

太陽 ASG

エグゼクティブ・ニュース

テーマ：なぜ日本の巨額の公的債務がファイナンス可能だったのか
—そのメカニズムと限界

執筆者：BNPパリバ証券株式会社 経済調査本部長 チーフエコノミスト 河野龍太郎氏

要旨（以下の要旨は2分でお読みいただけます。）

欧州では夏の間、議会も閉会し政治家達も夏期休暇を取るのが恒例です。欧州の強国ドイツのメルケル首相も2、3週間の休養を取られたようですが、8月下旬の夏休み明けでは早速、多額の累積債務に悩むギリシャのサマラス首相と会談しています。秋に向けて、ギリシャの支援条件を巡り欧州の信用不安が再燃する懸念があり、ギリシャ、スペインを始めとする欧州各国の財政再建問題は引き続き世界の注目を浴びています。

一方、今年（2012年）6月に消費増税法案が衆議院を通過した日本は、GDP比でギリシャを大きく上回る公的債務を抱えています。ギリシャと同様の信用不安は発生していません。その理由として、わが国の国債等は国内金融機関などで保有され、海外投資家からの返済圧力がかかりにくいからとされます。では、なぜ日本で公的債務が累積し、そのファイナンスが可能だったのでしょうか。また、今後の心配はないのでしょうか。

今回は、BNPパリバ証券（株）経済調査本部長・チーフエコノミストとしてご活躍中の河野龍太郎氏にこうした疑問について解説いただきます。

同氏によれば、公的純債務累増の主な要因は、高齢化の影響で社会保障給付が急膨張を続け、構造的な低成長に対応した社会保険制度や財政制度の構築が先送りされたため、です。

一方、民間部門のフローの動きを見ると、民間貯蓄によって設備投資や住宅投資などの民間投資、海外投資（経常黒字）、政府財政赤字がファイナンスされています。民間貯蓄率全体はここ20年ほど安定的に推移していますが、その使い道は変化しており、最近では民間投資に振り向けられる比率が低下し、政府財政赤字のファイナンスに振り向けられる比率が上昇しています。

結局、1990年代以降、金利が上昇することなく巨額の公的純債務のファイナンスが可能であったのは、実物資産の収益率低迷から、企業や家計が実物資産への投資を抑制し、その貯蓄が金融機関を通じて国債のファイナンスに向けられていたためだったのです。ただ、最近では、既に民間貯蓄だけでは財政赤字のファイナンスが困難になり始め、民間投資は抑制されるだけでなく、ついに減少に転じました。つまり、資本ストックの取り崩しによって資金が捻出される「限界」状況に近づいているのです。現状では、円高、低金利、デフレが寄与して、財政危機が表面化していませんが、円安による金利上昇などでデフレ均衡が崩れると、問題が一気に表面化する可能性があります。同氏は、現状のままではいずれ財政危機が始まろう、と強く警鐘を鳴らしています。

「太陽 ASG エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから⇒<http://www.gtjapan.com/library/newsletter/>
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-5770-8916 e-mail: t-asgMC@gtjapan.com
太陽 ASG グループ マーケティングコミュニケーションズ 担当 藤澤清江

**なぜ日本の巨額の公的債務がファイナンス可能だったのか
—そのメカニズムと限界**

BNPパリバ証券株式会社 経済調査本部長 チーフエコノミスト 河野龍太郎

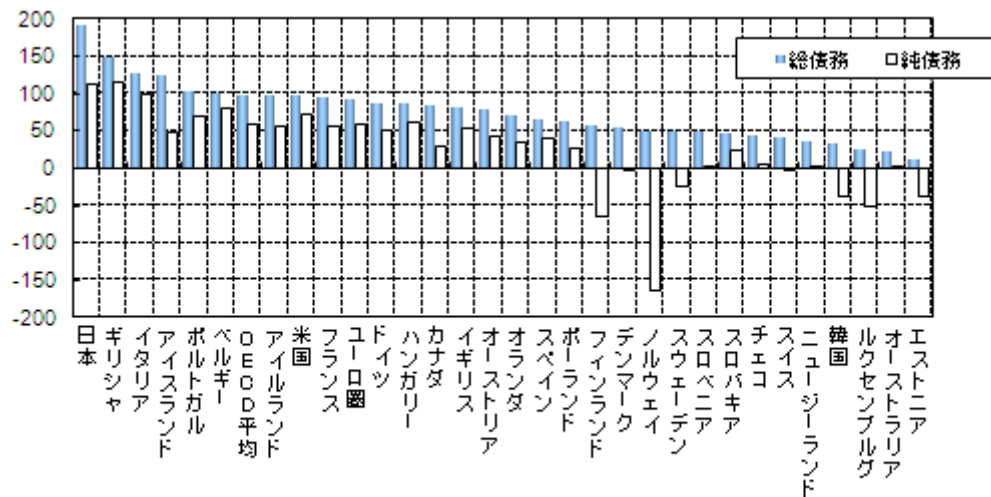
1. 概要

南欧の国々を見れば明らかなように、一旦、ソブリン危機が始まると、「国債金利の上昇→景気後退→税収減・利払い費増→財政悪化」という悪循環が始まる。さらに国債価格の暴落は、それを大量に保有する金融機関のバランスシートを悪化させ金融危機を併発させる。金融システム健全化のために公的資金を注入すると、そのことが財政状況を悪化させ、国債価格の一段の下落をもたらす負の連鎖が始まる。ソブリン危機に陥ると、相当大きなダメージを一国経済に強いることになる。金利が低い間に財政健全化を開始する方が、一国経済への負担は明らかに小さい。

2. 日本の巨額公的債務

日本の公的債務の規模は、先進国の中でも突出している。グロスの債務残高の対GDP比（OECDベース）は2010年で192.7%に達し、ギリシャを上回る。純債務で見ても110%程度と、ギリシャに次いで大きい。それでは、日本では危機がなぜ生じていないのか。当レポートでは、なぜ我が国の巨額の公的債務がファイナンス可能だったのか、そのメカニズムと限界について分析する。以下では、マクロ経済全体の貯蓄投資バランスを分析するため、国、地方、社会保障基金を含めた一般政府ベース（SNA<国民経済計算>ベース）のデータを用いる（図1）。

図1：OECD加盟国の政府債務残高（対GDP比、%、2010年時点）

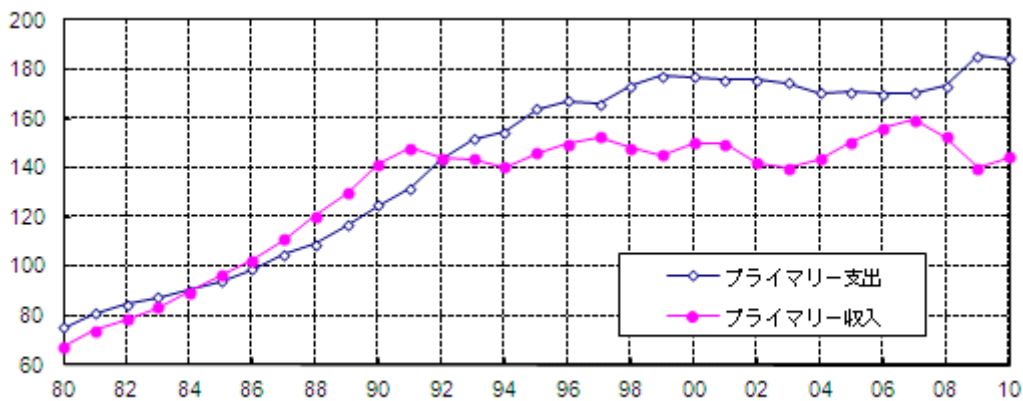


（出所）OECD資料より、BNPパリバ証券作成

まず、一般政府の純債務残高の推移を確認しておく。対 GDP 比で見ると、1990 年度に 9.4% (43 兆円) だったが、2000 年度は 59.9% (306 兆円)、2010 年度は 110.1% (528 兆円) と急激に上昇している。公的純債務が急膨張している最大の理由は、大幅なプライマリー収支 (基礎的財政収支) 赤字が継続していることにある。これまでのところは低金利が続いているおかげで、ネットの利払い費は 2010 年度で 5.3 兆円に留まる (FISIM <金融サービス>調整前の一般政府ベースの利子の支払いは 11.6 兆円、利子の受け取りが 6.3 兆円である)。ただ、一旦、金利上昇が始まれば、利払い費の増大によって、公的純債務の膨張スピードはさらに速まる。純債務の規模が GDP を大きく上回っているため、金利上昇は致命的である。

日本のプライマリー収支が赤字に転じたのは 1993 年度だが、その後、景気の良し悪しに拘わらず赤字が続き、2010 年度は対 GDP 比で $\Delta 8.4\%$ ($\Delta 40.2$ 兆円) まで悪化した ($\Delta 40.2$ 兆円 = プライマリー収入 144.3 兆円 - プライマリー支出 184.5 兆円)。利払い費を除いても、GDP の 8% 強に相当する公的純債務が 1 年間で増えたということである。2010 年度のプライマリー収支赤字が大きいのは、リーマンショック後の景気低迷の影響もあるが、重要な点は、2000 年代の戦後最長の景気拡大局面 (2002 年 2 月 ~ 2008 年 2 月) においても、一度たりともプライマリー収支が黒字にはならず、一貫して赤字が続いていたことである (図 2)。

図2: 一般政府のプライマリー支出とプライマリー収入 (年度、兆円)

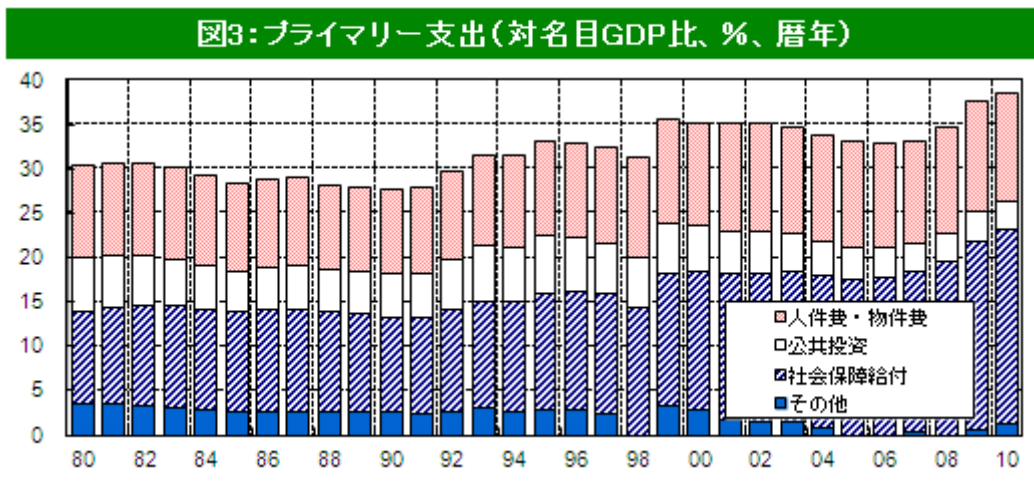


(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成



プライマリー収支悪化の原因

プライマリー収支悪化の最大の原因は、高齢化の影響で、社会保障給付が急膨張を続けていることである。社会保障給付は1990年度に対GDP比で10.7%（48.5兆円）だったが、20年後の2010年度には2倍の21.8%（104.4兆円）まで膨張した。この間、65歳以上の高齢者の総人口に占める割合は1990年の12.0%から、2010年は22.8%と2倍弱に上昇している。過去20年間でプライマリー支出は、対GDPで10.8ポイント拡大したが（1990年度の27.7%→2010年度の38.5%）、主に高齢者の増加を背景とした社会保障給付の膨張によるものであり、それがプライマリー収支の悪化に直結しているのである（図3）。



(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

公的純債務の膨張は景気低迷が原因と言われることが多い。確かに低成長が続き、税収や社会保険料が増えていないことが大きく影響している。ただ、低成長は20年も続いているのであり、循環的な景気減速というより構造的なもので、トレンド成長率そのものが低下していると捉えるべきである。特に2000年代以降の低成長は、少子高齢化による労働力の減少を背景とした資本蓄積の低迷が大きく影響している。一方、高齢化の影響で、社会保障給付は膨張を続けている。社会の高齢化や低成長に対応した社会保障制度、財政制度の構築が先送りされてきたことが、制度の存続を危うくしているのである。今後10~20年を見据えた場合、75歳以上の後期高齢者の比率が急激に高まってくることから、年金以上に医療・介護が社会保障給付、ひいては公的債務を膨張させる要因となる。

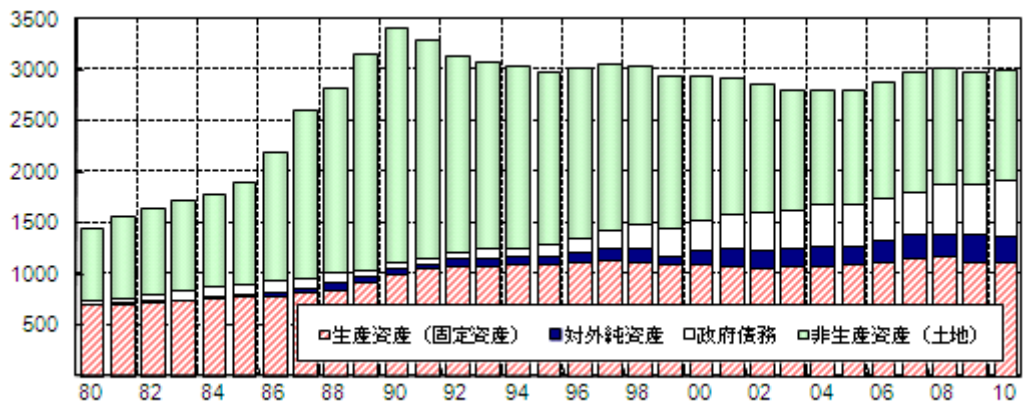


3. 公的純債務のファイナンス

ストックの動き

それでは、本論に入ろう。急激な膨張を続けている公的純債務は、どのようにファイナンスされてきたのか。政府部門の債務（国債などの借入れ）は、民間部門にとって債権（資産）である。民間部門はポートフォリオ（正味資産）の一部として、国債など対政府向け債権を保有する。民間部門のポートフォリオ（正味資産）を構成するのは、大きく分けると、①機械設備や住宅などの生産資産（実物資産）、②対外純資産、③国債などの対政府向け債権、④非生産資産（土地）の4つである。2010年末で見ると、生産資産が1124兆円、対外純資産は251兆円、対政府向け債権が543兆円、非生産資産（土地）は1080兆円で、民間部門のポートフォリオ（正味資産）の合計は2,999兆円に達する。また、個々の資産は以下で述べるように変動しているが、民間のポートフォリオ（正味資産）の合計は1990年代半ば以降、増えていない（図4）。

図4: 民間正味資産(兆円、暦年)



(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

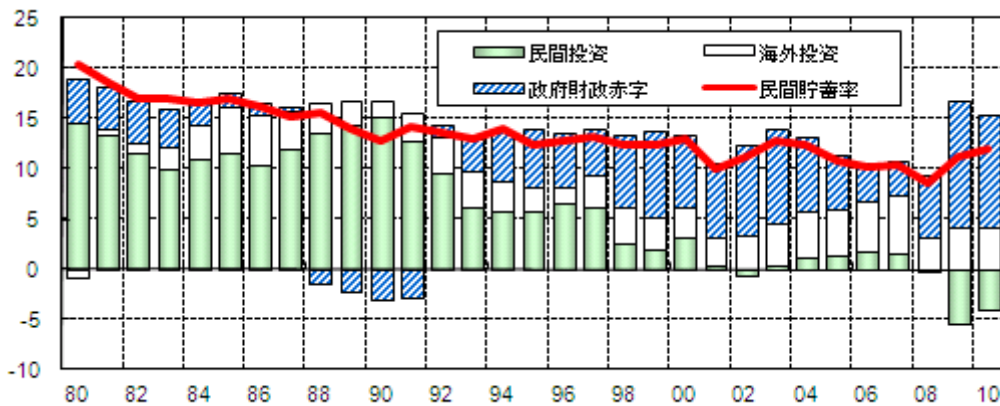
民間部門のポートフォリオの推移を見ると、まず、①生産資産（実物資産）は、1990年代後半以降、殆ど増えていない。2009年以降は、むしろ減少している。②対外純資産は、緩やかながらも拡大が続いている。③対政府向け債権は、着実に増加している。④非生産資産（土地）は、1990年代初頭以降、地価下落から減少が続いている。興味深いことに、1990年代半ば以降、対政府向け債権が増えた分だけ、非生産資産（土地）が減少しているようにも見える。フランスの経済学者ジャン・ティロー教授のバブル代替の理論が示すように、土地から国債へバブルが転移した可能性がある。

一方、③国債など対政府向け債権への投資は、生産資産や対外資産とは異なり、一国経済の中で、新たな付加価値や新たな購買力を生み出すわけではない。国債投資から得られる元利金の財源は税金であり、一国全体で見れば、所得再分配が行われているに過ぎない。国債は民間部門にとって資産であると同時に将来返済しなければならない負債であり、時間の概念を持ち込みネットアウトすれば、国債そのものに価値はない。新たな付加価値を生み出すことのない対政府向け債権が増大していることは、他の条件が一定であれば、民間部門のポートフォリオ全体の収益率を低下させることにつながる。

フローの動き

次に、フローの動きを確認する。家計や企業など民間部門は、毎期の所得の内、支出しなかった分を貯蓄するが、マクロ経済全体で見ると、その貯蓄は金融部門の資金仲介などを通じ、①民間投資（設備投資や住宅投資）、②海外投資（経常収支黒字）、③政府財政赤字のファイナンスの三つに振り向けられる。ポートフォリオ選択におけるストック（前頁）の①生産資産、②対外純資産、③対政府向け債権の新たな増分に、それぞれが一致する。ストックの内、④非生産資産（土地）については、一国全体で見ると、供給量は一定で、売買が行われても所有者が変わるだけであるため、新たな資本蓄積が行われることにはならない（図5）。

図5: 民間貯蓄率と3つの貯蓄手段(国民所得対比、%、年度)



(出所)内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

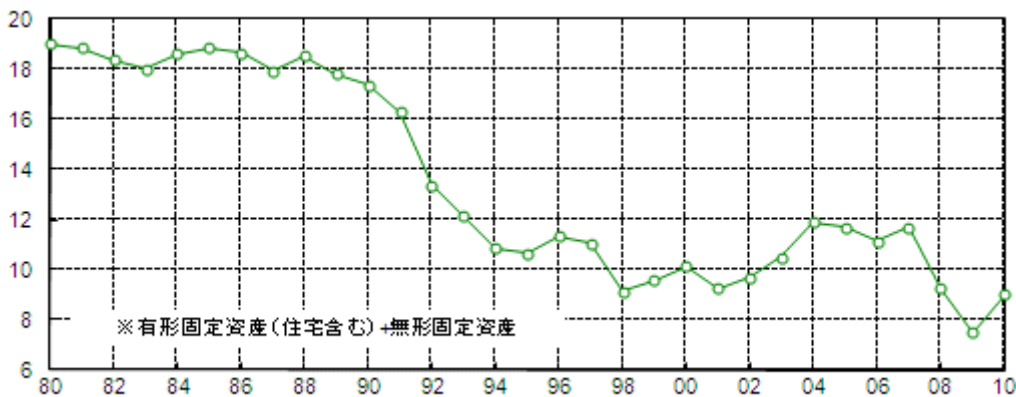
まず、民間部門全体の貯蓄率（対国民所得）を見ると、1990年代以降、10～15%で安定的に推移している。「安定的」というのは、低下トレンド、上昇トレンドのいずれも観測されていないということである。2000年代に入り家計部門の貯蓄率は大幅に低下したが、企業部門の貯蓄率がそれを補う形で上昇し、民間部門全体の貯蓄率の水準に大きな変化はない。家計部門の貯蓄率の低下は高齢化の影響も大きいですが、それだけでなく雇用者報酬や利子所得の減少を通じ、家計部門から企業部門に大規模な所得移転が生じていることも影響している。

貯蓄手段の内訳を見ると、①民間投資は大幅に低下し、2009年度以降は、「負の民間純投資」となっている。設備投資や住宅投資が減少しただけでなく、それらが資本減耗を下回る水準まで低下し、生産資産（資本ストック）の取崩しが始まったということである。もはや生産資産（資本ストック）の水準を維持するほどの民間投資は行われていないのである。一方、②海外投資は安定的に行われている（後述するように、もっと増えても良かったと思われるが、様々な阻害要因が存在する）。また、③政府財政赤字のファイナンスは大幅に増加している。2009年度以降の貯蓄投資バランスの動きは特筆すべきで、民間貯蓄だけでは政府の財政赤字のファイナンスができなくなり、資本ストックの取崩し（＝負の民間純投資）によって原資の一部が調達されている。つまり、以下に述べる一種のクラウドディング・アウトが起こっているのである。

クラウドディング・アウト

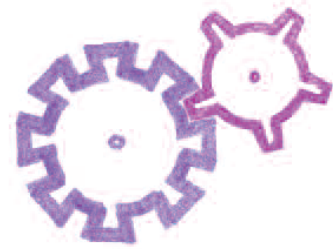
伝統的なクラウドディング・アウトのメカニズムは、増大した財政赤字のファイナンスによって金利が上昇するため、民間投資や海外投資が抑制されるというものである。現在我々が目にしているのは、民間投資は抑制されているものの、金利は低位で安定しているという現象である。金利が低位で安定したままで、巨額の公的債務のファイナンスがなぜ可能となっているのか。鍵となるのは、国内の実物資産（生産資産）の収益率低迷である（図6）。収益率の低迷で民間純投資が増えないため、民間部門の貯蓄は安全性の高い国債の購入（＝財政赤字のファイナンス）に振り向けられ、一部が比較的収益性の高い海外投資に振り向けられているのである。

図6: 民間法人の資本収益率(＝営業余剰÷民間法人の純資本ストック※、%)



（出所）内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

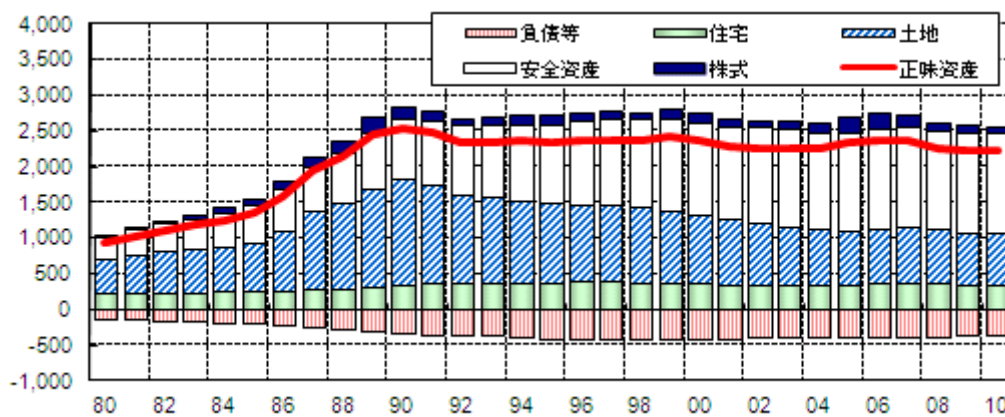
90年代初頭のバブル崩壊後、企業部門は過剰債務、過剰ストックを抱え、実物資産（生産資産）の収益率は大幅に低下し、投資は抑制された。2000年代初頭には過剰債務等のバランスシート問題は解決されたが、今度は人口オーナス（人口が経済にマイナスに作用すること）の影響が強くなり現れ始めた。働き手（労働力）の減少が明確になり、国内消費が殆ど増えなくなったことなどから、実物資産の収益率は改善せず、民間投資は引き続き抑制されている。非生産資産（土地）の価値が下がっているのも、新規投資の抑制で不動産需要が低迷していることが強く影響していると思われる（土地の供給量は一定であるため、需要が減少すれば、時価総額も減少する）。居住用不動産の価格下落についても同様で、住宅を取得する現役世代が減少していることが背景にある。



金融機関の役割

当然にして、企業や家計は、その貯蓄を直接、財政赤字のファイナンスに振り向けるわけではない。企業や家計の貯蓄を用いて国債を購入するのは、資金仲介を行う金融機関である。家計部門のポートフォリオ選択（正味資産の内訳）を見ると、家計部門が残高を増やしているのは、現金・預金や生命保険など名目価値が固定されている、いわゆる安全資産である。金融機関が企業や家計に提供するその安全資産の裏付けが国債なのである。企業や家計が安全資産の購入を増やしているということは、結局、国債がファイナンスされているということになる。興味深いことに、家計部門の正味資産において、安全資産の比率が高まる一方、その分、土地の比率が低下を続けている。やはり、土地から安全資産（とその裏付けとなる国債）へのバブル代替が生じているのだろうか（図7）。

図7: 家計正味資産(兆円、暦年)



(出所)内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

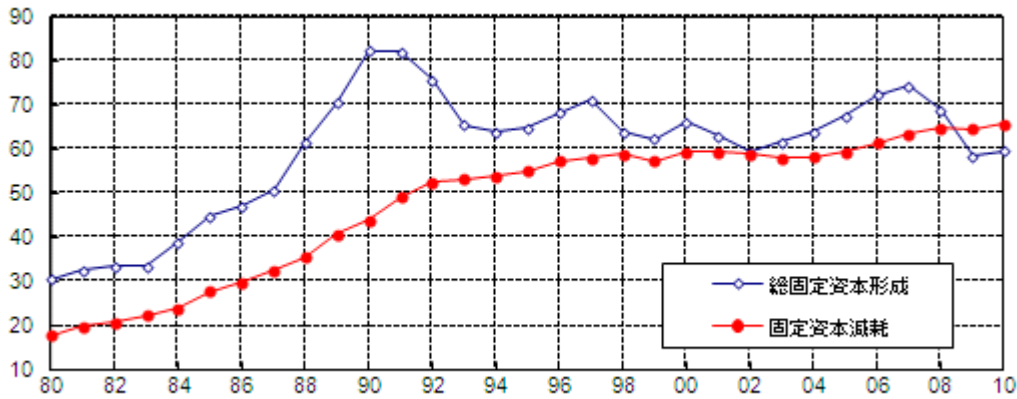
もちろん、預金を受け入れた金融機関は、資金を必ずしも国債購入に振り向ける必要はない。しかし、収益性の高い実物投資が少なく、民間の資金需要は一向に高まらないため、金融機関はやむなく資金を国債に振り向けている。ただ、金融機関は受動的な行動だけを取っているわけではない。国債ファイナンスがスムーズに進んでいるのは、実物的な要因だけでなく、金融的な要因もあると考えられる。中央銀行がゼロ金利政策の継続で大量の資金供給を続けるだけでなく、積極的な国債価格維持政策を取っていることも、金融機関の国債購入を助長する。本来、金融機関の一国経済における役割は、成長分野を掘り起こすべく、リスクを取って貸出を行うことである。しかし、国債保有に有利な政策が継続されていることが、融資より国債購入を優先させる強いインセンティブを金融機関にもたらしている。

公的純債務ファイナンスの理由

以上のように、1990年代以降、金利が上昇することなく、膨張する公的純債務のファイナンスが可能であったのは、実物資産の収益率の低迷が続き、企業や家計が実物資産への投資を抑制し、その貯蓄が金融機関を通じて国債のファイナンスに振り向けられていたためである。ただ、民間貯蓄だけでは、財政赤字のファイナンスは困難になり始めており、前述した通り、資本ストックの取崩し（負の民間投資）によって資金が捻出

される異常な現象も観測され始めた。限界（臨界点）に近づき始めたということだろう（図8）。

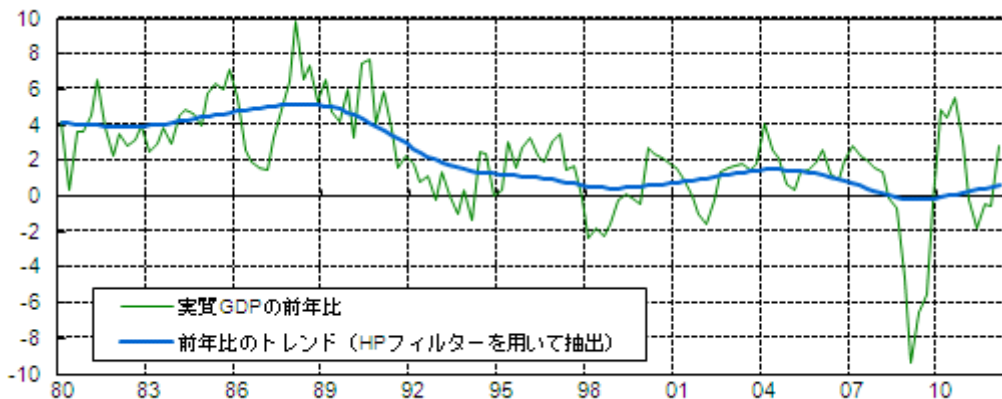
図8: 民間法人企業の総固定資本形成と固定資本減耗(兆円、名目、年度)



(出所)内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

もちろん、さらなる資本ストックの取崩しが行われることで、財政赤字のファイナンスを続けることは、しばらく可能だろう。ただ、このまま資本ストックの取崩しが進めば、いずれ日本のトレンド成長率は明確なマイナスに転じる。トレンド成長率がマイナスに転じれば、(増税が行われない場合) 税収のトレンドもマイナスに転じるが、そのことは、我々が抱える公的債務が将来の税収では返済不可能であることを意味する。そこが危機開始の臨界点となる。トレンド成長率は既に0~0.5%まで低下していると筆者は考えているが、明確なマイナスに転じるのは、それほど遠い先の話ではない。2020年頃には、トレンド成長率が明確なマイナスに陥っていると思われる(図9)。

図9: 日本のトレンド成長率(%)



(出所)内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

4. 今後の見通し

民間ポートフォリオと資産収益率

それでは、今後5～10年程度は、財政健全化を進めなくても公的債務のファイナンスが可能ということだろうか。最後に、この点を民間部門のポートフォリオ（金融資産構成）選択の視点から考えてみる。前述した通り、既に1990年代後半以降、民間部門のポートフォリオの総額（正味資産の総額）は増加が止まっており、その状況は簡単には修正されないだろう。トレンド成長率が低下していることに対応していると見られ、成長期待が劇的に高まることがなければポートフォリオの総額は増えず、いずれかの資産が増えれば、いずれかの資産が減る可能性が高いと思われる。こうした中で、資産選択に大きく影響するのは、それぞれの収益率である。①国内の実物資産（生産資産）の収益率、②海外資産の収益率（実質円レートと現地通貨ベースの収益率）、③国債など安全資産の収益率に大きく影響するインフレ率の3つが重要な変数となる（前述したように、地価は実物資産と連動して動くのだと考えられる）。

国内実物資産（生産資産）の収益率

まず、人口オーナスの影響で国内の実物資産（生産資産）の収益率が低迷を続けるという筆者の仮説が正しければ、そのこと自体は、前述した臨界点（トレンド成長率が明確なマイナスに転じるポイント）に達するまで、国債ファイナンスを可能とする要因となる。企業や家計が投資を行わないため、その貯蓄が金融機関を通じ国債購入に振り向けられる。そのような状況では、貯蓄投資バランスにおいて貯蓄超過傾向が続くため、他の条件が一定であれば、デフレ予想は簡単には除去できない。デフレ予想が続けば、国債など安全資産への投資が引き続き有利となる。

海外資産の収益率

国内の実物資産や安全資産の収益率が低迷を続けるのなら、海外投資がもっと増えても不思議ではない。ただ、ここ数年は、欧米経済が危機的状況が続いていることや、それに伴い実質円レートの増価が続いていることが、海外投資の収益率を抑制している。今後、海外経済が劇的に改善すれば、実質円レートの減価も加わることで海外投資が増え、国内で低金利を維持したまま公的債務のファイナンスを続けることは困難になるかもしれない。欧州危機が収束すれば、大きな転機が訪れる可能性がある。ただ、筆者の目には、欧米経済が日本を追いかけているようにも映る。人口オーナスに直面する国が増えており、早い段階で海外要因が公的債務のファイナンスを困難にするとは思われない。

通貨価値（インフレ率）

巨額の公的債務を抱える国では、本来、その通貨価値は高くはないはずである。通貨価値には三つの側面があるが、巨額の公的債務を抱える国では、①対外的価値を示す為替レートは大幅に減価し、②対内価値の逆数である物価は大幅に上昇し、③時間的価値の逆数である金利は大幅に上昇する。しかし、日本ではいずれもその逆で、円高、デフレ、低金利が続いている。これらは一種のバブルで（円高バブル、デフレ＝現金・預金バブル＜注＞、国債バブル）、日本経済が「デフレ均衡」に陥っていることの証左だと筆者は常々考えている。円高であるが故に、海外投資が抑制され、低利で国債のファイナンスが可能となり、デフレであることも低金利での国債ファイナンスを可能としている。そして、それらがいずれも成長を抑制している。

(注) 現金・預金バブル：デフレ下で、先行き不安（家計）や資金運用難（企業）から、現金や預金が増加する現象のこと。

結論

それ故、三つの変数の内の一つでも状況が変われば、巨額の公的債務と整合的な円安、インフレ、高金利に一斉に転じ、財政危機が一気に訪れるおそれがある（「デフレ均衡」から「正常均衡」への経路の一つは財政危機であり、財政危機は財政調整の一経路である）。例えば、財政健全化政策を抜きにして、アグレッシブな円安政策だけを推進すれば、財政危機の引き金を引くことになるかもしれない。円安になれば、海外投資が促されるが、同時に金利が上昇するため国債のファイナンスは困難になる。円安が進めばデフレが解消されるが、同時に低金利の維持が困難になる。もちろん、現在の状況を放置すれば、いずれ臨界点に達し、財政危機が始まる。ただ、10年前に比べ公的純債務は倍増しており、状況は相当に悪くなっている。アグレッシブな通貨政策や金融政策だけで、財政問題を混乱なく解決できる訳ではないことを肝に銘じておく必要がある。

以 上





執筆者紹介

河野 龍太郎(こうの りゅうたろう) 1964年 愛媛県宇和島市生まれ
BNPパリバ証券株式会社 経済調査本部長 チーフエコノミスト

<学歴・職歴>

1987年 横浜国立大学経済学部卒業
1987年 住友銀行(現・三井住友銀行)入行
1989年 大和投資顧問(現・大和住銀投信投資顧問)入社
1994年 同社 米国駐在エコノミスト
1997年 第一生命経済研究所入社
~2000年 同社 主任研究員、上席主任研究員
2000年 現職

<学会等>

金融学会会員、「東日本大震災復興構想会議検討部会」専門委員、経済産業省・資源エネルギー庁「総合資源エネルギー調査会基本問題委員会」委員、経済産業省「産業構造審議会新産業構造部会」委員、内閣官房・国家戦略室「中期的な財政運営に関する検討会」メンバー、内閣府・行政刷新会議ワーキンググループメンバー(「提言型政策仕分け」、「事業仕分け」評価者)、財務省・税制問題研究会メンバーほか

<主要著作等>

ポール・クルーグマン「通貨政策の経済学」(共訳、東洋経済新報社)ほか、週刊東洋経済、週刊エコノミスト、週刊ダイヤモンド、日経ヴェリタス等にて執筆多数
日経ヴェリタス「2008年(第13回)、2009年(第14回)、2010年(第15回)、2012年(第17回)債券アナリスト・エコノミスト人気調査」エコノミスト部門 第1位