方を取り入れる以上は、この式の意味するところを受け止めないと年金制度は成り立たないわけである。

賦課方式のよい点は、各時点で左辺と右辺を均衡させるので、その時々々の経済水準を前提に運営される点である。積立方式の場合、積立金が目減りする問題がありえるが、賦課方式の場合にはそのような問題は生じない。

図表6では、少子・高齢化の問題を分析している。厚生年金にも賦課方式的な要素が入っているため、受給者数と被保険者数の比率は非常に重要な変数である。ここでは「扶養比率」という数字で被保険者数と受給権者数の比率を示しているが、この比率は1人の受給権者を何人の被保険者で支えているかを示す比率であるので、これが低下すると被保険者の負担が増えてくる。この比率が低下する理由は、被保険者数が減るか、受給権者数が増えるかのいずれかである。図の棒グラフの白抜き部分が被保険者数の変化による影響であり、濃い部分が受給権者数の変化によるものである。過去について見ると、賦課方式的要素の財政の影響は、圧倒的大部分が受給権者数の増加によって発生している。ただし1990年代後半からは、被保険者数の変化もマイナスに転じている。就業構造の変化によっても厚生年金に入るか、1号被保険者になるか、は変わりえるので、あまり簡単には論じられないが、受給権者数の増加がこれまでの年金財政に大きな影響を与えてきたことは明らかである。

## (2) 段階保険料率

日本の制度は「段階保険料率」となっている。これは最後まで制度を維持できる一定の安定的な保険料(平準保険料という)が計算されるが、実際にはその水準より低い水準の保険料から始めて、徐々に引き上げようという制度になっている。したがって、負担の後倒しを内在しており、早く改革に取り組まないと問題が一層深



刻になる。

### **(3) 制度成熟化までの積立金**

制度が完全に成熟していないために積立金が発生している。この運用をどうするかという点についても論点はあるが、積立金はせいぜい5年分くらいである。

### **(4) 世代間の公平と世代内の公平**

賦課方式を取った場合、高齢化が進展すれば扶養比率が変わってくるので、自分の分だけの拠出と給付を計算すれば、生年によって負担・拠出比率が変わる。これを世代間の公平・不公平といっているが、同一世代内の公平な保険料負担という視点も重要である。また、基礎年金については、3分の1の国庫負担があるので、その分は垂直的公平、つまり高所得者には年金給付を削減するというような運用を考えるべきである。

## **3. 当面の課題**

公的年金制度に関する論点は多岐にわたるが、ここでは制度の財政運営に関する問題を、当面の問題と基本理念の問題に分けて論じたい。

### **(1) 制度空洞化の回避**

当面の問題としては、制度空洞化を避けて、皆年金をどこまで維持できるのかという点が重要である。

### **(2) 第3号被保険者に関連する問題**

もうひとつの問題は、3号被保険者（被用者の配偶者）と自営業者の配偶者（1号被保険者の配偶者）の保険料のあり方に関する問題である。この問題は長年議論されているが、解決されていない。これは同一世代内の負担のあり方に係わる問題であり、早く解決する必要がある。

#### **4．基本理念の選択**

長期的な問題に対処するためには目標設定が必要であるが、そのためには、どのような座標軸の選択が重要かという問題がある。

##### **(1) 社会保険としての性格**

ひとつは社会保険としての性格をどのように考えるかという問題である。つまり収入と支出を当該会計の中で完結させるような仕組みと考えるかどうかという点に関わる。アメリカの制度の場合は、社会保険としての維持という理念が強いので、国庫負担という概念はない。日本の場合は、制度創設当初より国庫負担が措置されているが、給付の一定部分について、常に国庫負担があることの意味をよく考える必要がある。国庫負担を入れても国民の負担全体が減るわけではない。保険料負担が税の負担に変わるだけである。社会保険として完結させるのであれば、国庫負担の拡大が望ましいとも言えない。

##### **(2) 国庫負担と垂直的公平**

国庫負担を拡大するのであれば、現在以上に垂直的公平の理念、すなわち、高所得者への給付制限等を導入する必要がある。

##### **(3) 世代内の公平と世代間の公平**

世代間の不公平は広く取り上げられているので、ここでは触れない。むしろ、世代内の公平の問題を取り上げなくてもよいのかとを感じる。

##### **(4) 公的年金の給付水準**

年金の給付水準に関して、引退前所得の 5 割を維持すべきである等の議論があるが、賦課方式的要素があれば、一定の保険料を選択した下では人口構成の変化に伴って給付は変動せざるをえない。仮に、当初 5 割で制度設計を行っても保険料一定のもとで高齢化が進展すれば、給付の低下は十分に予想される。公的年金制度でどの程度の給付を確保するのか、最終的にどの程度の水準を目指すのかということを変更して議論する必要がある。

## (5) 一元化の是非

一元化の構想も出ているが、所得捕捉の可否、給付・負担設計の違い等から困難な問題が少なくないのではないかと考えている。

## 5. 2004年改革のポイント

### (1) 2004年改革のポイント

改革案が国会で議論されているが、公表資料から簡単にポイントを示すと以下のようになる。

基礎年金国庫負担割合の引き上げ：2004年度から着手し、2009年度に完了（3分の1から2分の1への引き上げ）

保険料を引き上げた上で固定：

厚生年金 2004年10月から毎年0.354%ずつ引き上げ、2017年度以降18.3%（労使折半）

国民年金 2005年4月から月額280円ずつ引き上げ、2017年度以降月額16,900円（いずれも2004年度価格）

スライド調整率〔＝被保険者数の減少率＋平均余命の伸びを勘案した一定率（0.3%）〕を控除した賃金あるいは物価スライド

在職老齢年金制度の見直し

遺族年金の見直し、障害年金の改善など

標準的な厚生年金世帯（夫婦、基礎年金を含む）で現役世代平均年収の50%を上回る

### (2) 年金財政見直し

図表7,8は今回出された国民年金勘定、厚生年金勘定の財政見直しである。図表7では、保険料が16,900円（平成16年度価格）で固定され、「収支差引残」は平成72年からマイナスになる。

図表8が厚生年金財政の見直しであり、平成17年の年度末積立金は16年度価格で163兆円あるが、当年度支出に対する割合は5倍程度である。この積立金が、誰の、どういう性格の資金に相当するか、が分かり難いので、ここでは議論できな

いが、積立金は今回の財政見通しでは、ある時期からかなり減ってくる。

図表 9 に、財政再計算時における厚生年金保険料の見直しの推移を示した。過去の財政再計算の都度、保険料が引き上げられ、最終的にどこまで引き上げるかという議論を行っている。従来は総報酬ではなくて標準報酬月額ベースであったので、27.8%が 1999 年の再計算における最終保険料率である。現在では総報酬ベースに変更になっているので、表面的には料率が下がっている。年収全体の 18.3%で固定という議論がされているが、本当にこの料率が合理的なのかという点については議論のあるところである。

### (3) 世代間の給付と負担の関係

図表 10 は世代間の給付と負担の関係を示した厚生労働省の資料である。この資料には、労使折半の使用者側負担分は拠出に含まれていない。使用者負担分は賃金ではないので計算に含めないというのが厚生労働省の説明である。

図表 11 は、図表 10 の計算の前提等を示したものである。この資料で、保険料納付期間の棒グラフのところに黒い矢印で「賃金上昇率を用いて過去の保険料額を 65 歳時点の価格に換算」とあるが、これは実質成長部分を反映している部分であり、公的年金の特色とも言える。

## 6. 財政改革と年金改革（社会保障制度改革）

最後に、財政との関係で、年金の保険料分を含めて社会保険料率の負担がかなり大きくなっている点を説明したい。図表 12 で見ると、2004 年度の見通しで、社会保障負担の国民所得に対する比率が 14.4%になっている。また、地方税負担 9.0%、国税が 12.1%、合計で 35.5%である。さらに、財政赤字の部分を潜在的負担と考え、財政赤字に相当する 9.6%を加えると、国民所得に対する国民負担率は 45%程度になる。国民負担率に関して、基本的な議論を行わなければならない時期にきている。

これまで 30 年間の負担率の推移を見ると、国税負担率はそれほど大きくは変動していないのに対し、社会保障は 5.4%から 14.4%へと負担率が大きく上昇している。ただし、国税として徴収されているのは 12.1%であるが、財政赤字分が 10%

弱ある。

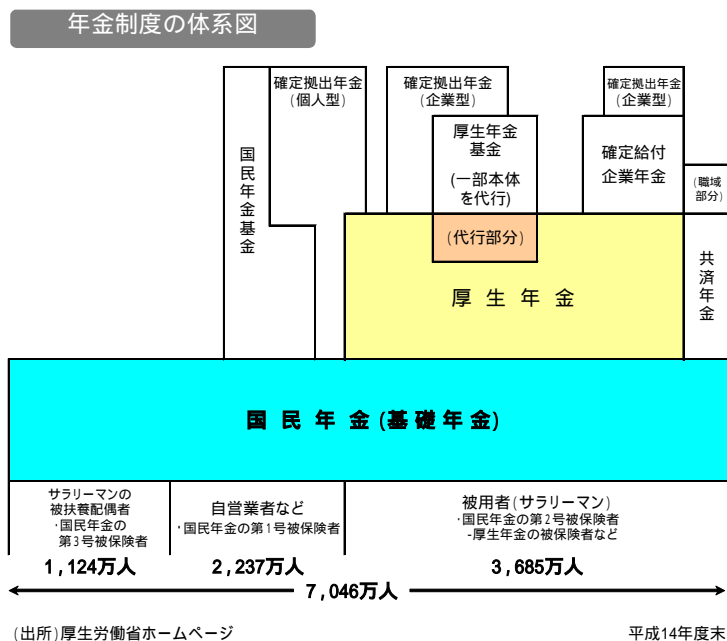
財政赤字の状況を示しているのが図表 13 であり、これは一般会計の国債残高と、その GDP 比率を見たものである。GDP 比率は 96.4%という高い水準である。さらに、注意すべきは、1997 年の 258 兆円から 2002 年の 421 兆円へと、わずか 5 年間で 170 兆円の国債残高が累積していることである。

図表 14 は、諸外国と比較して、いかに日本がアウトライナーであるかを示している。横軸に「構造財政赤字」といって景気調整をした後の財政赤字の対 GDP 比を取り、縦軸に「純債務残高の対 GDP 比」を取っている。いずれも国際比較のために地方と社会保障基金を含めた一般政府の数値となっている。1986 年のポジションから出発し、最近までの推移を描いている。ユーロ圏では、当初、財政赤字が 4%で債務残高比率は 60%よりも少し下であった。86 年以降、財政赤字も残高も累積していったが、赤字の比率が 6%程度になると、財政赤字の削減という左の方に向かう動きが始まる。これにより通貨統合の基準値内に収まっている。米国は一時期黒字になったりしてやや異なるが、改善への動きを確認できる時期がある。日本は一時期バブル経済期の税収増もあって財政赤字が減少し、また、90 年代半ばまでは社会保障基金が黒字であったので、あまり赤字は大きく出ていなかったが、その後急速に悪化して右に移動し、今や完全にアウトライナーの状況にある。

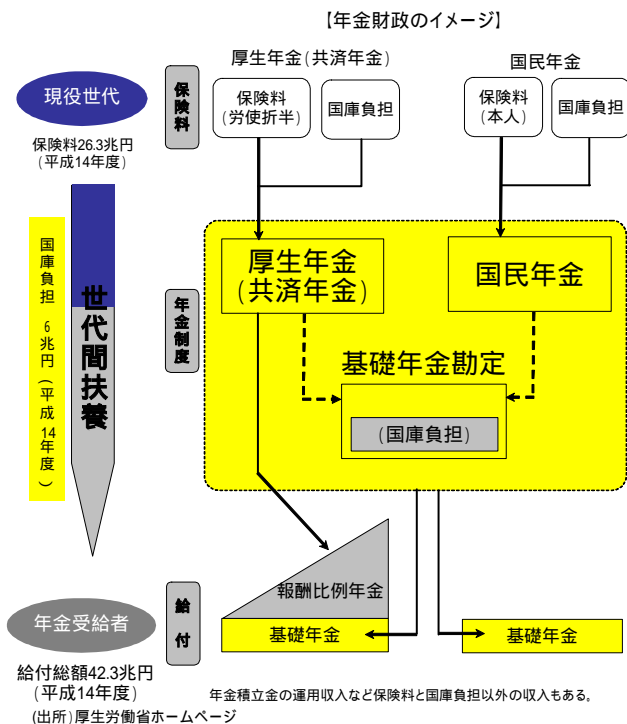
早急に財政改革を真剣に考えなければならない。4 月、5 月とヨーロッパと韓国で財政などの会議に出席したが、どの国でもこれから取り組む課題に備えたい、そのために財政はしっかり立て直したいという視点が強調されていた。ヨーロッパは高齢化に備えるということを繰り返し論じ、韓国はリユニフィケーションに備えるということであった。韓国は、金融危機の際の公的資金投入以外では基本的に財政赤字のない国であるが、それでも心配であるというほど財政マインドがある。日本の場合は、高齢化に備えなければいけないのであるが、備えるべき時期に国の財政状況は一段と悪化しており、大変心配な状況にある。

(2004 年 5 月 14 日：第 8 回委員会)

図表1 年金制度の体系  
～ 2階建ての公的年金と私的年金～



図表2 年金制度の財政の仕組み



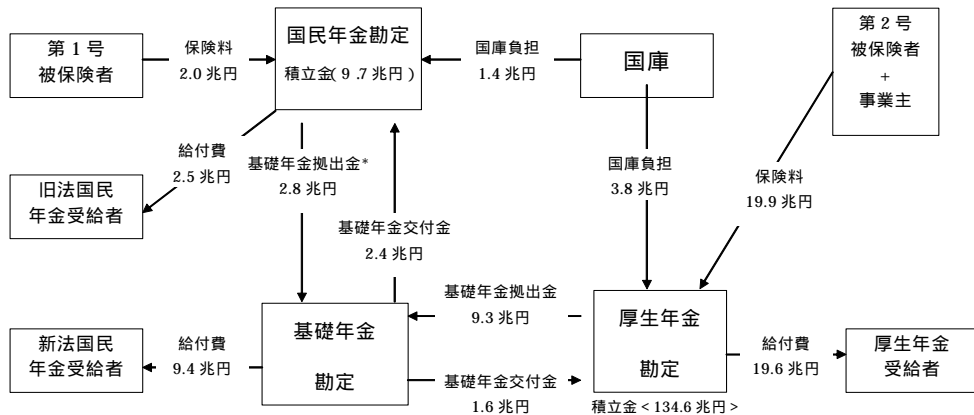
図表3 公的年金各制度の給付費の推移

年度	厚生年金		旧三共済	国共済	地共済	私学共済	農林年金	注4 国民年金	注4 基礎年金	公的年金 制度全体	
	徳円	徳円								徳円	徳円
昭和 4 0	(西暦) 1965	376	275	140	250	8	18	15	-	-	1,106
4 5	1970	1,545	685	452	968	26	60	151	-	-	3,960
5 0	1975	9,537	2,319	1,999	4,100	101	266	4,566	-	-	23,228
5 1	1976	13,651	3,010	2,593	5,512	135	368	7,110	-	-	32,832
5 2	1977	18,449	3,622	3,152	6,793	167	455	9,440	-	-	42,659
5 3	1978	22,705	4,229	3,726	8,028	195	530	11,463	-	-	51,575
5 4	1979	26,557	4,805	4,252	9,251	209	627	13,426	-	-	59,928
5 5	1980	32,515	5,452	4,831	10,648	233	721	15,763	-	-	71,143
5 6	1981	39,221	6,337	5,559	12,463	283	864	18,417	-	-	84,329
5 7	1982	44,886	7,257	6,272	14,427	335	1,011	20,691	-	-	96,231
5 8	1983	50,103	8,133	6,848	16,057	385	1,149	22,481	-	-	106,667
5 9	1984	55,281	8,831	7,552	17,938	441	1,280	24,245	-	-	117,276
6 0	1985	62,274	9,722	8,504	20,164	509	1,464	26,500	-	-	131,104
6 1	1986	76,209	9,801	8,816	20,467	604	1,575	29,137	4,521	151,128	
6 2	1987	82,360	11,167	10,330	23,680	677	1,838	27,369	6,620	164,041	
6 3	1988	87,683	11,358	11,028	25,151	736	1,984	29,286	7,779	175,006	
元	1989	96,284	11,602	11,950	27,120	823	2,188	30,713	9,401	190,082	
2	1990	105,031	11,851	12,778	28,988	1,007	2,365	31,728	10,891	204,638	
3	1991	113,230	12,101	13,530	30,987	1,126	2,568	32,650	13,549	219,740	
4	1992	121,460	12,378	14,226	33,000	1,223	2,773	32,763	19,548	237,372	
5	1993	129,055	12,500	14,740	34,486	1,309	2,927	32,343	25,968	253,329	
6	1994	138,277	12,709	15,297	36,170	1,418	3,131	32,183	33,351	272,536	
7	1995	150,413	13,040	16,005	38,176	1,538	3,376	32,193	41,695	296,435	
8	1996	156,890	12,932	16,117	38,805	1,618	3,467	31,042	49,455	310,326	
9	1997	172,895		16,240	39,376	1,694	3,567	29,783	57,690	321,245	
10	1998	182,824		16,517	40,523	1,794	3,707	28,933	67,114	341,411	
11	1999	187,364		16,608	41,177	1,864	3,774	27,781	76,146	354,715	
12	2000	191,544		16,800	41,430	1,942	3,854	26,454	84,774	366,798	
13	2001	196,228		16,867	42,005	2,023	3,916	25,133	93,633	379,805	

(注) 1. 日本鉄道、日本電信電話及び日本たばこ産業の各共済組合は平成9年4月に厚生年金に統合された。  
 2. 農林漁業団体職員共済組合は、平成14年4月に厚生年金に統合された。  
 3. 昭和60年度以前の年金制度合計は、船員保険の年金給付費を含む。  
 4. 国民年金には、昭和60年改正前の旧法国民年金の給付及び同改正後の新法国民年金の基礎年金以外の給付に要する費用を、基礎年金には、新法国民年金の基礎年金の給付に要する費用を、それぞれ計上している。

(出所) 厚生労働省ホームページ

図表4 年金の財政収支概略図(平成13年度)



1. 厚生年金の新法裁定者は、基礎年金部分を基礎年金勘定から受け取り、報酬比例部分を厚生年金勘定から受け取る。厚生年金の旧法裁定者は、全額を一括して厚生年金勘定から受け取る。
  2. 旧法裁定者のみなし基礎年金部分は、全額基礎年金勘定から各制度の勘定に移される。
  3. 国庫負担額は基礎年金拠出金の3分の1。\*国民年金勘定から基礎年金勘定への繰入額は特別国庫負担分等を含むと3.3兆円。
- (出所) 厚生労働省『公的年金財政状況報告 平成13年度』より藤井委員作成

図表5 財政再計算における人口見通しの推移

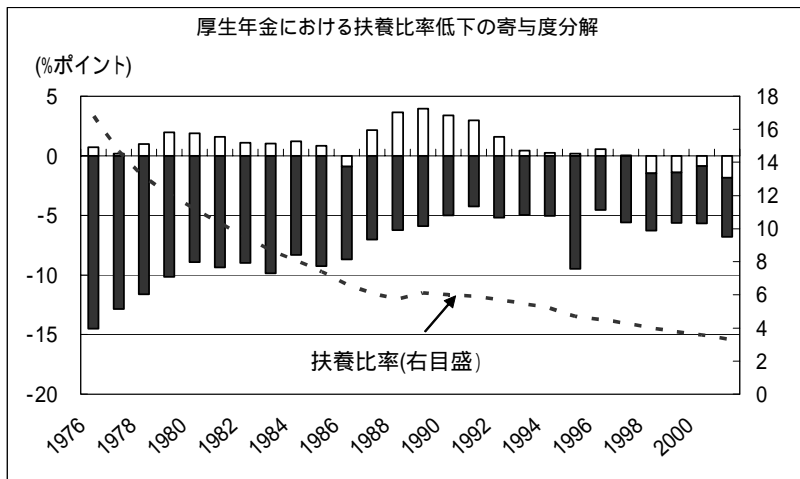
再計算年(基準年)	平均寿命(男/女)	出生率	65歳以上人口比率ピーク
1984(1980)	75.07/80.41(2025)	2.09(2025)	21.8%(2020)
1989(1985)	77.87/83.85(2025)	2.00(2025)	23.6%(2021)
1994(1990)	78.27/85.06(2025, 50)	1.80(2025)	28.4%(2045)
1999(1995)	79.43/86.47(2050)	1.61(2050)	32.3%(2050)
2004(2000)	80.95/89.22(2050)	1.39(2050)	35.7%(2050)

(注) 出生率は合計特殊出生率、いずれも中位推計。

2002年の実績は、出生率：1.32、平均寿命：男 78.32/女 85.23年 である。

(出所) 厚生労働省『年金と財政』1985,1990,1995,2000年発行版より藤井委員作成

図表6 厚生年金における扶養比率低下の寄与度分解



- 注：1 扶養比率は、 $\text{扶養比率} = (\text{被保険者数}) / (\text{老齢} \cdot \text{退年相当の受給権者数})$ として算出した。
- 2 棒グラフの白抜き部分が被保険者数の増減による寄与に対応し、グレー部分が受給権者数の増減による寄与に対応している。扶養比率を対数変換し、寄与度として要因分解したもの。扶養比率の変化率のうち、それぞれ被保険者数の変化と受給権者数の変化がどれだけ寄与しているかを示す。
- 3 旧三公社については、1996年までの統合以前についても合計している。
- 4 データ期間は1975年度から2001年度。

(出所) 『公的年金財政状況報告 - 平成13年度 - 』社会保障審議会年金数理部会



図表7 国民年金の財政見通し

平成16年財政再計算

最終保険料16,900円(平成16年度価格)

国庫負担:平成21(2009)年度2分の1完成

平成17(2005)～20(2008)年度は3分の1に加え、1000分の11を国庫負担  
(平成16(2004)年度は3分の1に加え、272億円を国庫負担)

年 度	保険料月額 (16年度価格)	収入合計			支出合計	収 支 差引残	年度末 積立金	年度末 積立金 (16年度価格)	積立 度合
		兆円	兆円	兆円					
平成(西暦)	円	兆円	兆円	兆円	兆円	兆円	兆円	兆円	
17(2005)	13,580	4.0	2.1	0.2	4.2	-0.2	10.8	10.8	2.6
18(2006)	13,860	4.3	2.2	0.2	4.5	-0.2	10.6	10.6	2.4
19(2007)	14,140	4.6	2.4	0.3	4.8	-0.2	10.4	10.3	2.2
20(2008)	14,420	4.8	2.5	0.3	5.0	-0.2	10.1	9.9	2.1
21(2009)	14,700	5.4	2.5	0.3	5.0	0.3	10.5	10.0	2.0
22(2010)	14,980	5.6	2.6	0.3	5.1	0.5	11.0	10.2	2.1
27(2015)	13,680	6.5	3.0	0.4	5.9	0.7	13.8	11.7	2.2
32(2020)	16,900	7.3	3.4	0.6	6.4	0.9	17.9	13.6	2.6
37(2025)	16,900	8.1	3.7	0.7	7.0	1.1	23.2	15.9	3.2
42(2030)	16,900	9.2	4.0	0.9	8.0	1.2	29.2	18.1	3.5
52(2040)	16,900	11.2	4.3	1.2	10.6	0.6	38.7	19.4	3.6
62(2050)	16,900	13.1	4.7	1.3	13.0	0.1	42.0	17.2	3.2
72(2060)	16,900	14.7	5.3	1.3	14.8	-0.1	41.9	13.9	2.8
82(2070)	16,900	16.1	5.8	1.3	16.5	-0.3	39.7	10.7	2.4
92(2080)	16,900	17.7	6.5	1.1	18.2	-0.5	35.2	7.7	2.0
102(2090)	16,900	19.5	7.5	0.9	20.2	-0.7	29.0	5.2	1.5
112(2100)	16,900	21.6	8.6	0.7	22.4	-0.8	21.6	3.1	1.0

(注1) 長期的な(平成21(2009)年度～)経済前提は次の通り。 (注2) 「積立度合」とは、前年度末積立金の当年度の支出合計に対する倍率である。  
 賃金上昇率 2.1% (注3) 「16年度価格」とは、賃金上昇率により、平成16(2004)年度の価格に換算した  
 物価上昇率 1.0% ものである。  
 運用利回り 3.2%  
 可処分所得上昇率 2.1%(ただし、平成29(2017)年度までは1.9%)  
 (出所)厚生労働省ホームページ

図表8 厚生年金の財政見通し

平成16年財政再計算

最終保険料率18.3%

国庫負担:平成21(2009)年度2分の1完成

平成17(2005)～20(2008)年度は3分の1に加え、1000分の11を国庫負担  
(平成16(2004)年度は3分の1に加え、272億円を国庫負担)

調整期間(終了年度)	2023年度
所得代替率(終了年度時点)	50.2%

年 度	保険料率 (対総報酬)	収入合計			支出合計	基礎年金 拠出金	収 支 差引残	年度末 積立金	年度末 積立金 (16年度価格)	積立 度合
		兆円	兆円	兆円						
平成(西暦)	%	兆円	兆円	兆円	兆円	兆円	兆円	兆円	兆円	
17(2005)	14.288	28.3	20.8	3.0	31.9	11.1	-3.6	163.9	163.9	5.2
18(2006)	14.642	29.8	21.6	3.5	32.9	11.3	-3.1	160.8	161.1	5.0
19(2007)	14.996	31.2	22.6	4.0	33.8	11.5	-2.5	158.3	157.8	4.8
20(2008)	15.350	33.0	23.5	4.7	34.9	12.0	-1.9	156.4	153.1	4.5
21(2009)	15.704	36.1	24.5	4.9	36.5	12.6	-0.4	156.0	149.2	4.3
22(2010)	16.058	37.6	25.5	4.9	37.5	13.0	0.0	156.0	145.3	4.2
27(2015)	17.828	44.0	30.8	5.1	41.4	15.1	2.6	162.5	137.3	3.9
32(2020)	18.30	49.2	34.8	5.8	43.3	16.5	5.9	186.3	141.8	4.2
37(2025)	18.30	53.7	37.7	6.9	45.5	17.7	8.2	223.1	153.1	4.7
42(2030)	18.30	58.2	40.0	8.3	49.5	19.4	8.7	266.6	164.9	5.2
52(2040)	18.30	66.2	43.1	10.3	62.9	25.4	3.3	330.1	165.8	5.2
62(2050)	18.30	73.5	47.2	10.6	74.8	31.4	-1.3	335.0	136.7	4.5
72(2060)	18.30	80.6	52.8	9.9	82.9	35.5	-2.4	314.4	104.2	3.8
82(2070)	18.30	87.0	58.4	9.0	90.8	39.3	-3.7	284.4	76.6	3.2
92(2080)	18.30	94.2	65.0	7.6	99.6	43.4	-5.4	237.9	52.1	2.4
102(2090)	18.30	103.6	73.9	5.7	109.8	48.0	-6.2	178.4	31.7	1.7
112(2100)	18.30	115.1	84.8	3.7	121.5	53.5	-6.4	115.1	16.6	1.0

(注1) 長期的な(平成21(2009)年度～)経済前提は次の通り。 (注2) 「積立度合」とは、前年度末積立金の当年度の支出合計に対する倍率である。  
 賃金上昇率 2.1% (注3) 「16年度価格」とは、賃金上昇率により、平成16(2004)年度の価格に換算した  
 物価上昇率 1.0% ものである。  
 運用利回り 3.2% (注4) 厚生年金基金の代行部分を含む、厚生年金全体の財政見通しである。  
 可処分所得上昇率 2.1%(ただし、平成29(2017)年度までは1.9%)  
 (出所)厚生労働省ホームページ

図表9 財政再計算時における厚生年金保険料の見通し

再計算年	料率と引上げ予定	最終保険料率(年度)
1984	5年毎の引上幅を1.8%	23.9% (2020)
1989	5年毎の引上幅を2.2%	26.1% (2020)
1994	5年毎の引上幅を2.5%	29.8% (2025)
1999	5年毎の引上幅を2.5%	27.8% (2025)
2004	毎年0.354%(5年で1.77%)引上げ	18.3% (2017)

(注)保険料率は、2004年以外はいずれも標準報酬ベース。1999年度再計算の最終保険料率27.8%は総報酬ベースでは21.6%、2004年の改正前の徴収保険料率は、総報酬ベースで13.58%。いずれも労使折半。

なお、各再計算期における説明は、下記のとおり。

1984年度：支給開始を2010年度までに65歳に段階的に引上げのケース

1989年度：ドイツの例(日本並みに換算して24.3%)等を参考に最終保険料率を26%程度に抑える(65歳支給開始に移行)

1994年度：最終保険料負担を30%以内に抑える

1999年度：有識者調査などを参考に年収ベースの2割程度を目処とする

(出所)厚生労働省『年金と財政』各年版より藤井委員作成

図表10 厚生年金(基礎年金を含む)の世代間における給付と負担の関係  
平成16年財政再計算

年度	1935年生まれ (2005年70歳) [2000年時点での換算]	1945年生まれ (2005年60歳) [2010年時点での換算]	1955年生まれ (2005年50歳) [2020年時点での換算]	1965年生まれ (2005年40歳) [2030年時点での換算]	1975年生まれ (2005年30歳) [2040年時点での換算]	1985年生まれ (2005年20歳) [2050年時点での換算]	1995年生まれ (2005年10歳) [2060年時点での換算]	2005年生まれ (2005年0歳) [2070年時点での換算]
保険料負担額	680万円	1,200万円	1,900万円	2,800万円	3,900万円	5,100万円	6,500万円	8,000万円
年金給付額 [65歳以降分]	5,600万円 4,400万円	5,400万円 4,500万円	6,000万円 5,600万円	7,600万円	9,600万円	12,000万円	14,900万円	18,300万円
負担給付倍率 [65歳以降分]	8.3倍 6.4倍	4.6倍 3.8倍	3.2倍 3.0倍	2.7倍	2.4倍	2.3倍	2.3倍	2.3倍

(注)1. 保険料負担のほかに、税負担のうち年金給付に充てられる分(国庫負担分)があることに留意が必要である。基礎年金国庫負担割合は、平成21(2009)年度2分の1完成、平成16(2004)～20(2008)年度は年金課税の適正化による増収分程度の引上げを前提に算出。

2. 設定は以下の通り。

夫は20歳から60歳まで厚生年金に加入(平均標準報酬月額36.0万円)し、妻はその間専業主婦(昭和61年3月以前は国民年金に任意加入歴なし)という加入歴をもつ同年齢夫婦について、それぞれ60歳時点の平均余命まで生存したとして、夫婦の基礎年金、夫の死後妻が受給する遺族年金も含めて年金受給額を計算(保険料負担額や年金給付額を手取り賃金上昇率を用いて、65歳時点の価格に換算して比較)。なお、1935年生まれの者については、その90%の期間のみの加入としている。

3. 2100年で受給期間が終わる世代について、計算した。

4. 人口推計、経済前提等については、平成16年財政再計算に準拠。

(出所)厚生労働省ホームページ

図表11

## 計算の前提

### 1. 加入歴

(1)厚生年金 同年齢夫婦で、夫は20歳から60歳まで厚生年金に加入し（年齢別総報酬月額が平成16年財政再計算での標準報酬指数及びボーナス支給割合より算出。平均標準報酬月額36.0万円）、妻はその間専業主婦（昭和61年からは20歳以上ならば第3号被保険者、それ以前は国民年金に任意加入していない）。なお、1935年生の者については、その90%の期間のみの加入としている。

(2)国民年金 20歳から60歳まで国民年金第1号被保険者で保険料を納付（保険料、年金額ともに被保険者一人分）。

### 2. 受給期間

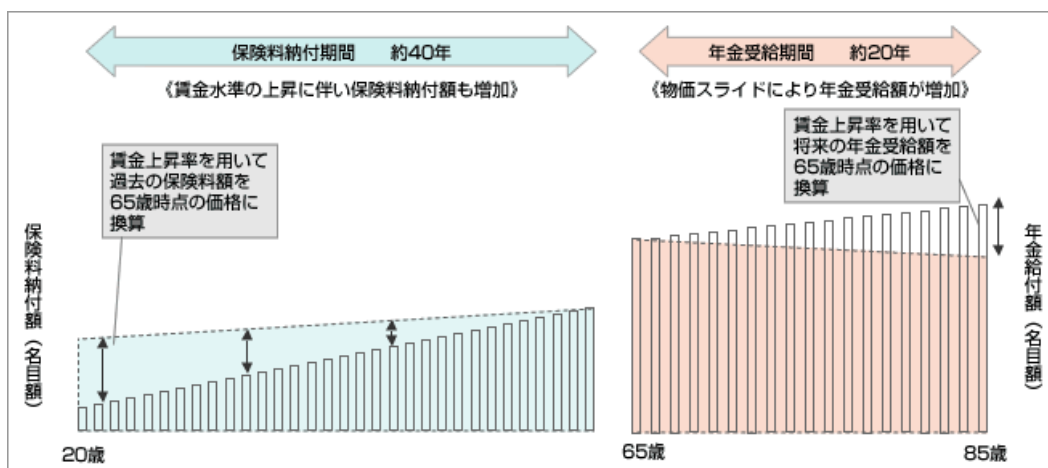
男女各々60歳時点の平均余命〔過去分は完全生命表、将来分は日本の将来推計人口（平成14年1月推計）における将来生命表の60歳時平均余命。国民年金は平均余命の男女平均〕まで生存、厚生年金の場合、夫婦の基礎年金、夫の死後妻が受給する遺族年金も含めて計算した。

### 3. 年金額、保険料、人口推計、経済前提等

平成16年財政再計算に準拠。

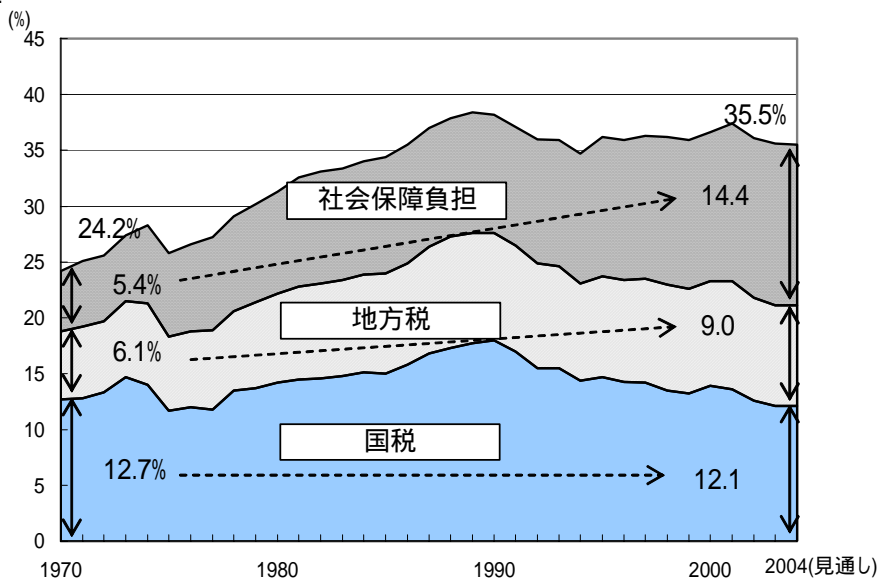
## 計算方法

世代間扶養を基本とする年金制度においては、賃金の一定割合について保険料として負担を求め、年金給付も賃金水準の上昇を反映することが基本的な仕組みとなっている。この公的年金の基本的な仕組みの考え方に沿って、「賃金上昇率」を用いて保険料負担額や年金給付額を65歳時点の価格に換算した。



(出所) 厚生労働省ホームページ

図表12

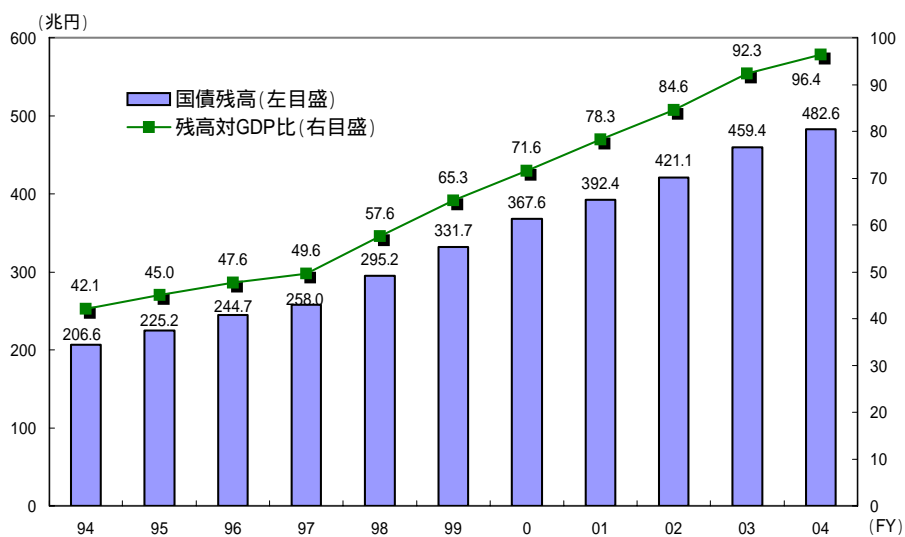


(注) 2002年度までは実績、2003年度は実績見込み、2004年度は見通しである。  
1990年度以降は93SNAに基づく計数であり、1989年度以前は68SNAに基づく計数である。

ただし、租税負担の計数は租税収入ベースであり、SNAベースとは異なる。

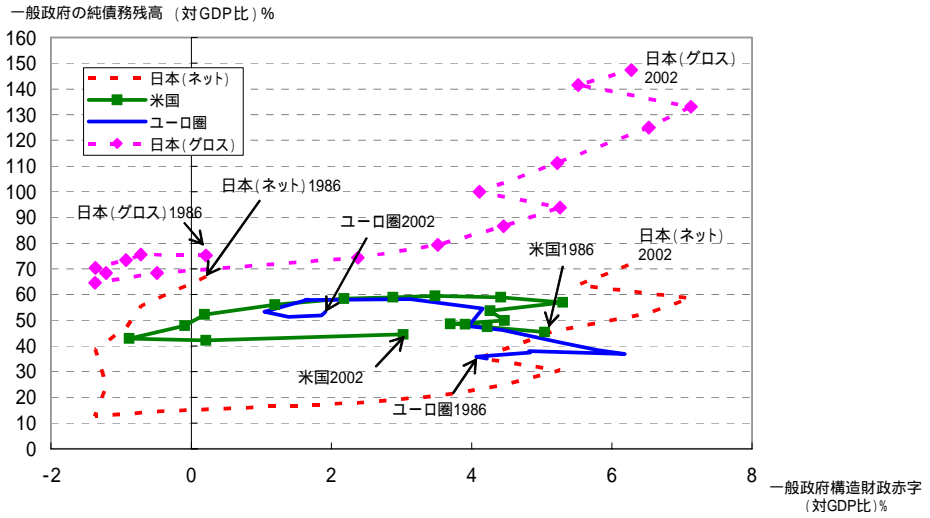
(出所) 財務省ホームページのデータより藤井委員作成。

図表13 国債残高の累増：1994-2004



(出所) 財務省資料

図表14 一般政府の財政赤字と債務残高



- (注) 1. 一般政府構造赤字は、景気循環を調整した値。  
 2. 債務残高は純債務ベース。ただし、日本については、グロスの債務残高についても示してある。いずれも一般政府ベース。

(資料) OECD

## 第9章 景気回復の2つのシナリオと財政バランス

慶應義塾大学商学部教授 深尾 光洋 氏

### 1. 景気回復の現状

#### (1) 景気回復の広がり

景気回復は広がりを見せており、設備投資、雇用にも明るさが出てきているが、デフレは継続しており、円高や海外経済の停滞等のリスク要因はかなり残っている。

#### (2) GDP ギャップは縮小

GDP ギャップを推定するための前提になる潜在成長率を図表1に示したが、最近では1.5%程度、一四半期当たり0.4%となっている。これはマクロの生産関数、すなわち人員の投入と設備稼働率等を考慮した資本ストックの投入、および全要素生産性の伸び率を総合した結果であり、各々の寄与度は、生産性の伸び率が約1%、資本の増加による部分が約0.5%、雇用は若干のマイナスとなっている。

雇用が潜在成長率を押し下げている部分が2箇所ある。これは時短の影響であり、週40時間労働が、まず大企業、次に中小企業に導入され、その間2回にわたって潜在成長率を下げた。また最近では労働力人口が徐々に減り始め、潜在成長率が、若干のマイナスとなっている。図表2は1988~94年と1997~2000年にかけて時短により所定内労働時間が減少していることを示している。

一方、2004年第一四半期の経済成長率は1.5%程度であり、潜在成長率0.4%を差し引くとGDPギャップは1.1%程度縮小し2.5%程度になった。図表3に過去のGDPギャップの動きを示した。GDPギャップは直近、2002年初めに底を打って2004年にかけて縮小している。2004年に年率4%程度の経済成長を続けると、デフレギャップは解消し、さらに成長を続けると、今度はインフレギャップが生じる。GDPギャップとGDPデフレーターとの対応関係も図表3に示した。GDPデフレーターインフレ率はバブル期に、消費税の影響を除いて約2.5%であったが、1995年頃にマイナスとなり、その後デフレが加速し、現在マイナス2.5~2.0程度となっている。なお、日銀の指摘によれば、最近のデフレーターは、やや過大評価

されている可能性がある。設備投資のデフレーターが、速報段階では前年比マイナス 5%位と異様に低く、確報段階ではマイナス 2%強位で速報値から相当ぶれてくる。測定方法に問題があるのではないか、という指摘も出てきており、こういうことによる誤差が、0.4~0.5%位あるのではないかと思う。つまり 2004 年第一四半期の GDP デフレーターデフレ率も 2.5%と発表されているが、実際は 2.0%程度のデフレではないかと考えられる。

GDP ギャップが動いた時に、物価がどのように動くかをシミュレーションし、図表 4,5 に示した。1.5%という比較的高い成長率を示した、2004 年第一四半期のデータを反映できず、2003 年末のデータに基づいているため、実際のギャップはさらに 1%程度高い位置にあると考えられる。

物価上昇期待に慣性が大きい場合（図表 4）は、デフレ期待が物価上昇率に織り込まれて、まだデフレは徐々に加速する可能性も残されているが、このシナリオはやや悲観的と考えられる。これに対し物価上昇期待に慣性がない場合（図表 5）は、上記のように 2004 年第一四半期の成長率を踏まえ、実際のギャップが 1%程度縮小されると、デフレギャップはほとんどなくなってくる。つまり近い将来デフレ率はなくなる。これはやや楽観的期待であるが、どちらが現実的かはデフレーター動きと見通しがどの程度整合的に左右される。1996~97 年や 2000~01 年の IT バブル時のようにギャップが縮小した時期を考えれば、デフレギャップが縮小するだけでも、ある程度デフレが改善する可能性があるが、デフレーターデフレ率で楽観的にみても、デフレから脱却するには、まだ 1~2 年程度は時間を要しそうである。ただし消費者物価はデフレーターよりも 1%位高い位置にあるため、デフレーターデフレ率がマイナス 1%位になれば、消費者物価はすでにプラスに転じることになる。物価上昇期待に慣性がない場合であれば、2005 年度末頃には消費者物価はプラスに転じる可能性がある。図表 6 に GDP 成長率を示した。2004 年第一四半期に、実質 GDP は年率 6%近い成長となっているが名目 GDP 成長率は 2%強にとどまっており、このギャップがデフレである。物価上昇期待に慣性が大きく、なかなかデフレから脱却できず、経済成長が潜在成長率と同程度の 1.5%程度の場合、名目成長はゼロ水準にとどまる可能性もある。

### ( 3 ) 予想以上の景気回復の背景

第 1 に中国向輸出が前年比 30～40%増加し、これだけで日本経済を 1 ポイント程度拡大させた。次に、2003 年度は約 33 兆円という巨額の介入により、対 US ドルベースで 14～15 円程度は円安へ誘導、輸出を促進した。第 3 に福井総裁のアナウンスメント効果等を活用して、日銀による量的緩和を継続した。またリストラに伴う企業収益の拡大、企業年金の解散や代行返上による特別利益等の要因も重要と考えられる。2003 年に家計貯蓄が急激に低下したひとつの背景として、企業年金の解散に伴う一時金の支払いの一部が消費に回ったことも考えられる。以上のようにより一時的な要因が多いため、景気回復が持続するかは予断を許さず、デフレが継続する可能性もまだかなりある。

## 2 . 景気回復期における金融政策の役割

### ( 1 ) 金融政策は偽薬効果に依存

専門家の間では、現行の日銀の量的緩和政策に実質的效果はないという点で意見が一致している。すなわち金融政策が、金利ないし金融資産価格を通じて、景気に及ぼす効果はほとんどなく、市場に対するアナウンスメント効果にとどまる。これを福井総裁は上手く利用している。図表 7 に日銀の金融政策の反応関数を示した。横軸に GDP デフレーターインフレ率、縦軸に翌日物コール金利をとっているが、ほとんど一直線の上に乗っている。式を見ると、インフレ率が 1 ポイント下がると、金利を 1.8 ポイント下げることが分かる。すなわちインフレ率が 1%上昇すると、金利を 1.8%上げて引き締める。1991～99 年はこのようなバランスで政策をやってきた。問題はデフレ率が 1 を少し上回ると、金利はゼロ水準となり、それ以上動かなくなってしまう。つまり現在デフレ率は 2%強程度であるが、この水準では金利はゼロに張り付いたまま動かない。そこで日銀は金利に替わってベースマネーを拡大してきた。

### ( 2 ) 将来のゼロ金利解除には大量の売りオペが必要

図表 8 は横軸にマネタリーベースの GDP 比率、縦軸に短期市場金利を取っている。マネタリーベースは日銀券の発行残高と金融機関の日銀預け金残高の合計で、



現在約 105 兆円あり、その GDP 比率は現在 21%程度とかつてない高い水準になっている。市場金利が 0.5%を上回っていた 1995 年頃までのマネタリーベースの需要は GDP 比 8~9%程度であったので、ゼロ金利を解消する際には、約 60 兆円もの売りオペが必要になる。量的緩和を解除して徐々に引き締めていく必要があるが、まずは日銀当座預金勘定を、現在の約 35 兆円から 5 兆円程度に減らさないと金利は動かない。このために日銀が保有する短期金融資産を売却して、約 30 兆円の資金を回収する。市場金利が少し上昇すると、預金金利も上がるので日銀券で保有されていた資金が預金として金融機関に預け入れられる。金融機関はこの資金を再び日銀に預入するので、この資金をさらに回収しないと金利をプラスで維持できなくなる。つまりさらに 30 兆円を回収する必要があり、要回収額は合計約 60 兆円と推定される。このためには長期国債の買いオペを削減する他、場合によっては中長期債の売りオペが必要になる。市場へのインパクトを考慮して中長期債の売りオペを回避する場合は、日銀売出手形で資金を回収する選択肢もあるが、いずれにしろデフレを脱却しようとする時はこのような点に注意する必要があり、日銀と財務省の対立を生む可能性がある。財務省は長期債の利回りの上昇をできるだけ抑えたいのに対し、日銀はゼロ金利を解除するためには大量の資金を回収する必要がある。日銀は長期国債等の保有金融資産を売却せずに回収しようとする、巨額の売出手形を発行する必要があり、加えて長期国債を保有したまま金利を上昇させると、大きな評価損を抱え込むリスクが生じることになる。

### 3. 景気回復の 2 つのシナリオ

#### (1) デフレが解消しないシナリオ

今後もデフレが徐々に悪化し、実質金利の上昇が景気を失速させるリスクと円高が景気を失速させるリスクが考えられる。為替相場について図表 9 の主要地域の累積経常・直接投資収支を見ながら考えてみると、日本の累積黒字は米国の累積赤字の 3 分の 1 程度であり、EU の収支は長期的には大体均衡している。一方、米国の累積赤字増加傾向は世界経済の規模の拡大を相当上回っており、ドル安の基調は今後も変わらないだろう。図表 10 の相対的購買力平価と名目為替レートの推移を見ると 1995 年の円高以降、ドル円為替レートは購買力平価に近付いており、現在

はそれほどの円高ではない。しかも日本がデフレ、米国が若干のインフレで競争力が年間 3%位ずつ日本についていることを考えれば、現在の 100~110 円のドル円為替相場水準は、過去の相場と比べて、それほどの円高ではないだろう。図表 11 の国際収支と外貨準備増減で、介入がどのように行われたかを観てみる。過去の経験で言えば、経常収支と直接投資収支が GDP 比 1.5 を超えると円高になってくる。経常収支および直接投資収支の合計額と外貨準備増減の差額が、民間資本の移動となるが、これが次第に蓄積されて円高となり介入が行われて外貨準備が増えている。こういうサイクルが過去何回かあったが、99 年頃から外貨準備の増減が頻繁になってくる。経常収支を吸収するような介入が行われるようになり、特に 2003 年の介入は、経常収支を大幅に上回っている。図表 12 に実質外貨準備高と実質為替レートの推移を示したが、1999 年以降、日本の外貨準備高の対 GDP 比率が大幅に増加している。図表 13 の為替レート関数の推計結果から考えると、2003 年度の約 33 兆円（約 3,000 億米ドル）の介入は、ドル円相場を約 14%程度円安に押し下げたと推定される。ところが巨額の介入は今後、米国の反対を招く懸念もあり、介入のため 30 兆円以上の外貨を保有するリスクも大きいことから、今後も巨額の介入によって円高を阻止できる見込みは小さい。したがって円高により景気が失速するリスクには注意する必要がある。また中国ないし米国経済の成長率が低下するリスクも考慮する必要がある。デフレが解消せず、名目成長率もマイナスに戻ってしまうと、税収が増えず金融政策も効果がないため、財政破綻に向かう懸念が高まってくる。

## (2) デフレが解消するシナリオ

この場合は長期金利がかなり上昇する可能性がある。図表 14 に、日本ほか主要 7 カ国とユーロエリアの 10 年物長期国債金利を GDP デフレーターインフレ率で実質化した数値の推移を示した。1999~2003 年の実質金利が大体 3%位であり、それ以前は 4%程度であるが、長期の実質金利はやはり 3%程度は考えておく必要がある。すなわち現状から 2%位の長期金利上昇はありえると考えられ、国債価格の大幅な下落と政府の利払い金額の増加が問題となってくる。

「政府・企業・銀行部門の信用力」(日本経済研究センター金融研究班報告書 日

本金融研究 6、2002 年 3 月)の財政のシミュレーションで「緩やかなインフレに転じる場合」を考えてみる。ここでは GDP デフレーター変化率が、約 3%のデフレまで悪化してから、2%程度のインフレへ戻る場合を想定しているが、国債加重平均金利は、2010 年には 3.6%程度に上昇する。この場合、政府ネット利払費の名目 GDP 比率は、2000 年度の約 1.5%から 2010 年度には約 3.7%程度へ増大すると考えられる。つまり数年間の中に、10 兆円程度は利払い費用が増大する可能性がある。また、一般政府だけでなく、例えば郵貯にも影響が現われる。郵貯の場合、大体 7 年位の固定運用をしていることが多いが、調達は預け替え可能の定額預金に依存している。約 2%金利が上昇した場合 50~70%が預け替えられると、数年間で約 5~7 兆円の負担が増加すると考えられる。

また「急激なインフレが起きる場合」は、例えば GDP デフレーター変化率が、約 10%のインフレとなった場合、政府ネット利払い費の名目 GDP 比率は、2000 年度の約 1.5%から 2010 年度には約 6.5%程度へ、約 5%程度も増大すると考えられる。これはかなり悲観的シナリオであるが、インフレをコントロールできない場合はこういう状況が推測される。景気が回復しても、金融を引き締めないでゼロ金利政策を継続した場合、どの位のペースでインフレが広がるか過去の事例で考えてみると、1972~73 年の時期が最も激しく、大体年率 20%程度のインフレとなった。当時は円の切上げを回避しようとして、低金利を維持し続け、急激なインフレを惹起した。早すぎる金融引締は回避すべきだが、デフレ脱却の見通しがついた時には、金利を徐々に引き上げていくタイミングを考えないと、大きなリスクが生じることになる。デフレが解消する際には国債価格が大きく下落し、国債を多く保有している中小金融機関・地銀は相当の損失を被る懸念もある。またゼロ金利政策の中では生き延びてきた債務比率の高い企業も、金利上昇により債務負担が増大するため、不良債権拡大のリスクもあり、政府の利払い費も拡大する。一方で全体としては、企業収益は好転し、税収も増加する。また金融機関も、一部の不良債権や債券評価損の問題はあっても、総体としては不良債権は減少し、貸出収益も好転すると考えられる。このようにデフレ脱却は日本経済には概ねプラスに働くが、財政には利払い負担の急増、郵貯には赤字発生リスクをもたらす。政府は信頼を維持するために、財政赤字削減の明確な意思と見通しを示す必要がある。また金融は実質金利は

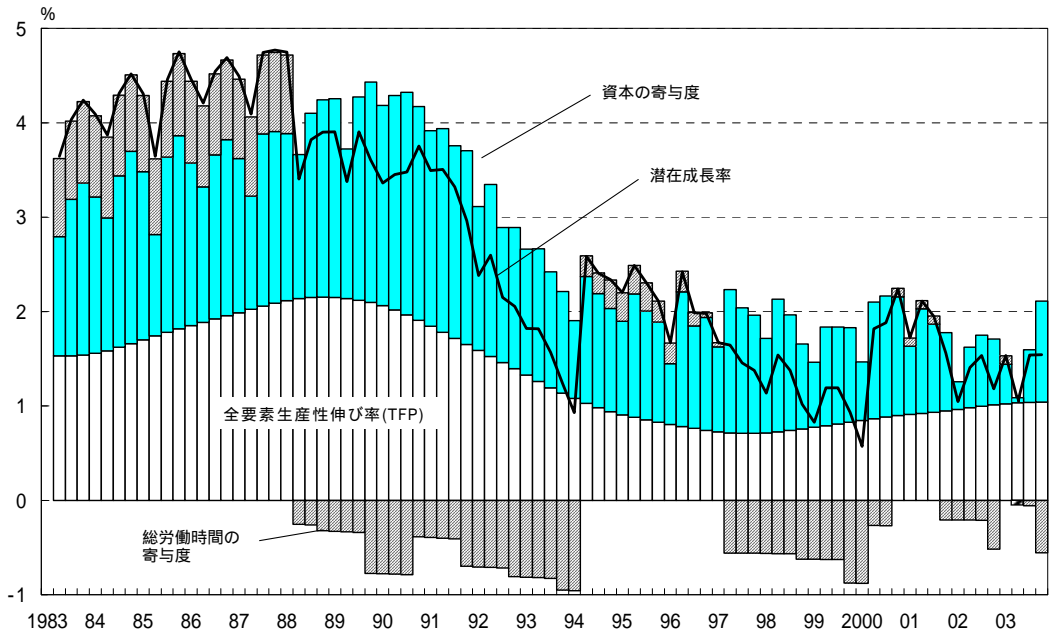
低めに維持しながらも、名目金利は徐々に引き上げていき、財政の健全化を目指す必要がある。

#### **4 . 結論**

以上をまとめると、日本経済がデフレを脱却できる可能性が高まってきたが、先行きには幾つかのリスクがある。デフレから脱却できる場合は、長期金利の上昇、日銀の多額の売りオペが必要になる可能性、また利払い負担が増大する中で、財政への信認を維持する必要がある。デフレから脱却できない場合は、今回の機会を逃すと財政破綻のリスクが格段に高まってくる。その場合はマイナス金利政策の必要性が出てくる可能性もある。

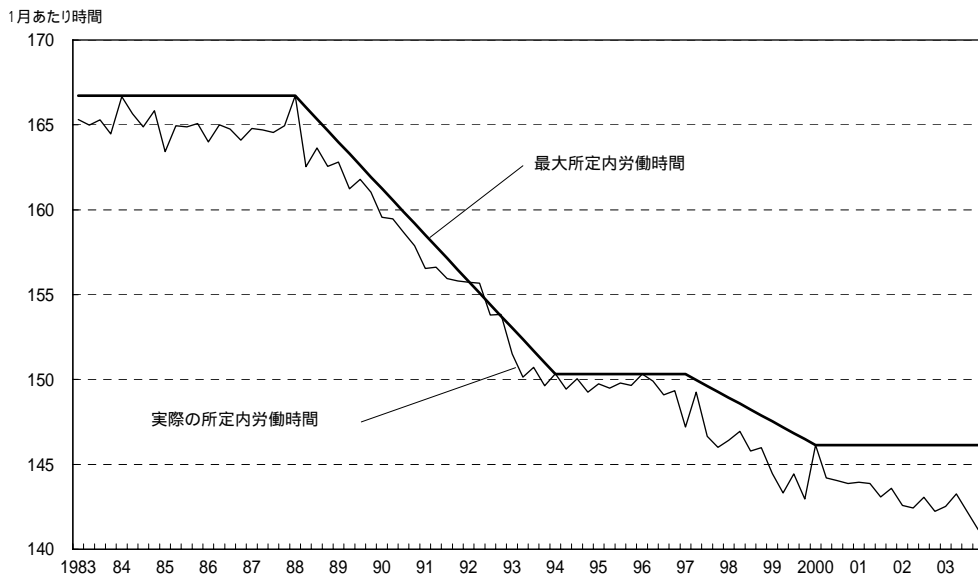
( 2004 年 7 月 9 日 : 第 10 回委員会 )

図表1 潜在成長率

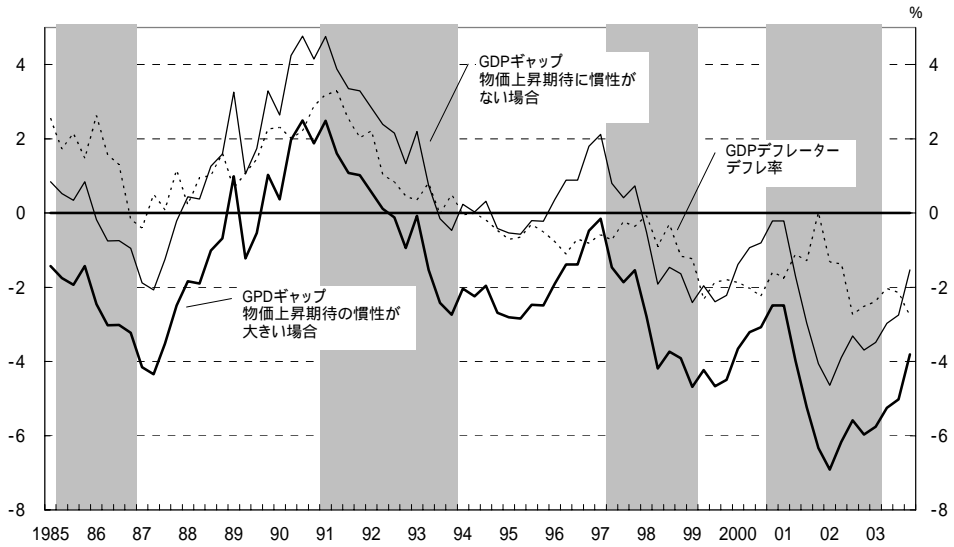


(出所) 日本経済研究センター金融研班報告書第10号、『デフレ・円高・長期金利の経済分析』、2004年3月

図表2 所定内労働時間

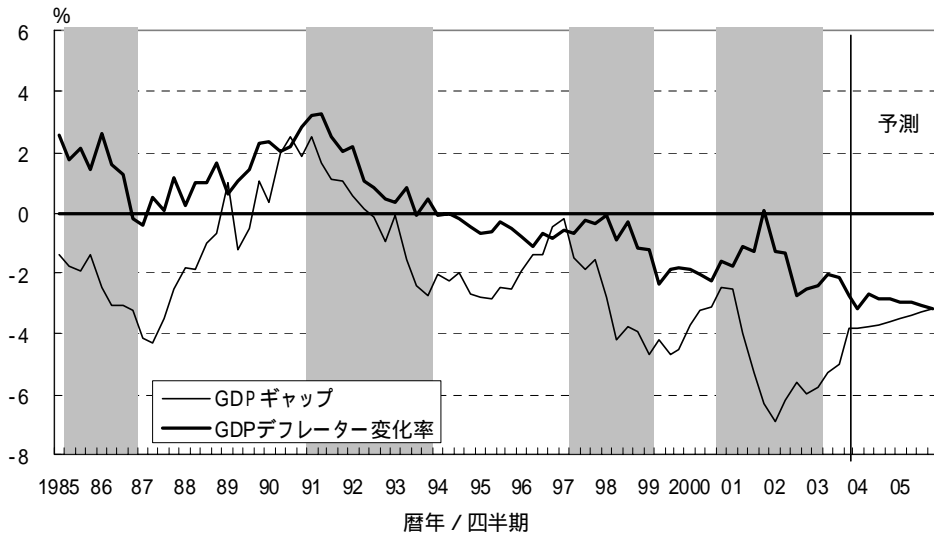


図表3 GDP ギャップ



(出所) 図表 1 に同じ。その分析結果を深尾主査がアップデート。

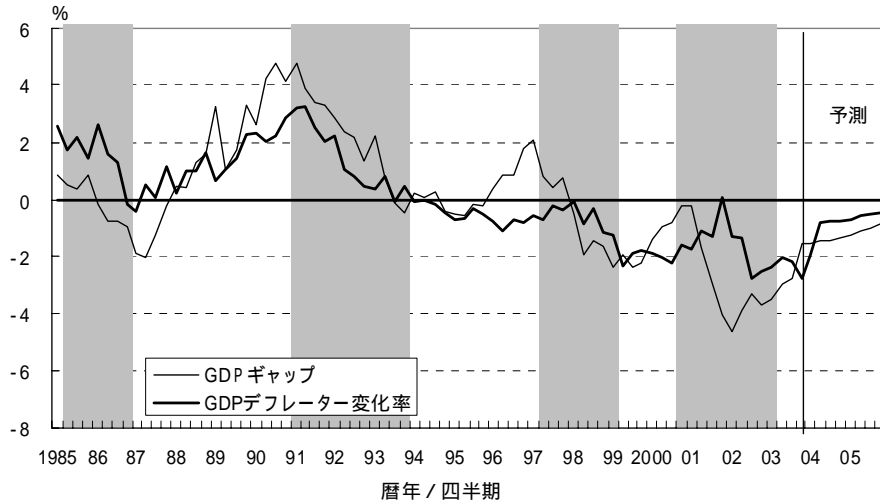
図表4 GDP デフレーター の予測値 1  
物価上昇期待に慣性が大きい場合



(出所) 図表 1 に同じ。その分析結果を深尾主査がアップデート。

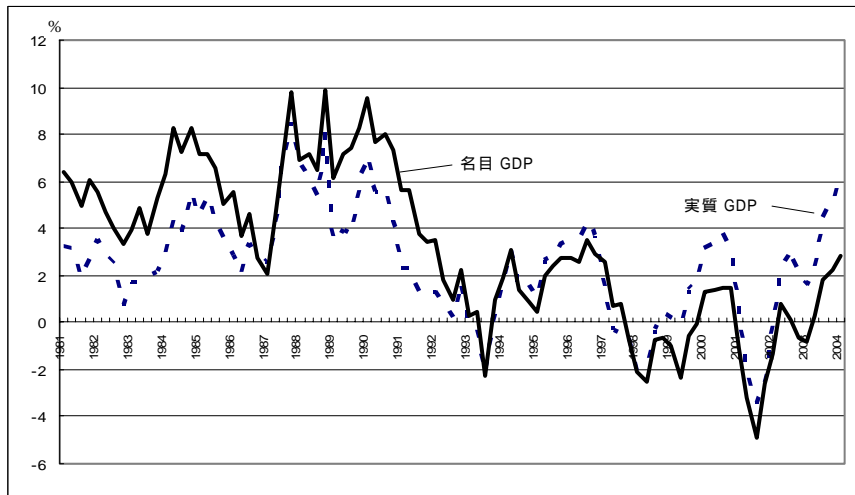
図表5 GDPデフレーターの前測値 2

物価上昇期待に慣性がないとき



図表6 GDP成長率

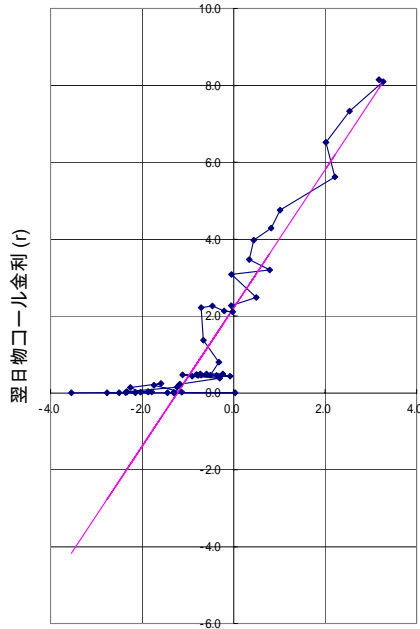
季節調整済3期移動平均後年率成長率



(出所) 深尾主査作成

図表7 インフレ率と短期市場金利 (1991-2003)

インフレ率と短期市場金利 (1991-2003)



単回帰式 1991/1-1999/1  
 Period: 回帰式の計測期間はゼロ金利まで

$$r = 2.210 + 1.800 \times \pi + e \quad R^2 = 0.89$$

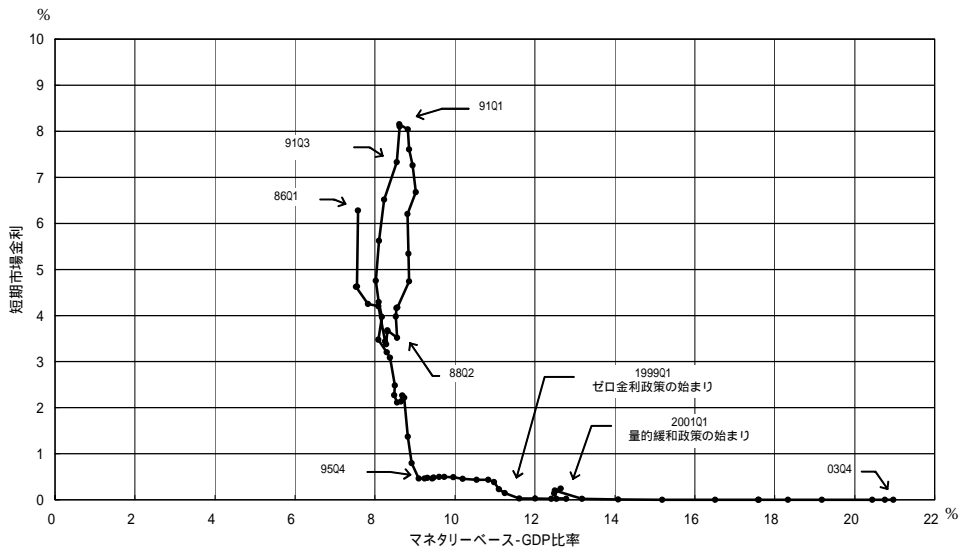
(15.8) (16.2)  $F = 261.4$   
 $SE = 0.82$

r: 翌日物コール  
 pi: GDPデフレーターインフレ率  
 e: 誤差項

実質金利関数  
 $r - \pi = 2.210 + 0.800 \times \pi$

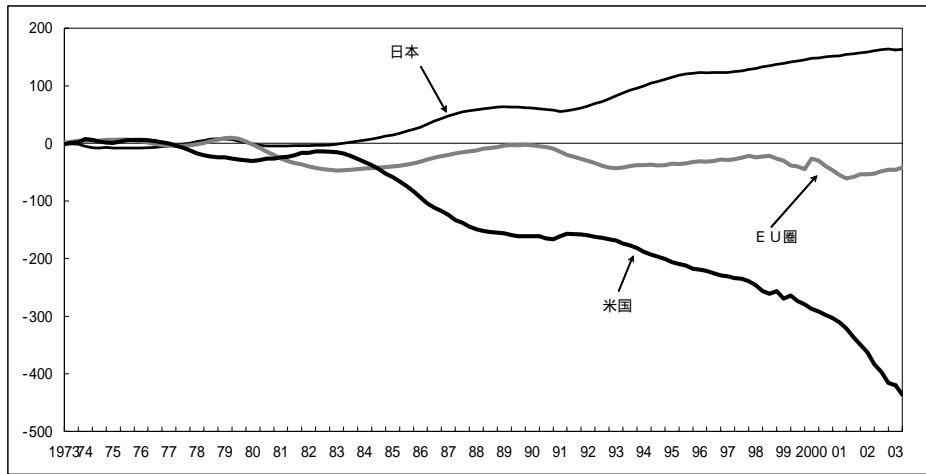
GDPデフレーターインフレ率 (pi)

図表8 ベースマネー需要



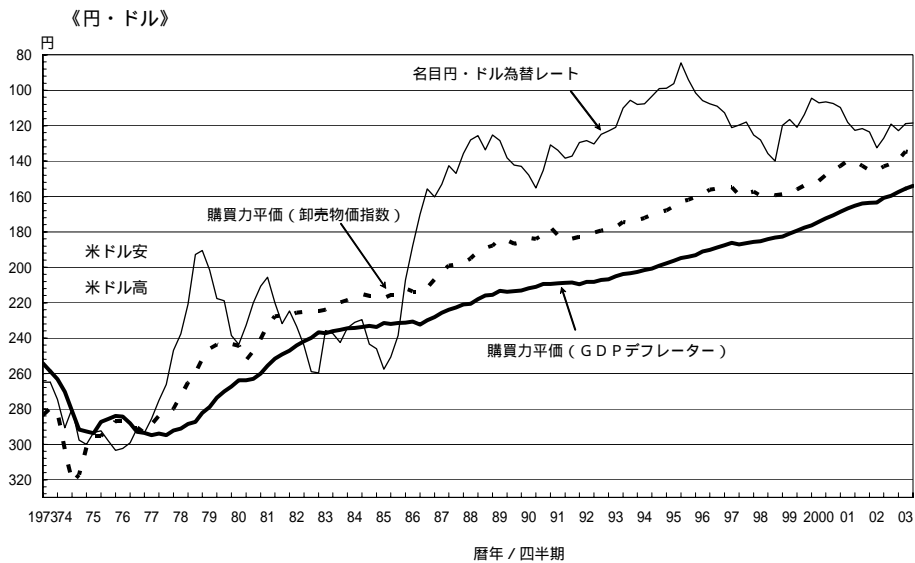


図表9 主要地域の累積経常・直接投資収支



(注) 各国・地域の累積経常・直接投資収支を先進7カ国の名目GDP指数で割った指数。  
世界経済の規模に対する国際収支不均衡の大きさを示す。

図表10 相対的購買力平価と名目為替レートの推移

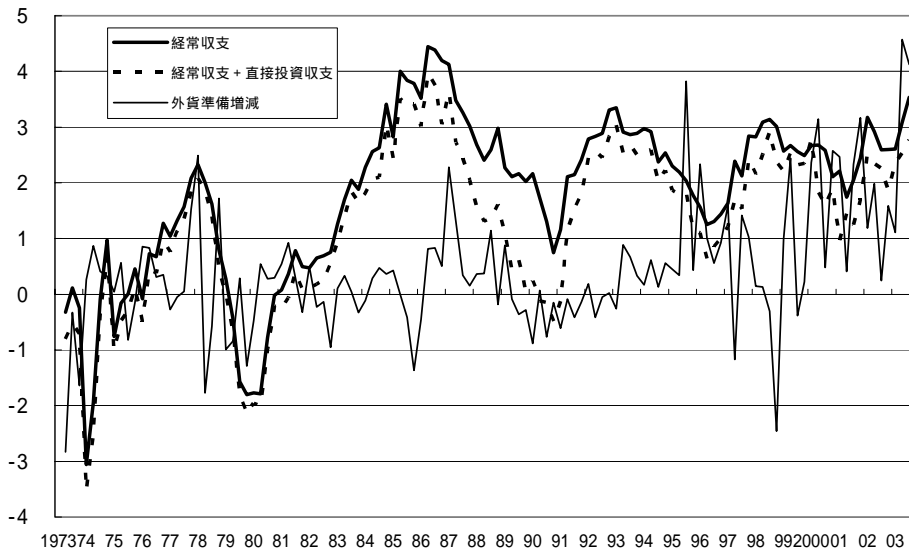


(注1) 相対的購買力平価 = 基準時(76年10 - 12月期)の対米ドル名目為替レート × 日本の物価指数 / 米国の物価指数。

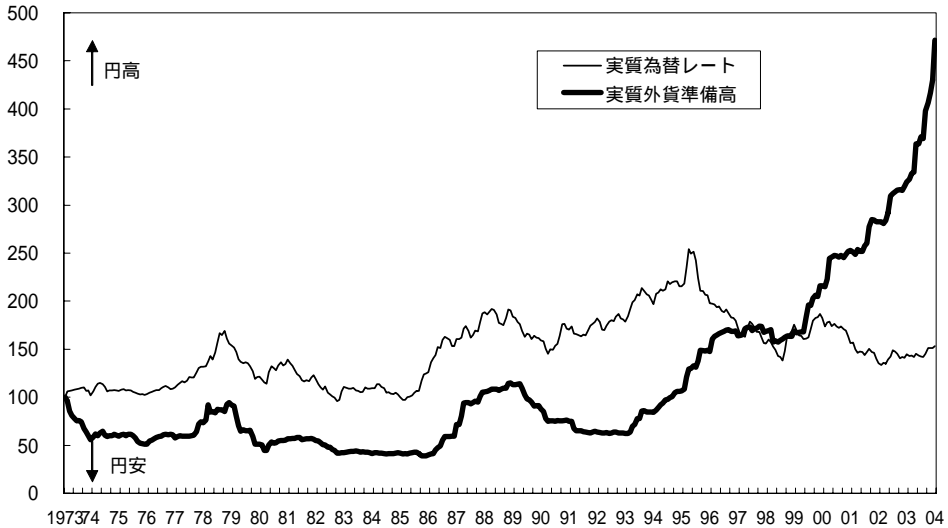
(注2) 物価指数は、日米のGDPデフレーター(季節調整済み)のほか、国内卸売物価指数総平均(日本)、生産者物価指数(米国)を使用。未公表の計数についてはOECDの予測値を使用。

(出所)図表1に同じ

図表11 国際収支と外貨準備増減



図表12 実質外貨準備高と実質為替レート(ともに指数)(73.2~04.1)



(注1) 73年2月を100として指数化。月次。

(注2) 実質外貨準備高：外貨準備高(ドル) × (日本物価 / 米国物価) / 日本の名目GDP

実質為替レート：名目為替レート × (米国物価 / 日本物価)

名目為替レート：インターバンク直物 月中平均値 (1ドル=円)

物価：GDPデフレーター

(資料) 内閣府『国民経済計算年報』、日本銀行『国際収支統計月報』、

IMF "International Financial Statistics"

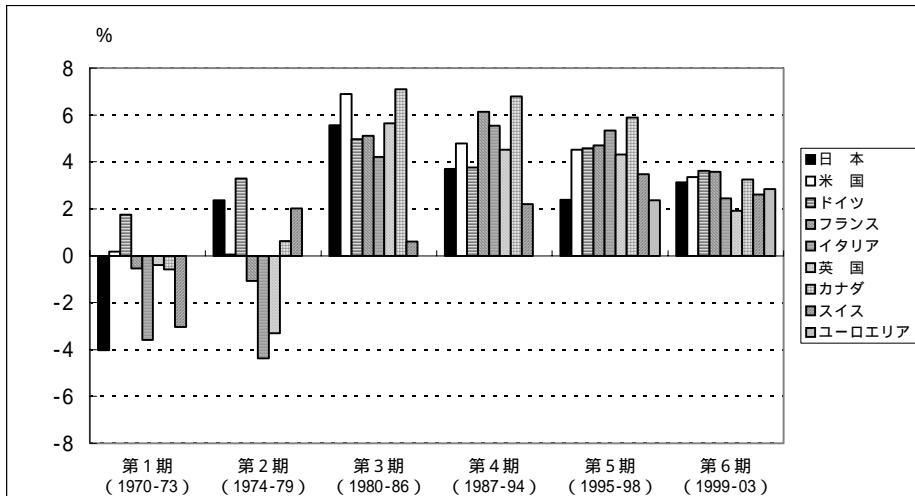
図表13 為替レート関数の推計結果

	円・ドル為替レート関数		マルク(ユーロ)・ドル為替レート関数	
	実質金利差		実質金利差	
1973/2Q	1.21		1.60	
2003/2Q	2.90		3.85	
	リスクプレミアム		リスクプレミアム	
	日本の黒字\$100億	EU圏の黒字\$100億	EU圏の黒字\$100億	日本の黒字\$100億
1973/2Q	8.04	4.01	8.82	4.86
2003/2Q	0.47	0.23	0.51	0.28

実質金利差は、内外の実質金利差が1%変化した場合の為替相場への影響。  
 リスクプレミアムは、それぞれの国や地域が100億ドル経常黒字を記録した場合の、  
 実質為替相場に与える影響。100億ドルの公的介入が行われた場合の影響も同じ  
 数値になる。

2003年度の32.8兆円の介入は、約3000億ドルとなり、14%程度ドルに対して円を  
 押し下げたと推定される。

図表14 実質長期金利の推移



(注) 10年物長期国債金利をGDPデフレーターインフレ率で実質化

(出所) 図表1に同じ

**〔禁無断掲載〕**

2005年1月27日印刷

2005年1月27日発行

## 財政破綻の克服へ向けて

社団 日本経済調査協議会  
法人  
専務理事 山田勝三

〒106-0047  
東京都港区南麻布5-2-32  
興和広尾ビル6階  
電話(03)3442-9400(代表)  
FAX(03)3442-9403  
<http://www.nikkeicho.or.jp>

**〔非売品〕**

印刷 / 興洋堂印刷株式会社