

# 日本財政の破綻： 今そこにある危機

佐藤主光（もとひろ）  
一橋大学政策大学院・経済学研究科



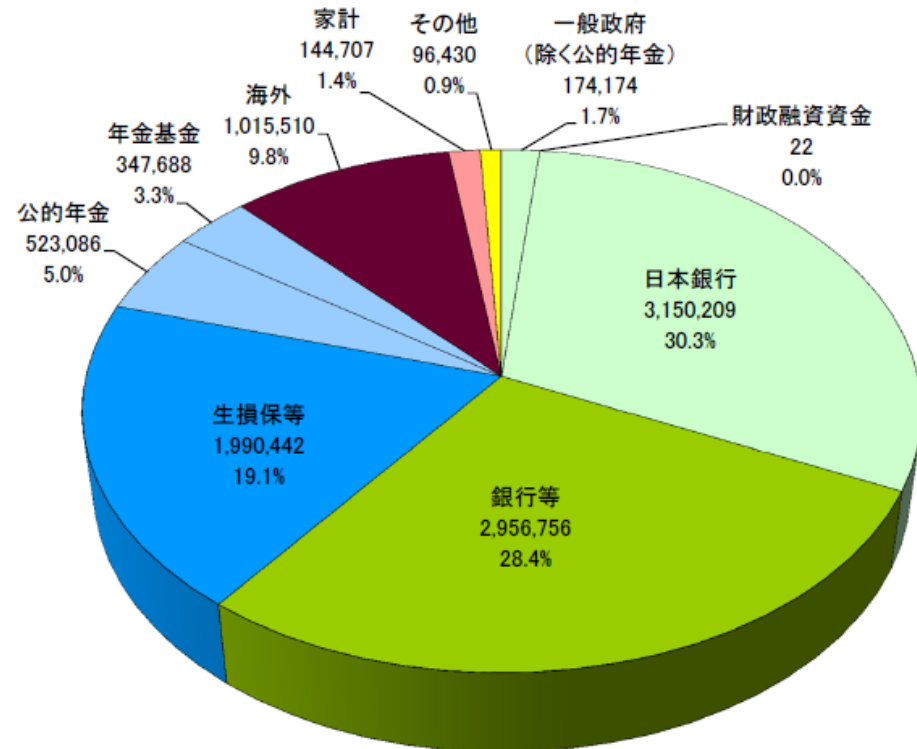
# 日本は財政破たんするのか？

	構造的財政破たん	突発的財政破たん
性格	潜在的破たん状態	構造的財政破たんの顕在化
要因	政府の長期的財政収支が均衡しない	国債需要の低迷＝札割れ（国債への信認低下）
帰結	現行の公共サービス、税率は長期的には持続不能⇒財政再建は不可避	政府が資金調達（国債等の借入）に窮する⇒借金の返済・公共サービス提供が困難に
民間企業との類似性	企業価値がマイナス？ ✓ 債務超過	キャッシュフロー不足による倒産 ✓ 黒字倒産を含む

# 財政破たんとホームバイアス

- 我が国では国債の多くが国内投資家（金融機関等）が保有  
⇒安定的な資金の提供主体が存在
- ✓ 海外保有＝8%
- ホームバイアス＝海外に比して収益性が低いにも関わらず国内で資金を運用  
⇒情報の非対称性・極端なリスク回避、資金運用の未熟に助けられた国債消化
- ✓ 所得収支で「稼ぐ力」を阻害
- 経済法則＝Gravityに逆らった国債増加が可能に

国債及び国庫短期証券(T-Bill)の所有者別内訳  
(平成27年9月末速報)



(単位：億円)

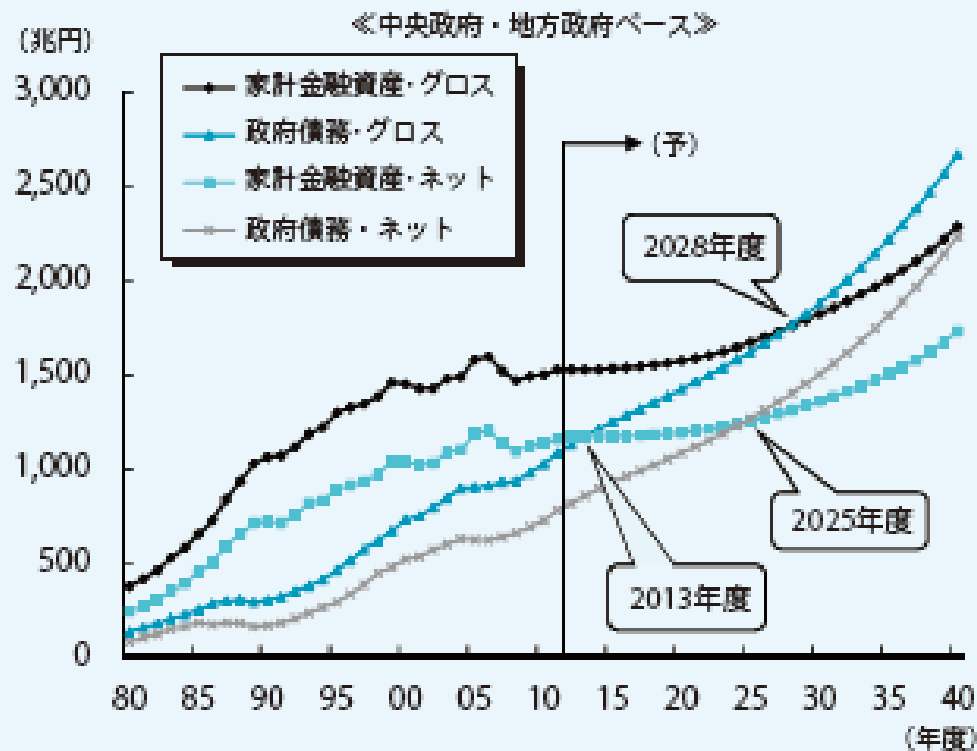
合計 1,039兆9,024億円

# いつ破たんするのか？

- 偶発的財政破たん＝国債等の国内消化が困難になったとき
- ストック＝公的債務が国内金融資産を超過
- フロー＝経常収支（公共＋民間収支）の慢性的赤字化

⇒海外投資家の格付けに応じた利回りが要求

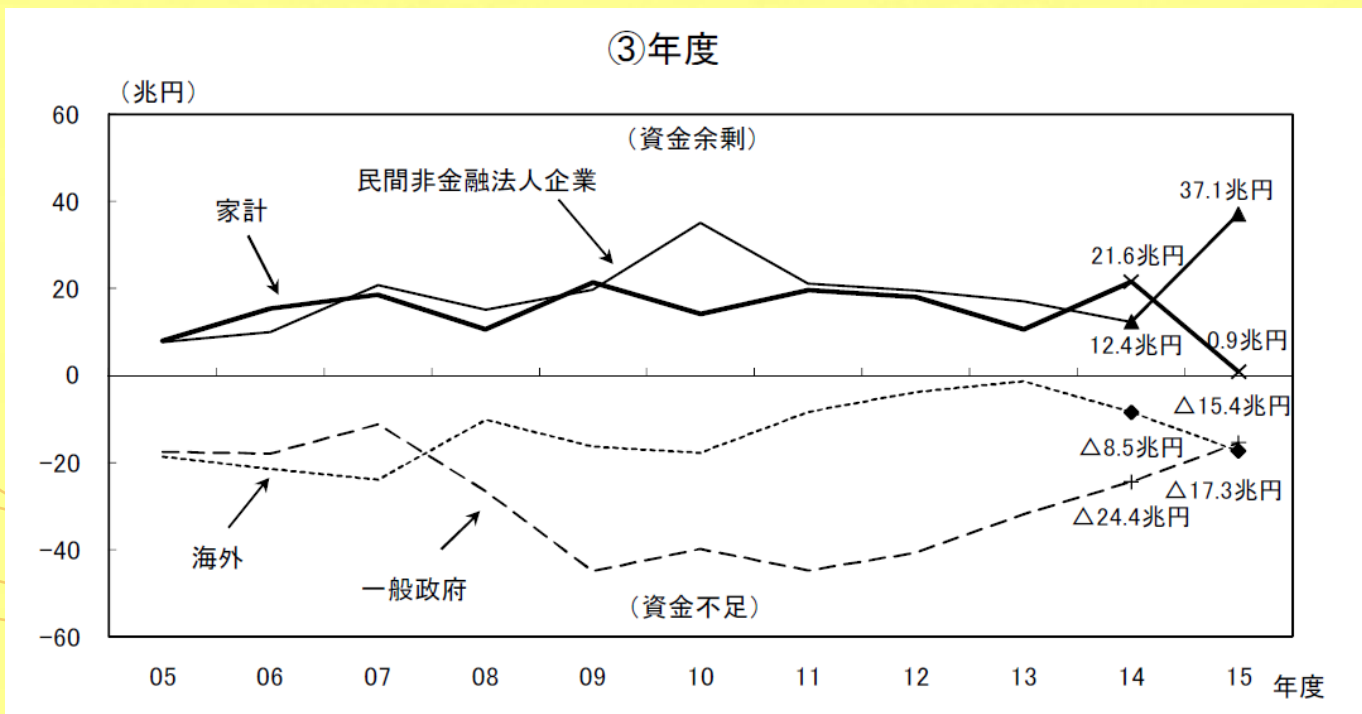
図表1-2 政府債務残高vs家計金融資産残高



(出所) 大和総研「超高齢日本の30年展望」(2013年5月)

## いつ破たんするか？（その2）

- デフレは財政赤字（税収の低迷・景気対策予算の拡大）の原因であると同時に  
国債の安定消化を持続可能にする要因でもある
- デフレ下では企業・家計は投資・消費を抑制⇒資金余剰の発生  
⇒公共部門が民間の余剰資金を吸収
- 財政赤字＋低金利＝デフレ不況モデル
- デフレ脱却＝消費・投資の拡大は国債の安定消化を困難に？



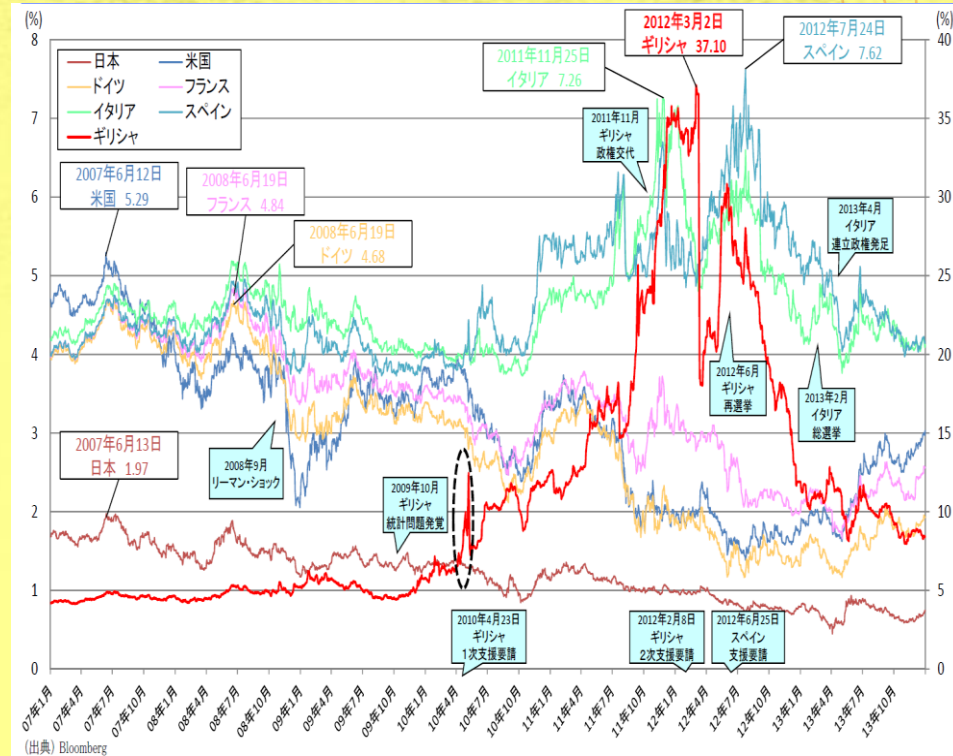
# どのように破たんするのか？

- 危うい均衡
- 投資家の期待の変化で「破たん」の均衡にジャンプ
- ✓ 国債金利も「非線形的」に変化⇒現在の連続に将来はない

	国債消化	順調	札割れ
投資家			
楽観的	現状		
懐疑的			財政破たん

・ 政府が資金調達困難

懐疑的な期待は自己実現的



市場金利は財政の将来見通しのシグナルではない

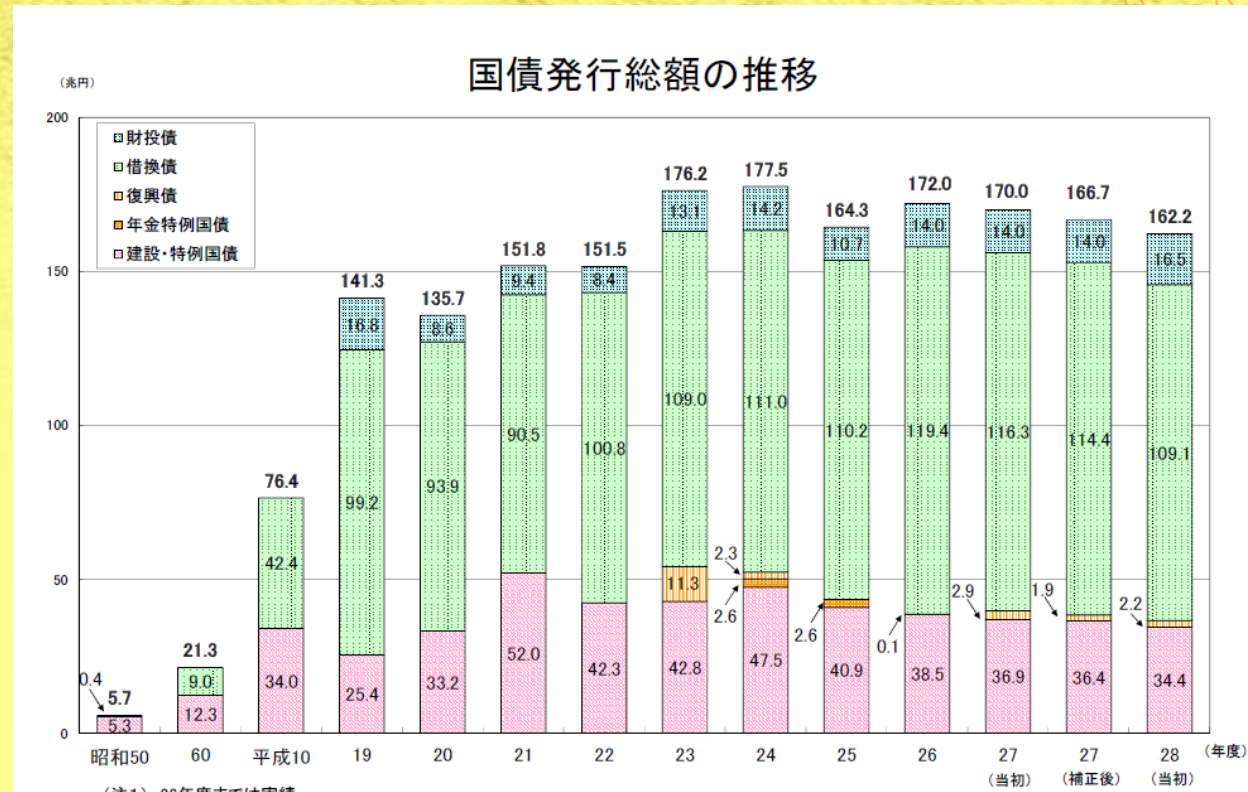
# 参考：借換国債のリスク

出所：財務省資料

- 新規国債だけではなく、毎年110～120兆円規模の借換債を発行
- ✓ 借換債＝国債の償還財源
- ✓ 金利の上昇は公債費を増大
- 借換債の起債ができなければ、国債の償還が困難に

⇒

- 国債のデフォルト？
- 日銀による財政ファイナンス＝借換債等の直接引き受け？



○平成28(2016)年度以降金利が変化した場合の国債費の増減額

(単位：兆円)、( )書きは「国債費」の額

金利 ([試算-1]の前提からの変化幅)	平成27年度 (2015年度)	平成28年度 (2016年度)	平成29年度 (2017年度)	平成30年度 (2018年度)	平成31年度 (2019年度)	平成32年度 (2020年度)
+2%	- ( 23.5 )	+ 2.0 ( 26.9 )	+ 4.8 ( 31.7 )	+ 8.0 ( 36.6 )	+ 10.3 ( 41.0 )	+ 12.8 ( 45.5 )
+1%	- ( 23.5 )	+ 1.0 ( 25.9 )	+ 2.4 ( 29.2 )	+ 4.0 ( 32.6 )	+ 5.0 ( 35.7 )	+ 6.2 ( 39.0 )
-1%	- ( 23.5 )	▲ 1.0 ( 23.9 )	▲ 2.4 ( 24.5 )	▲ 3.9 ( 24.8 )	▲ 4.9 ( 25.8 )	▲ 5.9 ( 26.8 )

# 財政が持続する条件

- 財政の持続可能性＝公債残高÷GDPが発散しない

□ ドーマー条件：公債の増加率<経済の成長率

⇒①基礎的財政収支の対GDP比、②金利－成長率と③公債残高（対GDP比）の関係に依存

ドーマー条件

$$g \equiv \frac{\Delta Y}{Y} \geq \frac{\Delta B}{B} = \frac{rB - (T - G)}{B} = r - \frac{Y}{B} \frac{S}{Y}$$

基礎的  
財政収支  
対GDP比

金利・成長率  
ギャップ

$$s \geq \frac{B}{Y} (r - g)$$

公債残高  
対GDP比



# 4つのシナリオ

- 財政が持続可能であるためには、①基礎的財政収支 =  $s$ 、②成長率 - 金利、③名目 GDP =  $Y$ 、④債務残高 =  $B$ のいずれかが調整されなければならない
- デフォルト = 明示的な財政破綻
- インフレ = 隠れたデフォルト・課税 . . .

ドーマー条件

$$s \geq \frac{B}{Y}(r - g)$$

④デフォルト = 債務残高の圧縮

- ・ 金融機関保有の公債 ⇒ 金融危機へ
- ・ 日銀保有の公債 ⇒ 金融 + 通貨危機へ

②高成長 + 低金利政策（金融抑圧）  
⇒ 高成長と低金利の組み合わせは実現可能か??

③インフレ = 名目 GDP の増加

金融政策による  
帳尻合わせ  
⇒ 財政インフレ

①財政再建 = 基礎的財政収支の黒字化 ⇒ 歳出のカット・歳入増

## 国債累積のコストとリスク

通念	実態
民間資金の余剰を国債が吸収	<ul style="list-style-type: none"><li>・ デフレ期待などで民間投資が低迷</li><li>⇒ 潜在的成長力の低下</li><li>・ 脱デフレになれば、民間投資が活発化</li><li>⇒ 典型的なクラウディングアウトが発生 = 金利上昇</li><li>・ デフレによって生じ、デフレによって持続する国債の安定消化</li></ul>
国債は国内で消化	財政危機でデフォルトになれば、国内金融機関が打撃 ⇒ 財政危機から金融危機へ波及
国債金利は低水準で推移	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 低金利は日銀の金融緩和で人工的（政策的）に誘導</li><li>・ 投資家の心理（気まぐれ）に左右</li></ul>

# 財政破たんと財政再建

	主導権	再建計画	再建期間
財政再建＝事前的・予防的	政策（政治）判断で政府が主体的に決定	歳出削減・増税を含めて政府が決定	長期に実施可能
財政破たん＝事後的	（国債）市場から強制	外部（IMF等支援機関）から強制	市場の信認を回復するためには大規模かつ短期



□ 財政破たんが起きてからの財政再建の方が経済・社会にとっては厳しい

（参考）ユーロ圏首脳合意（7月12日）等に基づく主な改革項目

- ① 基礎的財政収支の黒字幅の拡大  
⇒ PB黒字を、15年1%、16年2%、17年3%、18年3.5%とする。
- ② VAT（付加価値税）の簡素化  
⇒ 税率を23%に標準化（一部軽減税率あり。法制化済）。  
（例）一部の食品、交通費、レストラン等の税率を13%から23%に引き上げ。ホテルの税率を6.5%から13%に引き上げ。
- ③ 財政構造改革  
⇒ 法人税率を26%から29%に引き上げ（法制化済）。  
⇒ 軍事費削減（15年1億ユーロ、16年2億ユーロ）
- ④ 年金改革  
⇒ 基礎年金拠出額の抑制措置・早期退職へのペナルティー設定（法制化済）等により、GDP比0.25%～0.5%（15年まで）、1%（16年まで）の財源確保。
- ⑤ 民営化プログラムの推進  
⇒ 500億ユーロの国有資産を民営化基金に移し、銀行等の資本注入に要した費用の返済、債務返済及び成長促進のための投資に充てる。

出所：財政制度等審議会

## 財政破たんを巡る誤解

通念	実態
財政危機が起きても、国際通貨基金等国際機関の支援を受けられる ✓ ギリシャ等の例	日本は救済するには大き過ぎる ✓ 国債発行額＝170兆円（平成27年度当初）
財政破たんの後に新たな成長・発展は始まる ✓ 日本の戦後復興の例 ⇒市場経済の自律的発展に対する信頼？ ・ ゲーム同様リセットが出来る？	・ 破たんした政府は成長・発展に必要な教育・インフラが提供できない ✓ 日本社会は少子高齢化 ✓ 経済は成熟化 ⇒低い潜在成長率 ⇒戦後とは異なる経済・人口動態
財政破たんしたら日本はおしまい ⇒滅びの美学？	日本には今後も生きていく将来世代がいる ⇒（ドラマとは違って）エンドロールは流れない・・・＝「おしまい」はない

## 参考：国債累積のコストとリスク

通念	実態
民間資金の余剰を国債が吸収	<ul style="list-style-type: none"> <li>・デフレ期待などで民間投資が低迷 ⇒潜在的成長力の低下</li> <li>・脱デフレになれば、民間投資が活発化 ⇒典型的なクラウディングアウトが発生＝金利上昇</li> <li>・デフレによって生じ、デフレによって持続する国債の安定消化</li> </ul>
国債は国内で消化	<p>ホームバイアスにより所得収支で稼ぐ力が阻害</p> <p>財政危機でデフォルトになれば、国内金融機関が打撃 ⇒財政危機から金融危機へ波及</p>
国債金利は低水準で推移	<ul style="list-style-type: none"> <li>・低金利は日銀の金融緩和で人工的（政策的）に誘導</li> <li>・投資家の心理（気まぐれ）に左右</li> </ul>

# 何故、財政再建は進まないのか？

公共財としての財政再建 ✓ チキンゲームとしての債務の累積		□ 各利害当事者（年金生活者・納税者を含む）は他の誰かがコストを払って財政再建に貢献することを期待 ⇒ 既得権益への執着と財政再建への「ただ乗り」 □ コントロールできない歳出
異なる経済モデル	成長への認識	□ 日本経済は未だに高い経済成長が可能（人口減少は問題ではない！） □ 財政再建の努力よりも成長を優先 ⇒ 一旦、デフレから脱却すれば自律的に経済が高い成長軌道に
	曖昧な「残余（調整）変数」	□ 財政再建に向けて自ずと政策は調整 ✓ 各々が都合のよい政策の調整（例：増税、歳出カット）を想定 ✓ 増税の前にはすることがある＝増税以外で何とかなるという期待・・・

# 破たんに備えた善後策＝転ばぬ先の・

- 財政再建＝戦局の転換と財政破たん＝戦後（敗戦）処理を両にらみ

- 財政破たん＝危機後の迅速な対応
- 危機直後＝時間稼ぎ
  - 補助金支出・公共事業の執行等の先送り
  - 政府の資金繰り確保と銀行支援⇒金融危機への波及の回避
    - 日銀借り入れ（日銀法第5条）
    - 金融機関への日銀特融（日銀法38条）
  - 財政赤字の削減＝止血措置
    - ✓ 臨時増税、歳出カット・資産売却
    - ✓ 最低限、維持すべき公共サービスを事前にリストアップ

- 赤字を作らない体質作り＝構造改革
  - ✓ 財政・予算制度の改革⇒市場からの信認の回復・平時への復帰



## 参考：平成24年度9月以降の予算執行について

政府部内	行政経費（庁費・旅費・諸謝金等）	毎月、予算額を12で除した額の50%以下に支払を抑制。
独立行政法人等向け	独法運営費交付金等	3ヶ月毎に、予算額を4で除した額の50%に相当する額以上の交付を留保。
	国大運営費交付金	
地方公共団体向け	地方交付税	道府県分の普通交付税については、当面9月交付分について、9～11月について月割りの交付。
	裁量的補助金	新たな交付決定は行わず、決定済みでも可能な限り執行を留保。
民間団体等向け	裁量的補助金	新たな交付決定は行わず、決定済みでも可能な限り執行を留保。
	法令で支払時期が定められていない負担金等	私学助成は、交付時期において、国大運営費交付金と同様に対応。 できる限り支払いを延期。
特別会計繰り入れ		一般会計からの繰入金を財源とする経費について、一般会計に準じた対応。 一般会計からの繰入れ時期の延期について、一層の取り組み。

（出所）「9月以降の一般会計予算の執行について（平成24年9月7日閣議決定）」及び財務省資料より大和総研作成

大和総研経済レポート「特例公債法案の早期成立を望む～日本版「財政の崖」を回避せよ」（2012年10月18日）



資金確保（資産売却等）＋本格的歳出カットまでの時間稼ぎ



# 日銀による国債引き受け

第5条 すべて、公債の発行については、日本銀行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、また、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない。但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りではない



平時＝財政規律の弛緩  
 非常時＝資金確保の時間稼ぎ  
 ・ただし、「出口戦略」が不可欠  
 ＝期限限定  
 ➤ ハイパーインフレのリスク  
 ✓ 短期国債（1年以下・・・）を軸



日銀はすでに10年物国債金利が概ね現状程度（ゼロ%程度）で推移するよう、長期国債を年間約80兆円をめどに買い入れ  
 ⇒事実上の財政ファイナンス（ヘリコプターマネー）？

統合予算＝政府＋中央銀行

政府債務（国債）  
 ＝民間保有国債＋日銀保有国債  
 ＝民間保有国債＋マネタリーベース  
 ＝政府が民間に負う債務  
 ＋日銀が民間に負う債務



借金が消えるわけではない・・・

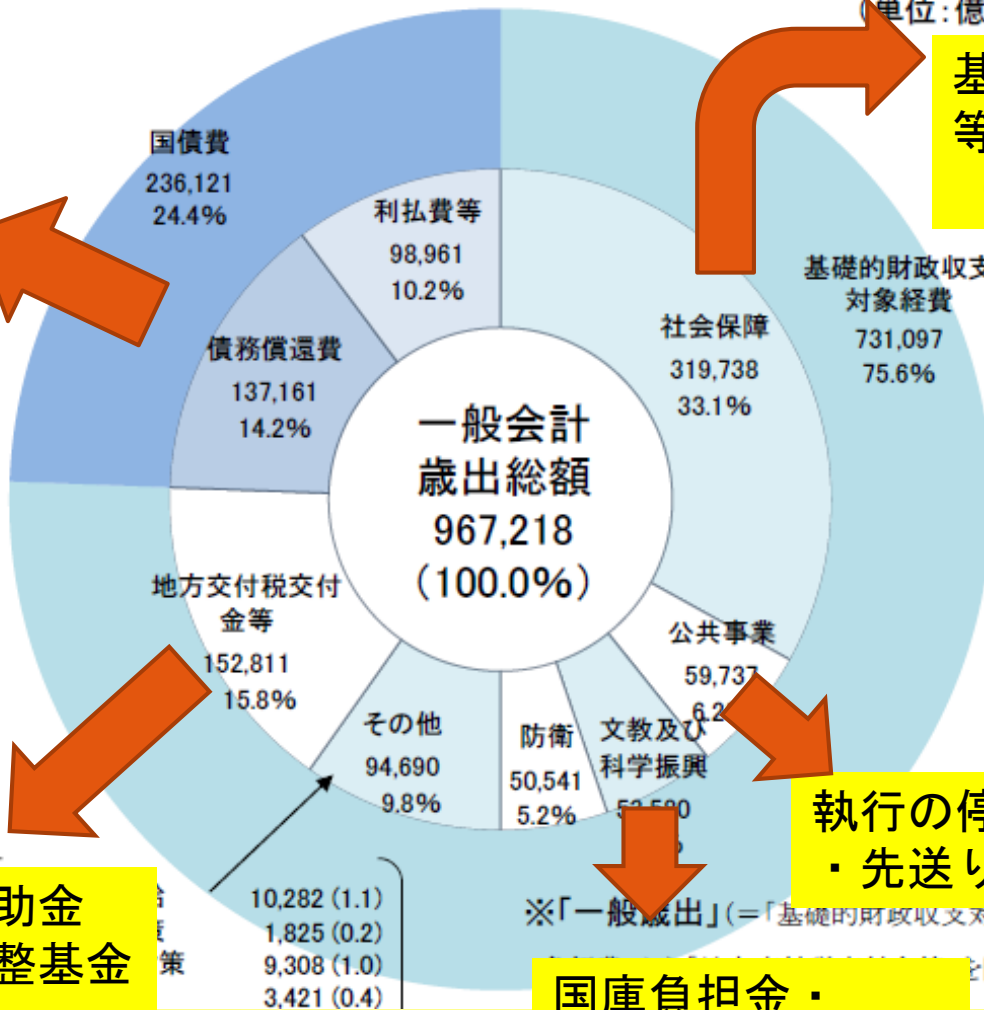
# 政府支出＝歳出のトリアージ

- 緊急対応＝最低限維持すべき支出・水準の峻別
- 最低限必要な支出
  - その1：夜警国家＝治安・国防・・・
  - その2：国民の生命・財産＝災害救助、救急医療・・・
  - その3： 未来への投資＝義務教育・保育・・・
- 留意：給与等、支出金額は最低限に抑制
- 社会保障給付
  - ✓ 年金＝基礎年金に限定・高所得者は削減（年金課税？）
  - ✓ 介護・医療＝重度（例・高額医療、要介護<sub>3</sub>以上等）にサービスを限定・他は自己負担の引き上げ
- 本格的財政赤字の削減＝費用対効果に基づき優先順位づけ

# 平成28年度一般会計歳出

## 一般会計歳出

(単位:億円)



基礎年金の国庫負担金等の抑制⇒社会保障基金(特別会計)が肩代わり

国債整理基金



余裕分があれば借換えできない国債償還財源に充当

自治体への補助金抑制⇒財政調整基金等で穴埋め

国庫負担金・運営交付金の抑制

執行の停止・先送り

※「一般会計歳出」(=「基礎的財政収支対象経費」を除く)



# 参考：政府のバランスシート

外国為替資金証券	117.4兆円
その他	1.4兆円
内部保有	▲17.2兆円

外貨証券 119.1兆円

- 政府の流動資産の取り崩し
- ✓ 現金・預金の活用
- 将来財源（国債償還等）の先食い

⇒時間稼ぎにはなっても、恒久財源にはなりにくい・・・

- 外貨証券を担保にした外債の発行？

⇒政府短期証券との二重担保？

- 埋蔵金＝政府資産の売却の余地は限られる？

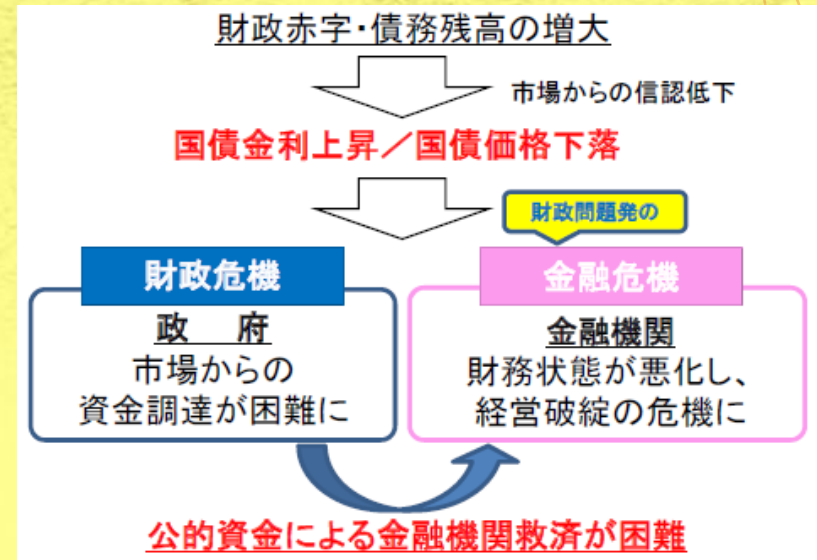
国の貸借対照表(平成25年度末)

(単位:兆円)

	24年度末	25年度末	増▲減		24年度末	25年度末	増▲減
<b>&lt;資産の部&gt;</b>				<b>&lt;負債の部&gt;</b>			
現金・預金	22.0	18.6	▲ 3.4	未払金等	11.3	11.2	▲ 0.2
有価証券	110.8	129.3	▲ 18.5	政府短期証券	101.7	101.6	▲ 0.1
未収金等	12.4	11.9	▲ 0.5	公債	827.2	855.8	▲ 28.5
前払費用	2.8	1.3	▲ 1.5	借入金	26.8	28.4	▲ 1.6
貸付金	139.5	137.9	▲ 1.6	預託金	7.3	7.0	▲ 0.3
運用寄託金	106.7	104.8	▲ 2.0	責任準備金	9.2	9.4	▲ 0.2
貸倒引当金	▲ 2.6	▲ 2.3	▲ 0.2	公的年金預り金	114.6	112.2	▲ 2.4
有形固定資産	180.3	177.7	▲ 2.6	退職給付引当金等	10.1	9.1	▲ 1.0
無形固定資産	0.2	0.2	▲ 0.0	その他の負債	8.8	8.4	▲ 0.4
出資金	62.2	66.3	▲ 4.1	<b>負債合計</b>	<b>1,117.2</b>	<b>1,143.1</b>	<b>▲ 25.9</b>
その他の資産	5.8	6.9	▲ 1.1	<b>&lt;資産・負債差額の部&gt;</b>			
				<b>資産・負債差額</b>	<b>▲ 477.0</b>	<b>▲ 490.4</b>	<b>▲ 13.4</b>
<b>資産合計</b>	<b>640.2</b>	<b>652.7</b>	<b>▲ 12.5</b>	<b>負債及び資産・負債差額合計</b>	<b>640.2</b>	<b>652.7</b>	<b>▲ 12.5</b>

## 参考；金融危機への連鎖

- 日本銀行：「基金」等による国債  
買い入れ、量的緩和の実施
- 財務省：国債発行計画見直し
  - ・長期国債の発行を停止する。
  - ・短期国債の発行や日銀からの借  
入等に借換債のデフォルトを回避
- 金融庁：会計制度変更
  - ・非上場の金融機関に対して、時  
価会計を停止



出所：東京財団「財政危機時の政府対応プラン」（2013年7月）



財政危機＋金融危機＝複合危機

## 参考：複合的危機

- 財政危機の契機＝巨大災害（震災等）・経済危機（例：リーマンショック）・・・

⇒復興・景気対策に巨額の政府支出が要請

⇒複合的危機（財政＋震災等）

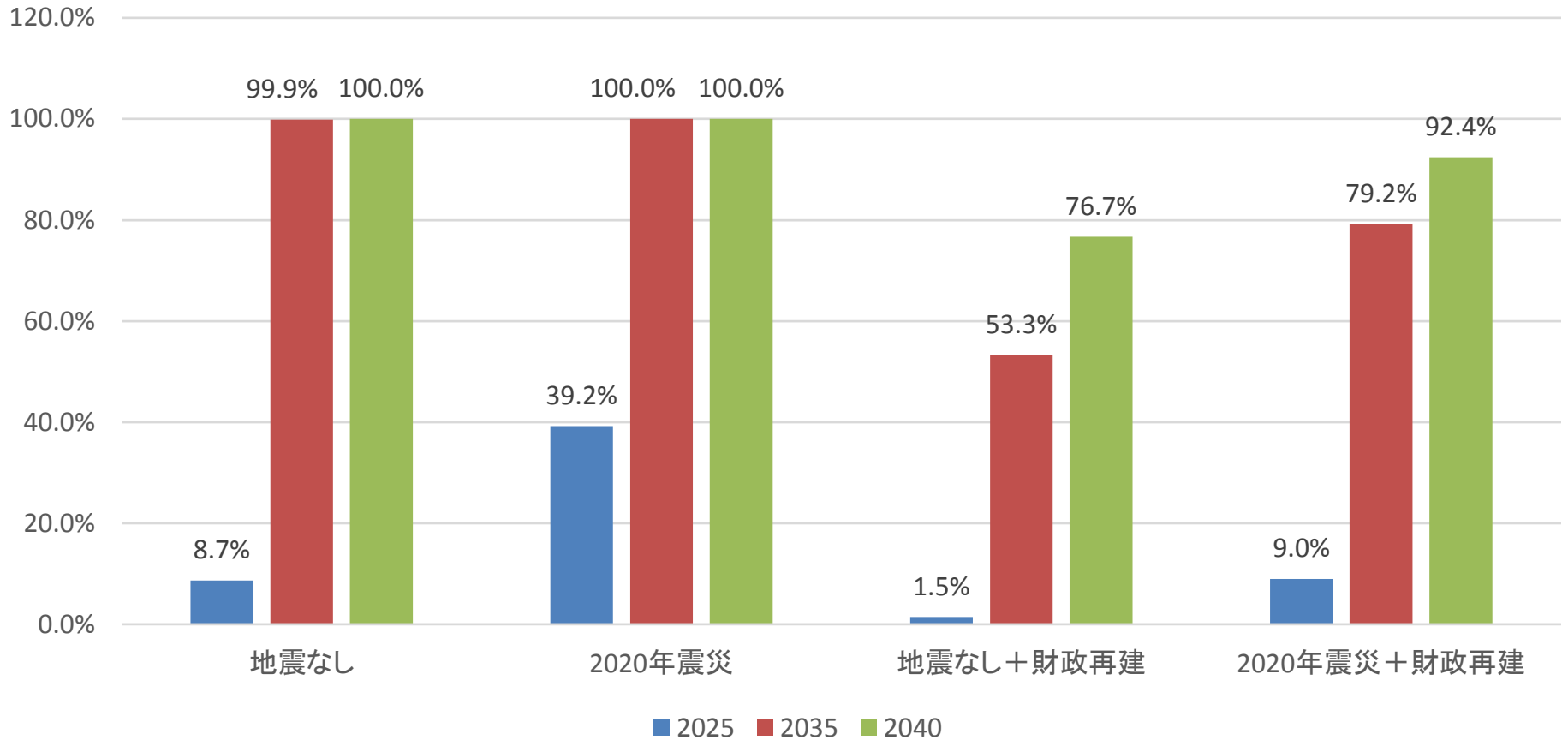
- 国債のオーバーハング
- 既存債務が新規の資金調達＝新規の国債発行を困難に
- 財政危機対応と災害復興は両立できるか？
- 歳出のトリアージ＝災害復興を優先
  - 他の支出は最低限に切り詰め
  - 臨時増税等による資金確保

### ～都心南部直下地震～

○資産等の被害【被災地】	(合計)	47.4兆円
・民間部門		42.4兆円
・準公共部門（電気・ガス・通信、鉄道）		0.2兆円
・公共部門*		4.7兆円
○経済活動への影響【全国】		
・生産・サービス低下に起因するもの		47.9兆円
○合計（資産等の被害＋経済活動への影響）		95.3兆円

出所：中央防災会議

## 財政破綻確率



出所：佐藤・小黒（2015）「首都圏直下地震と財政問題」

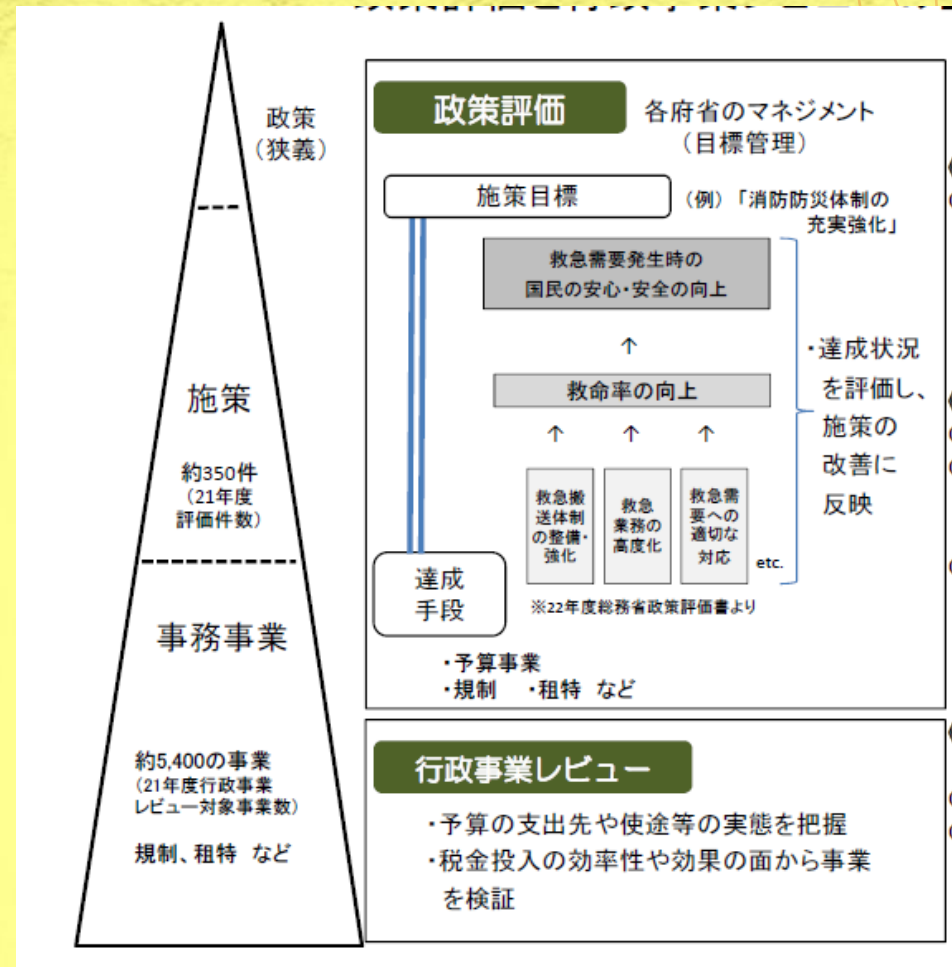
# 顕在化する平時の不備

- 平時の不備＝優先順位が付けられない歳出構造
- ✓ 政策・事務事業評価
- 例；震災復興財源を巡る議論（子ども手当？）

- 非常時＝歳出のトリアージが困難に

留意：

- 財政再建のマクロとミクロ
  - マクロ＝歳出総額の削減
  - ミクロ＝具体的削減項目の決定
- ⇒マクロの要請に応えられないミクロの構造





# 危機後の財政再建

- 財政再建に向けた迅速な工程表の作成＝危機対応＋構造改革  
⇒財政の不透明感の払しょく
- 国民・市場は先見的＝フォワードルッキング
- ✓ 先行きの見えない財政再建は支持を得ない・国民を疲弊
  
- 超党派的取組み＝主要政党の共同責任  
⇒財政再建を政争にしない
- 例：2年間の財政再建大連立内閣
- ✓ 持続可能な財政は全ての党派にとって必須
  
- 財政再建の実質とシグナル
- 実質＝歳出カット・税収増による財政赤字の解消
- ✓ 歳出削減のトリアージ⇒国民の負担
- シグナル＝真摯な政府とそうではない政府の区別
- ✓ 議員の歳費カット・公務員の給与削減等⇒国民からの信認の確保

# 「危機」を「機会」に

- 財政危機を構造改革の機会に . . .
- 予算のPDCAサイクル＝政策評価・事務事業評価に基づく政策・事業の見直しと優先順位付け
- 公会計改革＝発生主義による費用の明確化  
⇒ 財政赤字を作らない体質への転換
- PPP等民間資金・経営手法の活用＝医療等を含む公共サービスを経済コストから付加価値に転換
- 薄く広い課税＝租特等の見直しによる課税ベースの拡大と経済成長を阻害しない税制の確立  
⇒ 成長と財政の両立
- 平時ではできない構造改革を実施
- 留意：（時間を要する）構造改革の実施は危機対応の後
- ✓ 危機対応⇒構造改革

# 財政危機後の時間軸

