

政府債務累増の帰結

- 歴史的考察 -

富士通総研 米山秀隆

yoneyama@fri.fujitsu.com

問題意識

- 現在の日本の政府債務比率 (政府債務残高 / GDP)は140%
- 過去の先進諸国の事例では、政府債務累増に何が歯止めをかけるきっかけになったのか
- また、財政と通貨の規律を回復させた条件は何であったのか
- 6つの事例から検証

ナポレオン戦争後のイギリス

- イギリスの対フランス戦争 戦費調達、不換紙幣発行
- 戦後は歳出、歳入とも削減
- 金本位制度の法定化によって財政、通貨規律回復
- 高い実質成長 (産業革命後の生産性向上)と人口増加
- デフレ基調が続く

	1818	1864	1875	1891	1818-91 増減率
国債残高 (億ポンド)	8.4	8.16	7.66	6.82	- 19
国民所得 (億ポンド)	4	8.14	12	16	300
一人当たり国民所得 (ポンド)	23.11	27.8	36.7	42.2	83
人口 (万人)	1700	2970	3300	3800	124
物価指数	160	105	96	72	- 55
国債残高 / 国民所得 (%)	210	100	64	43	

- 政府債務比率の低下には、実質成長要因が大きく寄与。デフレ基調であったため、物価上昇はプラスの寄与
- デフレ下での政府債務解消の事例

ナポレオン戦争後のイギリス (1818年の政府債務比率 = 210)	
政府債務比率の変化幅 (1818 ~ 91年)	- 167
ネットの債務償還要因	- 10
実質成長要因	- 180
(うち一人当たり成長要因)	(- 128)
(うち人口増加要因)	(- 52)
物価上昇要因	23

第二次大戦後のアメリカ

- 国債価格支持政策 (連銀による買い支え) によって、国債市場の安定化 (= 低金利維持) を図る 緩やかなインフレの発生
- 債務累増は通貨の信認低下を招かず (ドルが基軸通貨)
- 政府債務比率の低下には、実質成長と物価上昇が寄与

第二次大戦後のアメリカ (1945 年の政府債務比率 = 110)	
政府債務比率の変化幅 (1945 ~ 65 年)	- 74
ネットの債務償還要因	3
実質成長要因	- 39
物価上昇要因	- 38

第二次大戦後の日本

- 戦時中の戦費 日銀がファイナンス (国債引受)
- ハイパーインフレの発生 債務の実質負担の軽減

	政府債務	政府債務指数	卸売物価指数	実質政府債務指数
1940	310	294	171	172
41	418	397	190	209
42	572	542	198	273
43	851	808	219	369
44	1,520	1,442	269	536
45	1,995	1,893	1,195	158
46	2,653	2,518	2,423	104
47	3,603	3,423	8,668	39
48	5,244	4,977	19,700	25
49	6,373	6,049	22,729	17
50	5,540	5,258	33,472	16
51	6,455	6,126	35,284	17

- 政府債務比率の低下には、物価上昇が大きく寄与
- ハイパーインフレによる債務解消の事例

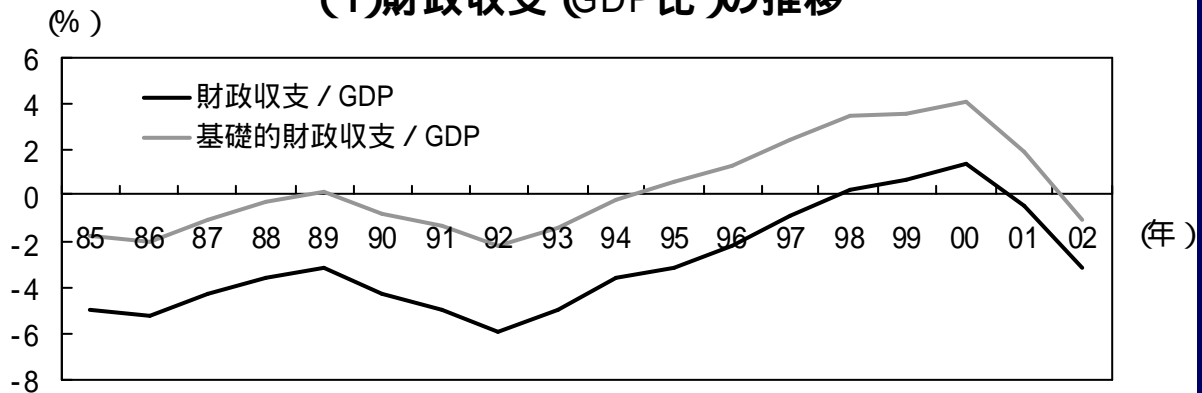
第二次大戦後の日本 (1944年の政府債務比率 = 189)	
政府債務比率の変化幅 (1944 ~ 51年)	- 181
ネットの債務償還要因	6
実質成長要因	0
物価上昇要因	- 187

80年代後半のアメリカ

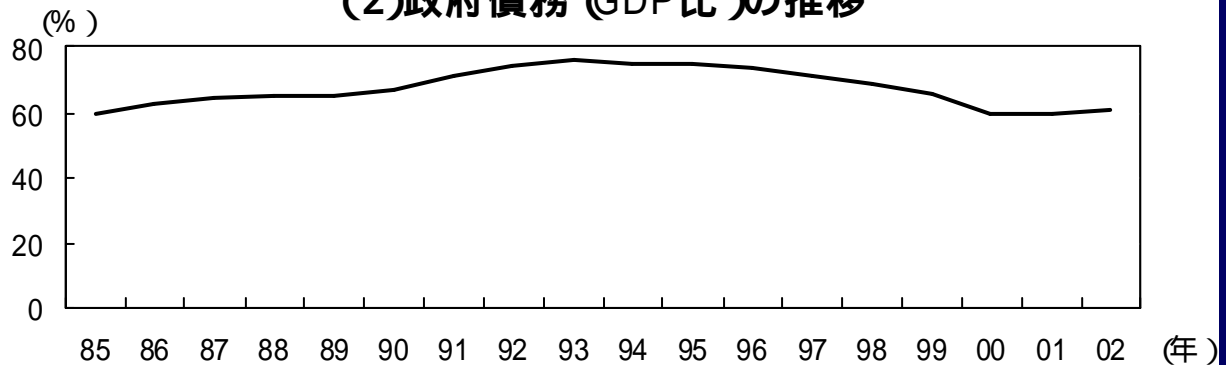
- レーガノミックス (減税)、軍事費増強による債務拡大
- 双子の赤字 通貨の信認低下 (プラザ合意)
- ブッシュ、クリントン政権下で財政再建
- 冷戦終結による軍事費削減、90年代の成長の持続、政権交代による財政規律維持への圧力
- 市場の圧力 (通貨の信認低下)、内圧が財政再建促す

アメリカの経済指標

(1)財政収支 (GDP比)の推移

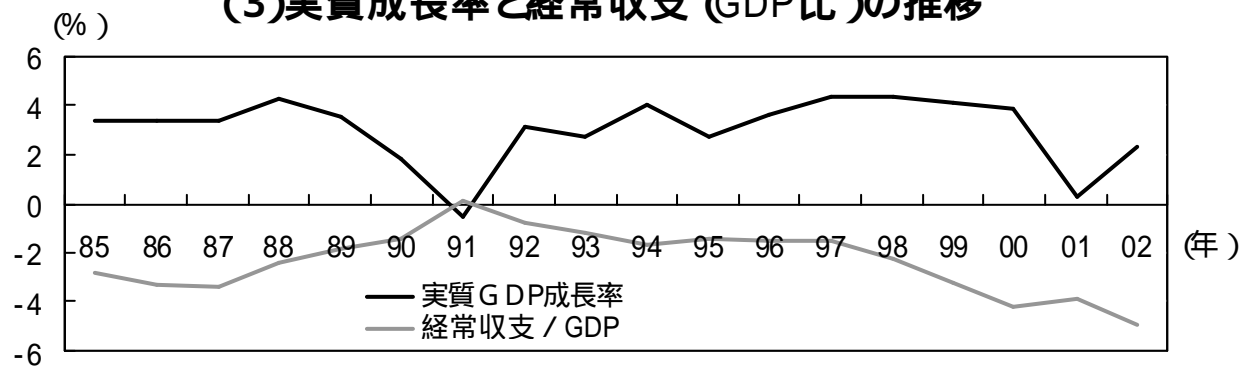


(2)政府債務 (GDP比)の推移

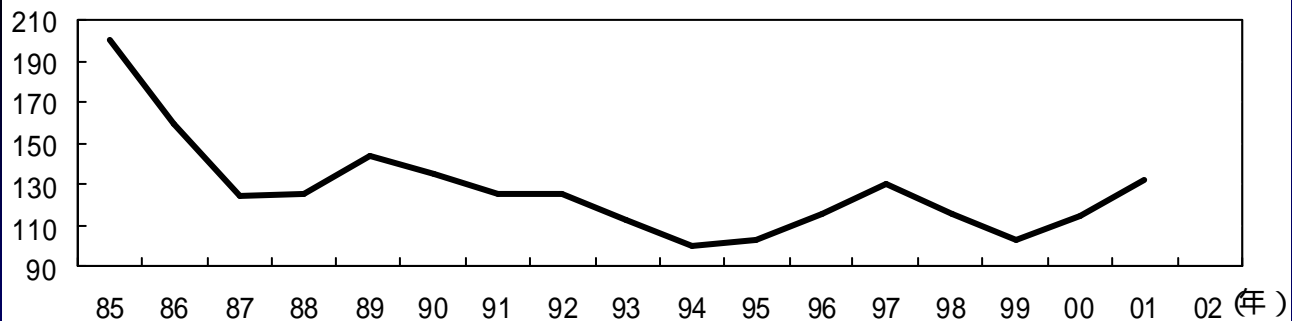


アメリカの経済指標

(3)実質成長率と経常収支 (GDP比)の推移



(4)円 / ドルレート(年末値)の推移



- 政府債務比率の低下には、実質成長とそれに伴う物価上昇が寄与
- この間、基礎的収支（プライマリーバランス）の黒字化により、債務残高は大きく増えず

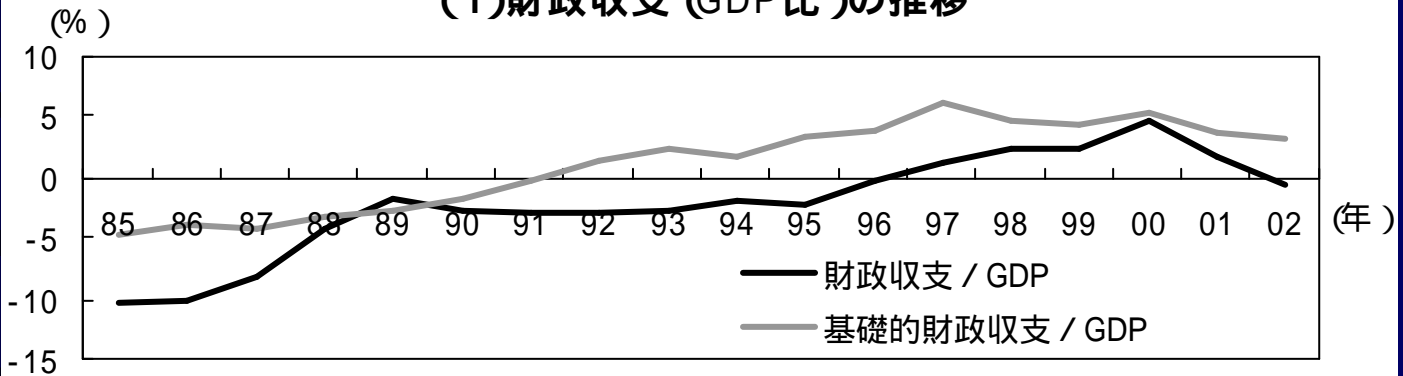
80年代後半のアメリカ（1993年の政府債務比率 = 75.8）	
政府債務比率の変化幅（1993～2000年）	- 16.3
ネットの債務償還要因	8.3
実質成長要因	- 17.2
物価上昇要因	- 7.4

90年代初めのイタリア

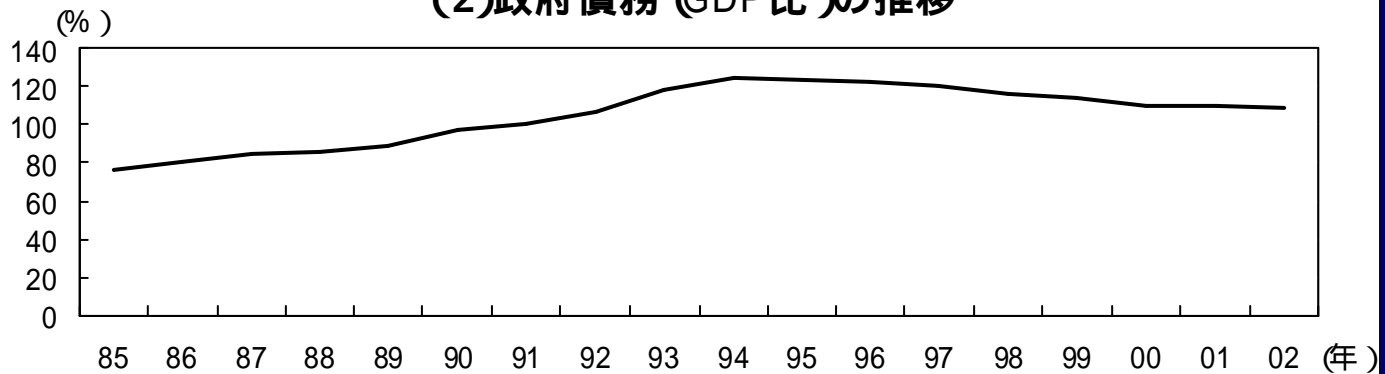
- 歳出の硬直化 (公共事業費、社会保障費) による債務拡大、経常収支も赤字化
- 通貨統合が近づくにつれ、イタリア経済の悪化
通貨統合参加への経済収束条件満たせるかどうか懸念強まる
- リラ暴落 (92年) 本格的な財政再建へ
- 外圧 (通貨統合) 市場の圧力 (通貨の信認低下) が財政再建を促す

イタリアの経済指標

(1) 財政収支 (GDP比) の推移

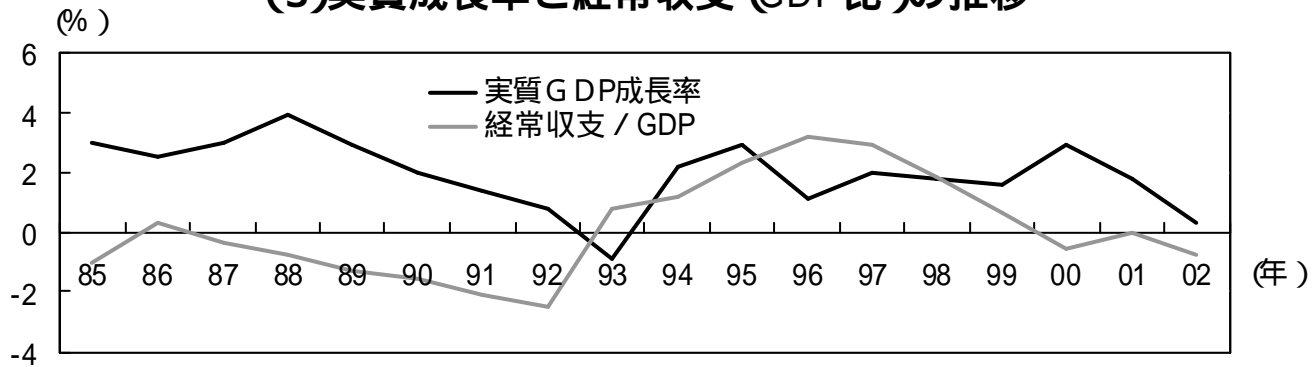


(2) 政府債務 (GDP比) の推移

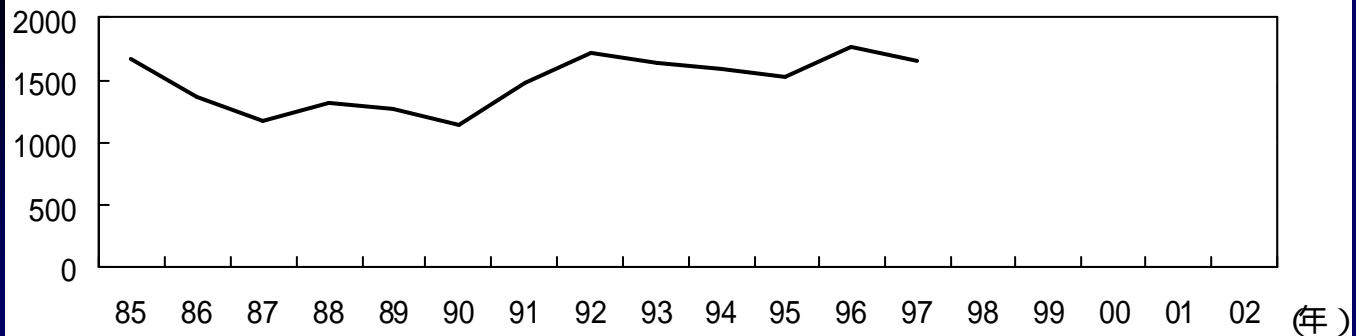


イタリアの経済指標

(3) 実質成長率と経常収支 (GDP比) の推移



(4) リラ/ ドルレート(年末値) の推移



- 政府債務比率の低下には、実質成長と物価上昇が寄与
- この間、基礎的収支（プライマリーバランス）の黒字化により、債務残高は大きく増えず

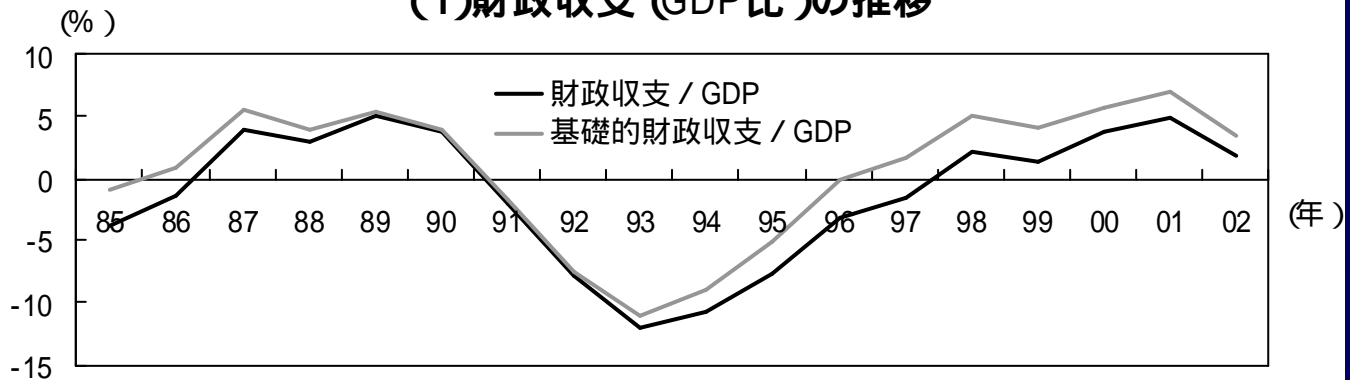
90年代初めのイタリア（1994年の政府債務比率 = 123.8）	
政府債務比率の変化幅（1994～2000年）	- 13.3
ネットの債務償還要因	19.8
実質成長要因	- 12.7
物価上昇要因	20.4

90年代初めのスウェーデン

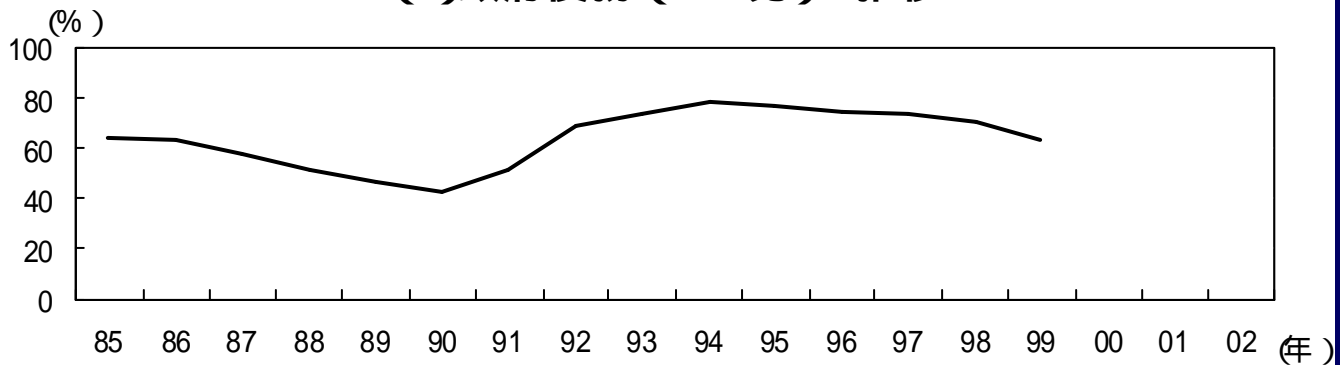
- バブル崩壊 (90年) 銀行の不良債権、財政悪化 (福祉国家) 経常収支も赤字化
- 通貨危機 (92年) 国債市場暴落 (94年) 後、本格的な財政再建への取り組み
- 市場の圧力 (通貨信認低下、国債市場暴落) が財政再建を促す

スウェーデンの経済指標

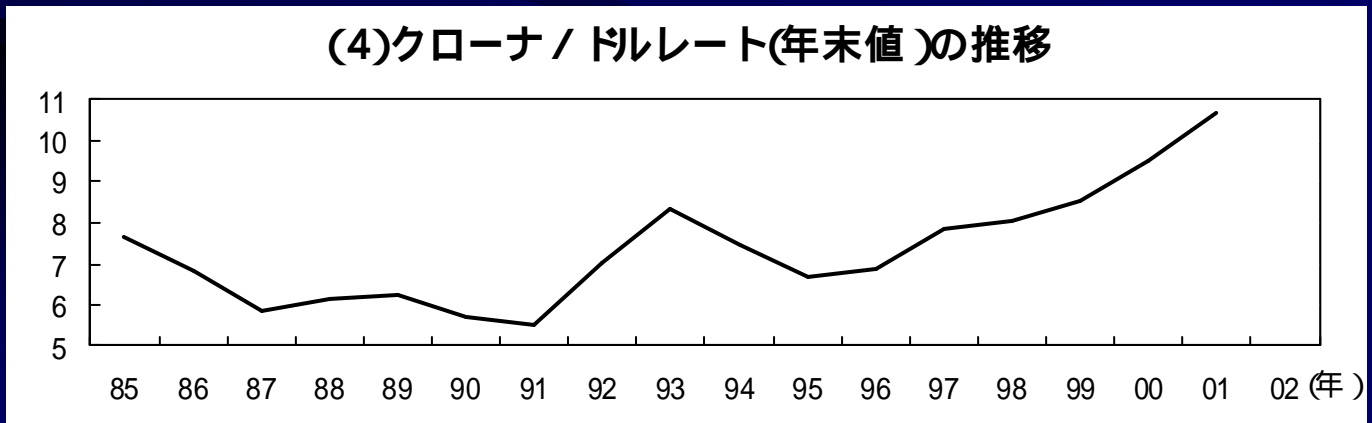
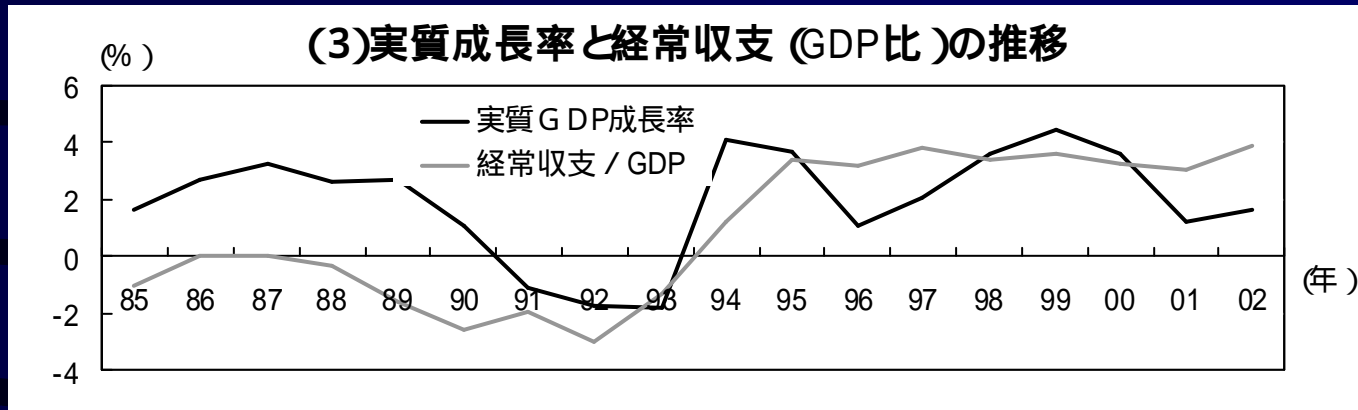
(1) 財政収支 (GDP比) の推移



(2) 政府債務 (GDP比) の推移



スウェーデンの経済指標



- 政府債務比率の低下には、実質成長と物価上昇が寄与
- この間、基礎的収支（プライマリーバランス）の黒字化により、債務残高はほとんど増加せず

90年代初めのスウェーデン（1994年の政府債務比率 = 77.9）	
政府債務比率の変化幅（1994～99年）	- 14.4
ネットの債務償還要因	1.5
実質成長要因	- 10.4
物価上昇要因	5.5

6つのケースの比較検討

- 債務累増要因が大きな政府 (政府規模拡大) の場合は、財政再建のきっかけをつかむのは難しい
- 戦費調達の場合は、財政再建のきっかけはつかみやすい

	政府債務累増の主因	政府債務比率
ナポレオン戦争後のイギリス	戦費調達	210
第二次大戦後のアメリカ	戦費調達	110
第二次大戦後の日本	戦費調達	189
80年代後半のアメリカ	レーガノミクス + 軍事費増強	76
90年代初めのイタリア	大きな政府	124
90年代初めのスウェーデン	大きな政府	78

- 債務累増が通貨の信認低下を招き、それが財政再建のきっかけになるケースが多い
- 通貨の信認が完全に失われたケース ハイパーインフレ
- 債務が累増しても通貨の信認に問題が生じなかったケースもある（国債買支えによるソフトランディングも可能に）

	政府債務累増が通貨の信認に与えた影響
ナポレオン戦争後のイギリス	戦時中に不換紙幣発行したが問題なし
第二次大戦後のアメリカ	通貨信認に問題なし(ドルが基軸通貨としての地位を確立)
第二次大戦後の日本	通貨の決定的な信認低下 (債務を中央銀行がファイナンス)
80年代後半のアメリカ	ドル安への調整 (プラザ合意)
90年代初めのイタリア	リラ暴落
90年代初めのスウェーデン	クローナ暴落

債務累増に歯止めをかけるきっかけ

- 市場 (通貨市場、国債市場のプレッシャー)
- 制度的な制約 (通貨統合、金本位制度)
- 内圧 (国内の対抗勢力)

	政府債務累増に歯止めをかけた要因	政府債務比率低下の主因
ナポレオン戦争後のイギリス	戦争終結 + 金本位制の強化	実質成長
第二次大戦後のアメリカ	戦争終結 + 国債価格支持政策	実質成長 + 物価上昇
第二次大戦後の日本	-	ハイパーインフレ
80年代後半のアメリカ	通貨の信認低下 + 内圧	実質成長 + 物価上昇
90年代初めのイタリア	通貨の信認低下	実質成長 + 物価上昇
90年代初めのスウェーデン	通貨の信認低下 + 国債市場暴落	実質成長 + 物価上昇

まとめ

- 政府債務の累増はそれが行き過ぎると、通貨の信認低下を招く(通貨の暴落など)。危機が起こった後、財政再建への本格的な取り組みが始まる。市場の圧力のほか、通貨統合への参加や金本位制度を維持しなければならないという制度的な制約がプレッシャーを与える場合もある
- しかし、もはや通貨の信認を維持できないほど債務が累増し、しかも債務を中央銀行がファイナンスしている場合には、インフレが高進して債務が解消される場合がある
- これに対し、十分な対外資産や金融資産などを持つなどの要因によって、債務が累増してもそれが通貨の信認に影響を与えない場合には、債務のソフトランディングも図ることができる

まとめ

- 一方、政府債務比率を低下させるためには、財政改革のみならず、経済が成長経路にあることが必要である。ただし、デフレ下でも実質成長が高い場合には、政府債務比率を低下させることができるケースもある
- さらに財政改革を可能にする政治的条件についてみると、大きな政府によって債務が累増した場合には、再建のきっかけを見出すことが難しく、市場の圧力や制度的な制約によって改革が進む場合が多い
- 結局、財政規律維持のプレッシャーになるのは、市場（通貨、国債）、制度的制約、国内の対抗勢力の三つである

政府の予算制約式に責任を持つのは誰か

- 民間部門の国債残高 / 物価水準
= 財政余剰の割引現在価値 (実質値)
+ マネー残高の変化の割引現在価値 (実質値)
- 政府が負う債務は、将来にわたる財政余剰と、中央銀行によって供給されるマネーによって、ファイナンスされなければならない
- 中央銀行が国債の購入を増やしてマネーを供給すればその分政府の債務負担は軽減する

予算制約式を満たす三つのケース

- ケース1 :中央銀行が独立にマネー決定、財政当局が受動的に財政余剰を調整 予算制約式を満たすことについて財政当局が責任を持つ
- ケース2 :財政当局が独立に財政余剰を決定、中央銀行が受動的にマネーを調整 予算制約式を満たすことについて中央銀行が責任を持つ
- ケース3 :財政当局、中央銀行とも独立に行動 民間部門の行動変化によって、事後的に政府の予算制約式が満たされる
- 第二次大戦後の日本はケース2の極端なケース。第二次大戦後のアメリカもケース2の要素あり

日本のケース

- 日銀による国債購入が行われている点だけをみれば、第二次大戦後のアメリカに近い領域に入っている
- 日本も経常黒字・債権国であるため、債務が累増しその一部を中央銀行が購入しても、今のところ、通貨の信認低下にはつながっていない
- 第二次大戦後のアメリカでは、国債価格支持政策を行った上で、国債残高が大きく増えないようにし、その後の経済成長を待って、政府債務比率をソフトランディングさせるという政策をとったが、日本ではそうした目処は立っていない

日本のケース

- デフレ下でも政府債務比率を低下させるためには、高い実質成長 (生産性向上 + 人口増加) が必要であるが、日本ではそうした条件は満たされていない
- アメリカのように、通貨安への国際協調ができれば、経済の好ましい影響をもたらすが、そうした可能性は低い
- 日本では、現時点では、財政規律を取り戻すきっかけとなる条件 (市場、制度的制約、国内の対抗勢力) のいずれも機能する見込みがない

日本への示唆

- 日本のケースは、歴史的にみても最も困難なケース（デフレ、産業競争力の低下、円安が望ましいが誘導困難）
- しかし、少しずつでも、これらの困難な条件をクリアしていくための環境を整えていく必要がある
- また、市場の暴力的な反応を避け、通貨の信認を損なうことなく、政府債務のソフトランディングを進めていくためには、国民に危機感を広く共有させる必要がある
- その上で、地道な改革に踏み出すことが第一歩となる。その過程では、国債市場を支えるという意味で、中央銀行のサポートも必要