

# 説 明 資 料

## (わが国財政の現状等について)

平成31年4月17日

## I. 総論

### 1. 平成財政の総括

振り返れば、平成時代の財政は、長年の懸案とされていた消費税の導入の実現とともに始まった。平成に入って実質的に最初の編成となった平成2年度(1990年度)予算では、15年もの歳月と多大な歳出削減努力を経て、特例公債からの脱却が達成された。

(中略)

今年度末には平成2年度(1990年度)末の5.3倍に当たる883兆円もの公債残高が積み上がり、一般政府債務残高は対GDP比238%に達しようとしている。歴史的にみても、足下の債務残高対GDP比は、先ほど言及した第2次世界大戦末期の水準に匹敵している。

平成という時代は、こうした厳しい財政状況を後世に押し付けてしまう格好となっている。

(中略)

財政にもまた「共有地の悲劇」が当てはまる。現在の世代が「共有地」のように財政資源に安易に依存し、それを自分たちのために費消してしまえば、将来の世代はそのツケを負わされ、財政資源は枯渇してしまう。悲劇の主人公は将来の世代であり、現在の世代は将来の世代に責任を負っているのである。

先人達や、新たな時代そして更にその先の時代の子供達に、平成時代の財政運営をどのように申し開くことができるのであろうか。

(中略)

言うまでもなく、税財政運営の要諦は、国民の受益と負担の均衡を図ることにある。他方で、誰しも、受け取る便益はできるだけ大きく、被る負担はできるだけ小さくしたいと考えるがゆえに、税財政運営は常に受益の拡大と負担の軽減・先送りを求めるフリーライダーの圧力に晒される。平成という時代は、人口・社会構造が大きく変化する中で、国・地方を通じ、受益と負担の乖離が徒に拡大し、税財政運営がこうした歪んだ圧力に抗いきれなかった時代と評価せざるを得ない。

(中略)

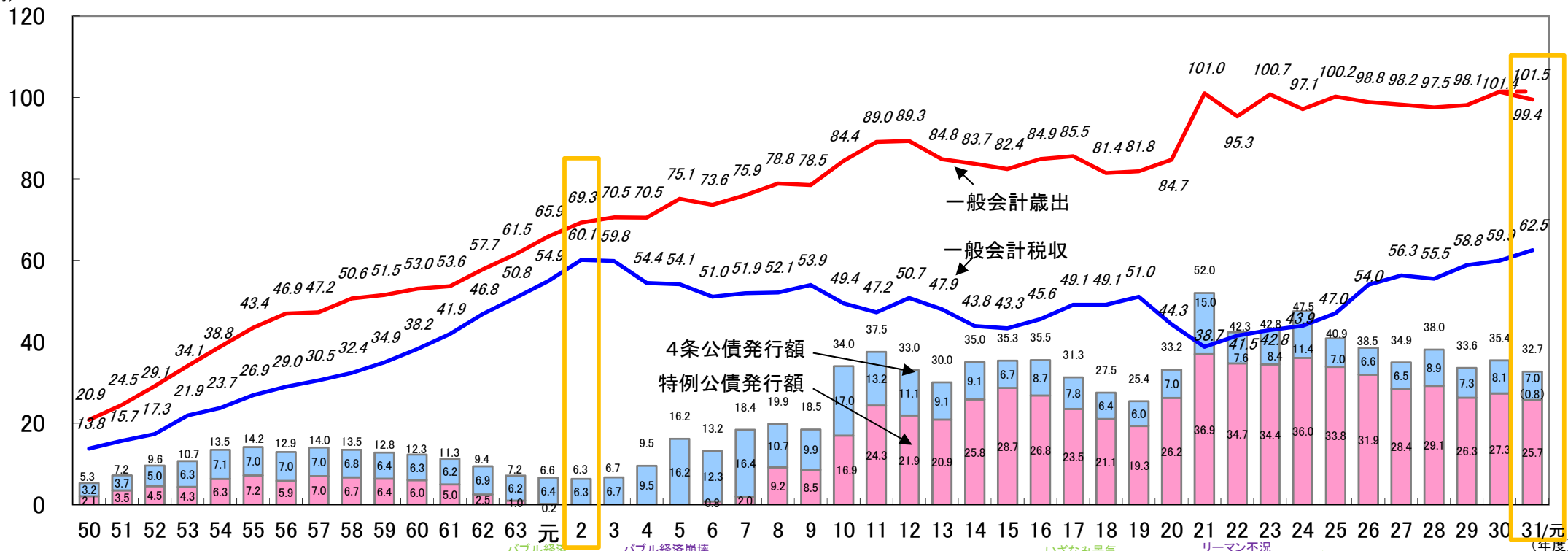
新たな時代においては、財政健全化どころか一段と財政を悪化させてしまった平成という時代における過ちを二度と繰り返すことがあってはならず、手をこまねくことは許されない。

# 一般会計における歳出・歳入の状況

平成の財政

○ 歳出と歳入の差額は、特例公債脱却を達成した平成2年度以降、拡大傾向を続けている。

(兆円)



55年度特例公債脱却目標設定

59年度特例公債脱却目標設定  
第二次石油危機

65年度特例公債脱却目標設定  
マイナース・シーリング  
ゼロ・シーリング

日本電気公社・日本専売公社民営化

基礎年金制度導入

日本国有鉄道民営化

消費税法成立

消費税率導入(3%)

臨時特別公債発行(湾岸戦争への対応)

阪神・淡路大震災  
減税特例公債発行(8年度)

所得税減税(税率引き下げ)

消費税率3%→5%

財政構造改革法成立  
消費税率3%→5%

所得税減税(税率引き下げ)

消費税率3%→5%

所得税減税(税率引き下げ)

消費税率3%→5%

所得税減税(税率引き下げ)

消費税率3%→5%

所得税減税(税率引き下げ)

消費税率3%→5%

所得税減税(税率引き下げ)

消費税率3%→5%

所得税減税(税率引き下げ)

消費税率3%→5%

所得税減税(税率引き下げ)

消費税率3%→5%

所得税減税(税率引き下げ)

消費税率3%→5%

所得税減税(税率引き下げ)

消費税率3%→5%

所得税減税(税率引き下げ)

消費税率3%→5%

所得税減税(税率引き下げ)

消費税率3%→5%

所得税減税(税率引き下げ)

(注1) 平成29年度までは決算、平成30年度は第2次補正後予算、平成31年度(令和元年度)は予算による。

(注2) 公債発行額は、平成2年度は湾岸地域における平和回復活動を支援する財源を調達するための臨時特別公債、平成6～8年度は消費税率3%から5%への引上げに先行して行った減税による租税収入の減少を補うための減税特例公債、平成23年度は東日本大震災からの復興のために実施する施策の財源を調達するための復興債、平成24年度及び25年度は基礎年金国庫負担2分の1を実現する財源を調達するための年金特例公債を除いている。

(注3) 平成31年度(令和元年度)の計数は、一般会計歳出については、点線が臨時・特別の措置に係る計数を含んだもの、実線が臨時・特別の措置に係る計数を除いたもの。また、公債発行額については、総額は臨時・特別の措置分も含めた計数、( )内は臨時・特別の措置に係る建設公債発行額。

# これまでの財政健全化目標等の変遷

平成の財政

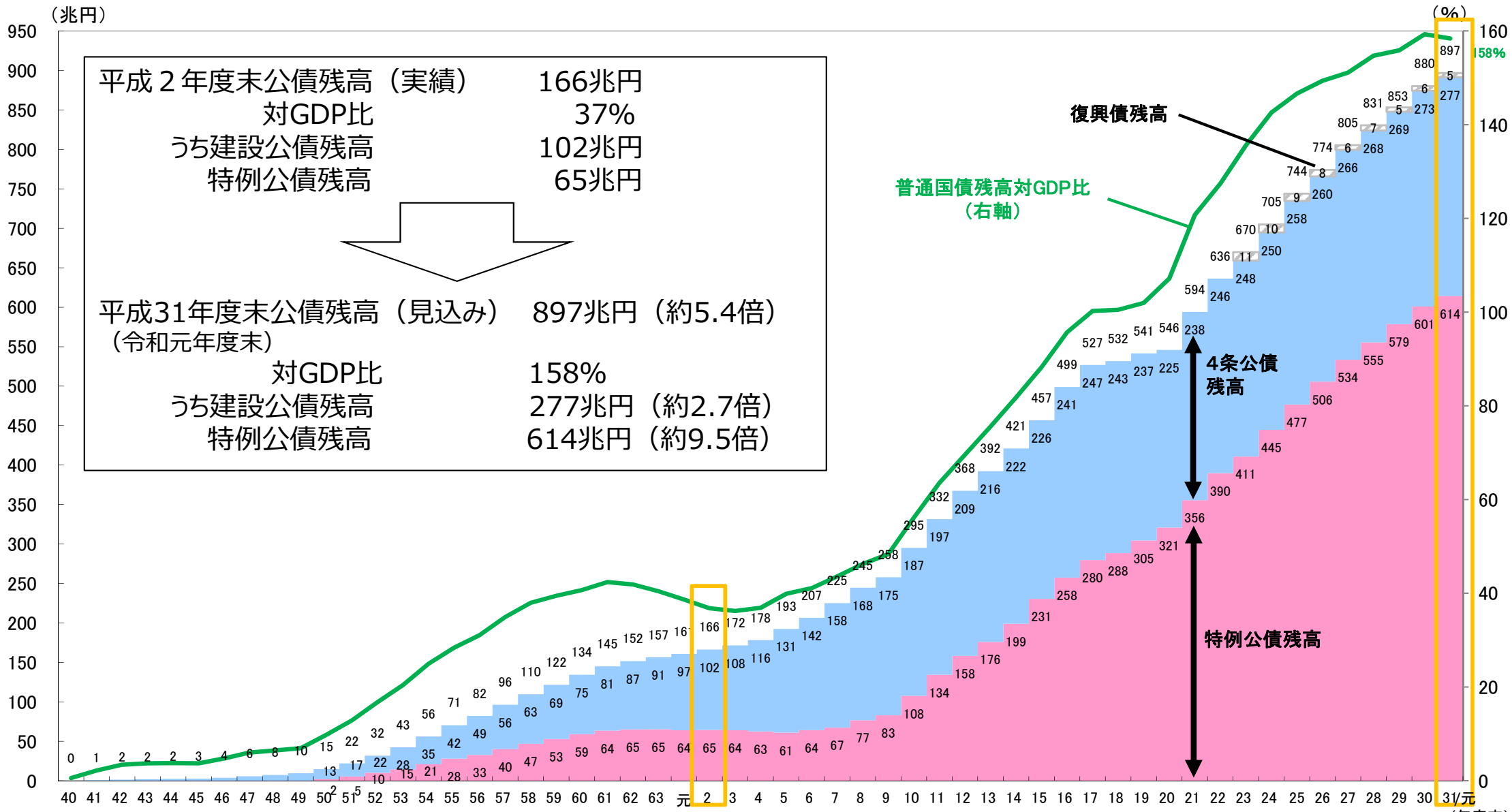
- 昭和51年以降は「特例公債脱却」を掲げ、平成2年度予算において達成。しかし、阪神・淡路大震災への対応に係る平成6年度補正予算において特例公債が発行され、以降、特例公債の発行が続いている。
- その後、平成9年の「財政構造改革法」により、平成15年度以降の特例公債脱却が目指されたが、アジア通貨危機の発生や 国内金融機関の破たん等による景気低迷を受け、平成10年の停止法により凍結されるに至っている。
- 以降、財政健全化目標(フロー)は、「特例公債脱却」から「国・地方を合わせたプライマリーバランスの黒字化」に転換され、目標達成が目指されてきた。

昭和51年 5月14日	昭和50年代前期経済計画 (閣議決定)	特例公債脱却	昭和55年度までのできるだけ早期に特例公債に依存しない財政に復帰する。
昭和54年 9月3日	第88回臨時国会における 大平内閣総理大臣所信表明 演説		昭和59年度までに特例公債依存から脱却することを基本的な目標として、財政の公債依存体質を改善する。
昭和58年 8月12日	1980年代経済社会の展望と 指針(閣議決定)		昭和65年度(平成2年度)までに特例公債依存体質からの脱却と公債依存度の引下げに努め、財政の対応力の改善を図る。
平成9年 12月5日	財政構造改革の推進に関する 特別措置法(平成10年6月5 日改正、同年12月18日停止)	国・地方PBの 黒字化	平成15年度(改正後:17年度)までに国及び地方公共団体の財政赤字の対国内総生産比100分の3以下とする。一般会計の歳出は平成15年度(改正後:17年度)までに特例公債に係る収入以外の歳入をもってその財源とするものとする。
平成14年 6月25日	経済財政運営と構造改革に関 する基本方針2002(閣議決定)		2010年代初頭に国と地方を合わせたプライマリーバランスを黒字化させることを目指す。
平成18年 7月7日	経済財政運営と構造改革に関 する基本方針2006(閣議決定)		① 2011年度(平成23年度)には国・地方の基礎的財政収支を確実に黒字化する。 ② 基礎的財政収支の黒字化を達成した後も、債務残高GDP比の発散を止め、安定的に引き下げを確保する。
平成21年 6月23日	経済財政改革の基本方針 2009(閣議決定)		今後10年以内に国・地方のプライマリー・バランス黒字化の確実な達成を目指す。まずは、5年を待たずに国・地方のプライマリー・バランス赤字(景気対策によるものを除く)の対GDP比を少なくとも半減させることを目指す。
平成22年 6月22日	財政運営戦略(閣議決定)		① 国・地方及び国単独の基礎的財政収支について、遅くとも2015年度(平成27年度)までにその赤字の対GDP比を2010年度(平成22年度)の水準から半減し、遅くとも2020年度(平成32年度)までに黒字化することを目標とする。 ② 2021年度(平成33年度)以降において、国・地方の公債等残高の対GDP比を安定的に低下させる。
平成25年 8月8日	当面の財政健全化に向けた 取組等について 一中期財政 計画一(閣議了解)		国・地方を合わせた基礎的財政収支について、2015年度(平成27年度)までに2010年度(平成22年度)に比べ赤字の対GDP比を半減、2020年度(平成32年度)までに黒字化、その後の債務残高/GDP比の安定的な引下げを目指す。
平成27年 6月30日	経済財政運営と改革の基本 方針2015(閣議決定)		国・地方を合わせた基礎的財政収支について、2020年度(平成32年度)までに黒字化、その後の債務残高/GDP比の安定的な引下げを目指す。
平成30年 6月15日	経済財政運営と改革の基本 方針2018(閣議決定)		経済財政と財政健全化に着実に取り組み、2025年度の国・地方を合わせたPB黒字化を目指す。 同時に債務残高/GDP比の安定的な引下げを目指すことを堅持する。

# 公債残高の累増

平成の財政

○ 公債残高は、累増の一途を辿っている。



(注1) 公債残高は各年度の3月末現在額。ただし、平成30年度末は第2次補正後予算案、平成31年度（令和元年度）末は政府案に基づく見込み。

(注2) 特例公債残高は、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、臨時特別公債、減税特例公債及び年金特例公債を含む。

(注3) 東日本大震災からの復興のために実施する施策に必要な財源として発行される復興債（平成23年度は一般会計において、平成24年度以降は東日本大震災復興特別会計において負担）を公債残高に含めている（平成23年度末：10.7兆円、平成24年度末：10.3兆円、平成25年度末：9.0兆円、平成26年度末：8.3兆円、平成27年度末：5.9兆円、平成28年度末：6.7兆円、平成29年度末：5.5兆円、平成30年度末：6.0兆円、平成31年度（令和元年度）末：5.4兆円）。

(注4) 平成31年度（令和元年度）末の翌年度借換のための前倒償還限度額を除いた見込額は844兆円程度。



# 国及び地方の長期債務残高

平成の財政

○ 普通国債残高以外にも借入金や地方債務残高などの長期債務が存在。これらを国・地方の双方について集計した「国及び地方の長期債務残高」は、平成31年度（令和元年度）末に1,122兆円（対GDP比198%）に達する見込み。

（単位：兆円）

	平成2年度末 (1990年度末) ＜実績＞	平成10年度末 (1998年度末) ＜実績＞	平成15年度末 (2003年度末) ＜実績＞	平成21年度末 (2009年度末) ＜実績＞	平成22年度末 (2010年度末) ＜実績＞	平成23年度末 (2011年度末) ＜実績＞	平成24年度末 (2012年度末) ＜実績＞	平成25年度末 (2013年度末) ＜実績＞	平成26年度末 (2014年度末) ＜実績＞	平成27年度末 (2015年度末) ＜実績＞	平成28年度末 (2016年度末) ＜実績＞	平成29年度末 (2017年度末) ＜実績＞	平成30年度末 (2018年度末) ＜実績見込＞	平成31年度 (令和元年度)末 (2019年度末) ＜政府案＞
国	199 (197)	390 (387)	493 (484)	621 (613)	662 (645)	694 (685)	731 (720)	770 (747)	800 (772)	834 (792)	859 (815)	881 (832)	909 (854)	928 (875)
普通国債 残高	166 (165)	295 (293)	457 (448)	594 (586)	636 (619)	670 (660)	705 (694)	744 (721)	774 (746)	805 (764)	831 (786)	853 (805)	880 (825)	897 (844)
対GDP比	37% (37%)	56% (56%)	88% (87%)	121% (119%)	127% (124%)	136% (134%)	143% (140%)	147% (142%)	149% (144%)	151% (143%)	155% (147%)	156% (147%)	159% (149%)	158% (149%)
地方	67	163	198	199	200	200	201	201	201	199	197	196	196	194
対GDP比	15%	31%	38%	40%	40%	41%	41%	40%	39%	37%	37%	36%	35%	34%
国・地方 合計	266 (264)	553 (550)	692 (683)	820 (812)	862 (845)	895 (885)	932 (921)	972 (949)	1001 (972)	1033 (991)	1056 (1012)	1077 (1028)	1105 (1050)	1122 (1069)
対GDP比	59% (59%)	105% (105%)	134% (132%)	167% (165%)	173% (169%)	181% (179%)	189% (186%)	192% (187%)	193% (188%)	194% (186%)	197% (189%)	197% (188%)	200% (190%)	198% (189%)

（注1）GDPは、平成29年度までは実績値、平成30年度及び平成31年度（令和元年度）は政府見通しによる。

（注2）債務残高は、平成29年度までは実績値。平成30年度については、国は2次補正後予算に基づく見込み、地方は1次補正後地方債計画等に基づく見込み。

（注3）東日本大震災からの復興のために実施する施策に必要な財源として発行される復興債（平成23年度は一般会計において、平成24年度以降は東日本大震災復興特別会計において負担。平成23年度末：10.7兆円、平成24年度末：10.3兆円、平成25年度末：9.0兆円、平成26年度末：8.3兆円、平成27年度末：5.9兆円、平成28年度末：6.7兆円、平成29年度末：5.5兆円、平成30年度末：6.0兆円、平成31年度（令和元年度）末：5.4兆円）及び、基礎年金国庫負担2分の1を実現する財源を調達するための年金特例公債（平成24年度末：2.6兆円、平成25年度末：5.2兆円、平成26年度末：4.9兆円、平成27年度末：4.6兆円、平成28年度末：4.4兆円、平成29年度末：4.1兆円、平成30年度末：3.9兆円、平成31年度（令和元年度）末：3.6兆円）を普通国債残高に含めている。

（注4）平成29年度末までの（ ）内の値は翌年度借換のための前倒債発行額を除いた計数。平成30年度末、平成31年度（令和元年度）末の（ ）内の値は、翌年度借換のための前倒債限度額を除いた計数。

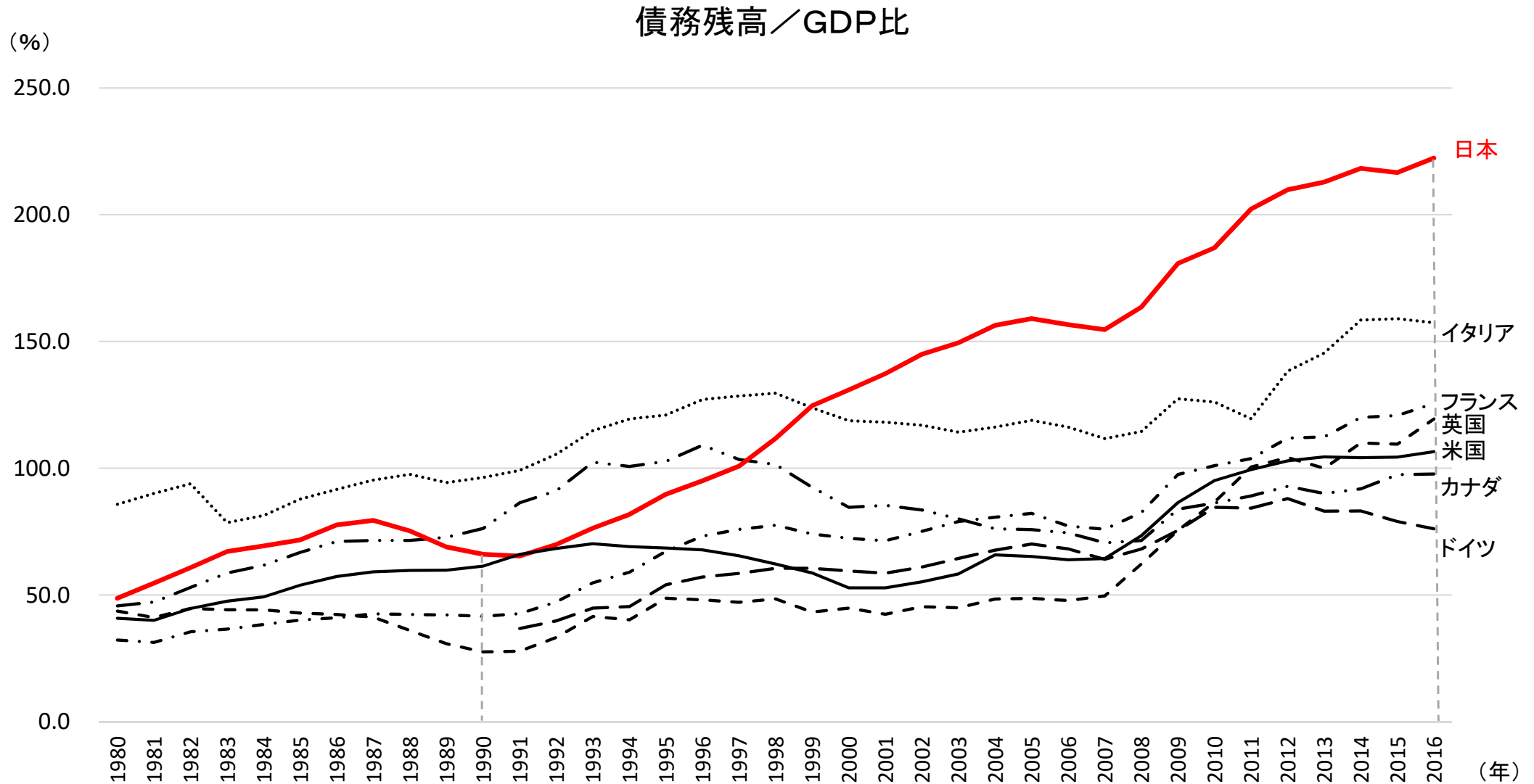
（注5）交付税及び譲与税配付金特別会計の借入金については、その償還の負担分に応じて、国と地方に分割して計上している。なお、平成19年度初をもってそれまでの国負担分借入金残高の全額を一般会計に承継したため、平成19年度末以降の同特会の借入金残高は全額地方負担分（平成31年度（令和元年度）末で31兆円程度）である。

（注6）このほか、平成31年度（令和元年度）末の財政投融资特別会計国債残高は92兆円程度。

# 債務残高／GDP比の推移（国際比較）

平成の財政

○ 債務残高／GDP比は、平成2年末は60%台でありイギリス・フランス・米国を上回るも、イタリア・カナダを下回る水準であった。足下では230%台であり、他のG7諸国よりも極めて高い水準となっている。



(出典) OECD「Economic Outlook104」

(注) データはいずれも一般政府ベース。

# 債務残高／GDP比の国際比較

ストック

○ 一般政府(中央政府、地方政府及び社会保障基金)の債務残高／GDP比は、他のG7諸国のみならず、世界的に見ても最も高い水準。

< 全世界における順位(188ヶ国中) >

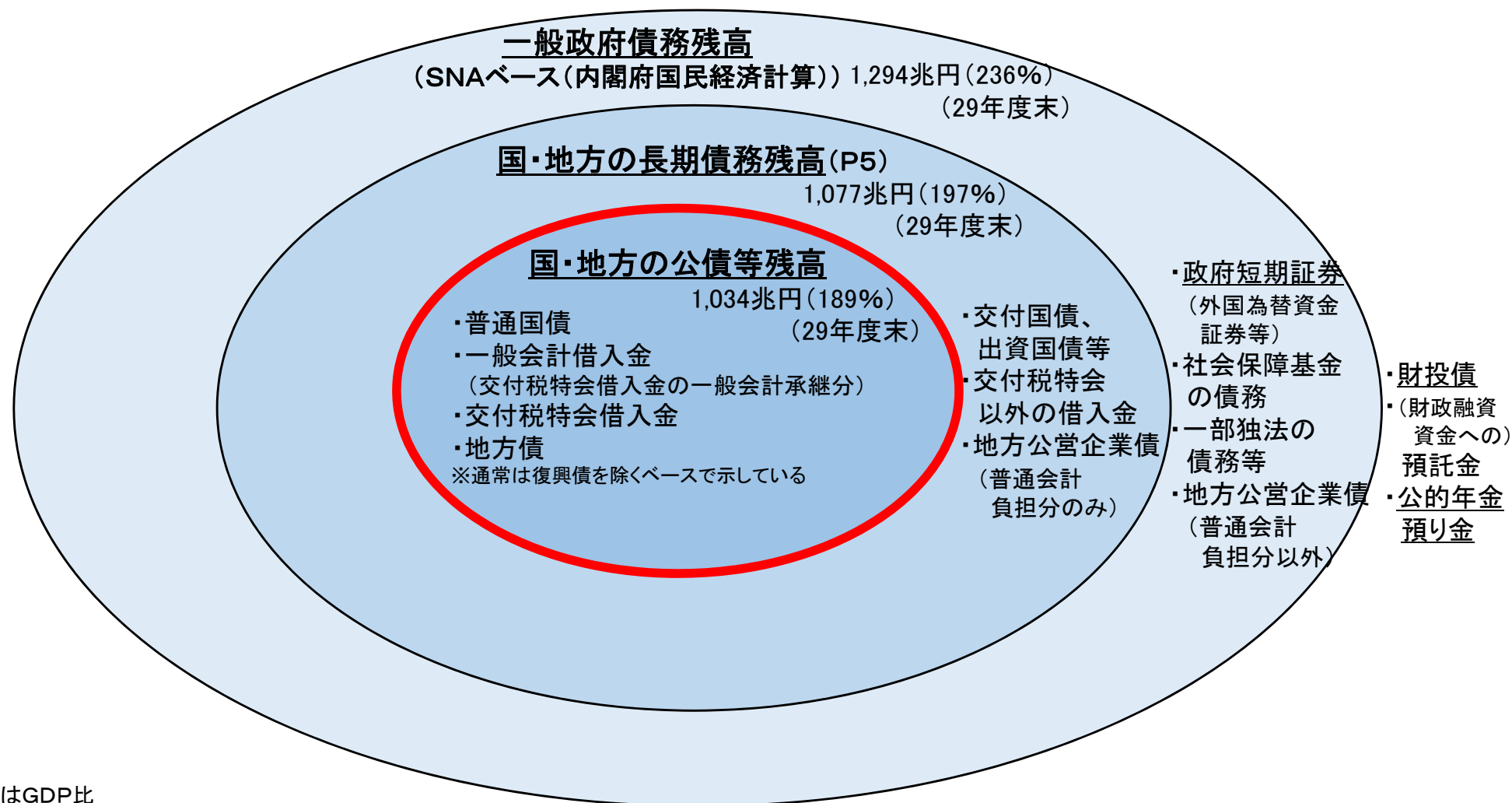
1	マカオ	0%	135	ドイツ	67.9%
2	香港	0.1%			
3	ブルネイ・ダルサラーム	3.0%			
	⋮				
12	ロシア	16.1%	149	ブラジル	78.4%
	⋮		151	スリランカ	79.6%
33	トルコ	28.3%			
	⋮		163	英国	87.9%
			164	カナダ	91.1%
	⋮				
38	ベネズエラ	31.3%	168	フランス	96.6%
	⋮				
68	韓国	39.9%	176	米国	106.8%
	⋮				
79	中国	44.2%	182	ポルトガル	129.9%
	⋮		183	イタリア	132.0%
	⋮				
			187	ギリシャ	183.5%
109	アルゼンチン	55.0%	188	日本	235.6%

(出典)IMF “World Economic Outlook”(2018年10月)

(注1)数値は2016年の値。(注2)数値は一般政府(中央政府、地方政府、社会保障基金合わせたもの)ベース。



- わが国の財政健全化に当たっては、一般的な政策経費から発生し、将来の利払・償還財源が主として税財源により賄われている長期債務のみの残高(国・地方の公債等残高)をメルクマールとしている。(平成29年度末:1,034兆円(対GDP比189%))
- P6やP7で示した一般政府債務残高は、国際比較に資するため、世界共通の基準(SNA)に基づき、中央政府、地方政府及び社会保障基金の総債務を集計したものであり、上記の「国・地方の公債等残高」より広範な概念。
- 「国・地方の公債等残高」に含まれない債務としては、年金積立金を見合いの資産とする公的年金預り金、外貨証券を見合いの資産とする外国為替資金証券(政府短期証券)、財政融資資金貸付金を見合いの資産とする財投債などがある。これらの資産の評価や処分の適否等を巡る議論は、上記の財政健全化とは直接関係しない。



- 国は、企業会計の考え方及び手法を参考に、貸借対照表を作成・公表し、毎年度、国全体の資産を分かりやすく公表している。
- P8のとおり、「国・地方の公債等残高」に含まれない債務（公的年金預り金、財投債など）の見合資産は、財政健全化と直接関係しない。
- 国が公表している2017年度末の政府の資産・負債差額568兆円は特例公債残高に概ね相当。「国・地方の公債等残高」1,034兆円を568兆円に置き換えて評価することは、特例国債残高以外の債務、とりわけ地方の債務を捨象することになるため、不適当。
- 建設公債等と対比される政府が保有する有形固定資産は、経済的便益（キャッシュ・フロー）の流入をもたらさないものが大半。市場での売却可能性がないか、あっても財政危機時における価値下落の可能性等に留意する必要性。

国の貸借対照表（平成29年度末）

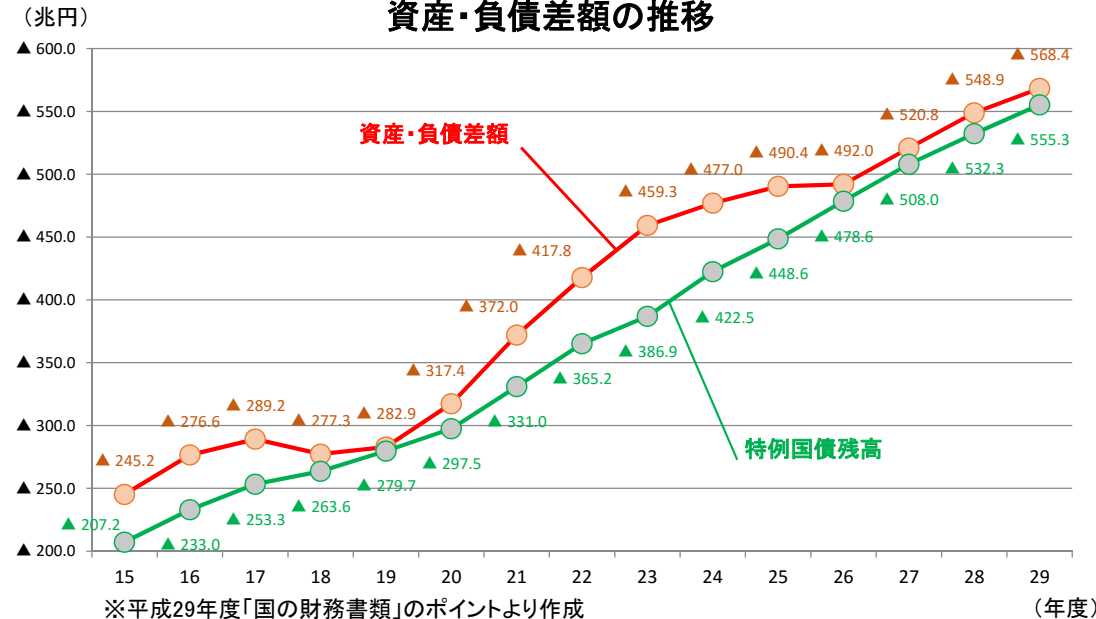
資産合計 670.5兆円

負債合計 1,238.9兆円

<b>有価証券</b> 118.5兆円（17.7%） うち外貨証券 116.2兆円	対応関係	<b>政府短期証券</b> 77.0兆円（6.2%） 外国為替資金証券 75.7兆円 その他 1.3兆円
<b>貸付金</b> 112.8兆円（16.8%） うち財政融資資金貸付金 101.3兆円		
<b>運用寄託金</b> 111.5兆円（16.6%）		
<b>現金・預金</b> 47.9兆円（7.1%）		
<b>有形固定資産</b> 182.5兆円（27.2%） 公共用財産 150.3兆円 国有財産 30.3兆円 物品等 1.9兆円	対応関係	<b>公債</b> 966.9兆円（78.0%） 建設国債 274.6兆円 特例国債 555.3兆円 財投債 94.5兆円 その他 42.7兆円 内部保有 ▲0.3兆円
<b>出資金</b> 74.8兆円（11.2%）		<b>借入金</b> 31.4兆円（2.5%）
<b>その他</b> 22.6兆円（3.4%）		預託金 6.5兆円（0.5%） 公的年金預り金 120.1兆円（9.7%） その他 36.9兆円（3.0%）
<b>資産・負債差額</b> <b>▲568.4兆円</b>		

※平成29年度「国の財務書類」のポイントより作成

資産・負債差額の推移



国・地方の公債等残高（平成29年度末）の内訳

（単位：兆円）

普通国債	848
建設国債	269
特例国債	579
一般会計借入金	11
交付税特会借入金	32
地方債	143
合計	1,034

（注）本表の特例国債残高は、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、臨時特別国債、減税特例国債及び年金特例国債を含む。（上記グラフ555兆円との差額に相当。）

- 国のB／S上の資産を評価する際の留意点(P9参照)や、総債務ベースで評価することの重要性については、IMFやOECDのレポートにおいても述べられている。

### ○IMF「Fiscal Monitor(2018年10月)」

- ・ バランスシート上の資産を評価することは、高い水準の公的債務に起因する脆弱性を否定するものではない。資産の多くは流動性に乏しいか、または市場性がなく、短期的な資金調達や赤字補填に適うものではない。資産の評価価値は債務よりも変動が大きく、景気循環と強く連動するおそれがある。これは、資金調達需要が最も差し迫ったような状況においては、資産価値もどん底まで落ちている可能性があることを意味する。したがって、総債務や財政赤字、資金調達需要を評価することが、財政政策にとって重要であることに変わりはない。
- ・ 非金融資産は、建造物やインフラ、土地などである。これらの多くは公的な資本ストックであり、経済的・社会的な成果を導く上で不可欠な役割を担うものである。一方で、これらは概して流動性に乏しく市場性もないか、または中長期的に見た場合にのみ市場性を有するにすぎない(例：民営化)。
- ・ 金融資産は、しばしば市場性があり、相対的に流動性があるが、公的企業が保有する直接貸付金や非上場株式はその例外であり、評価の信頼性に乏しいときもある。

### ○OECD「対日経済審査報告書(平成27年4月15日公表)」

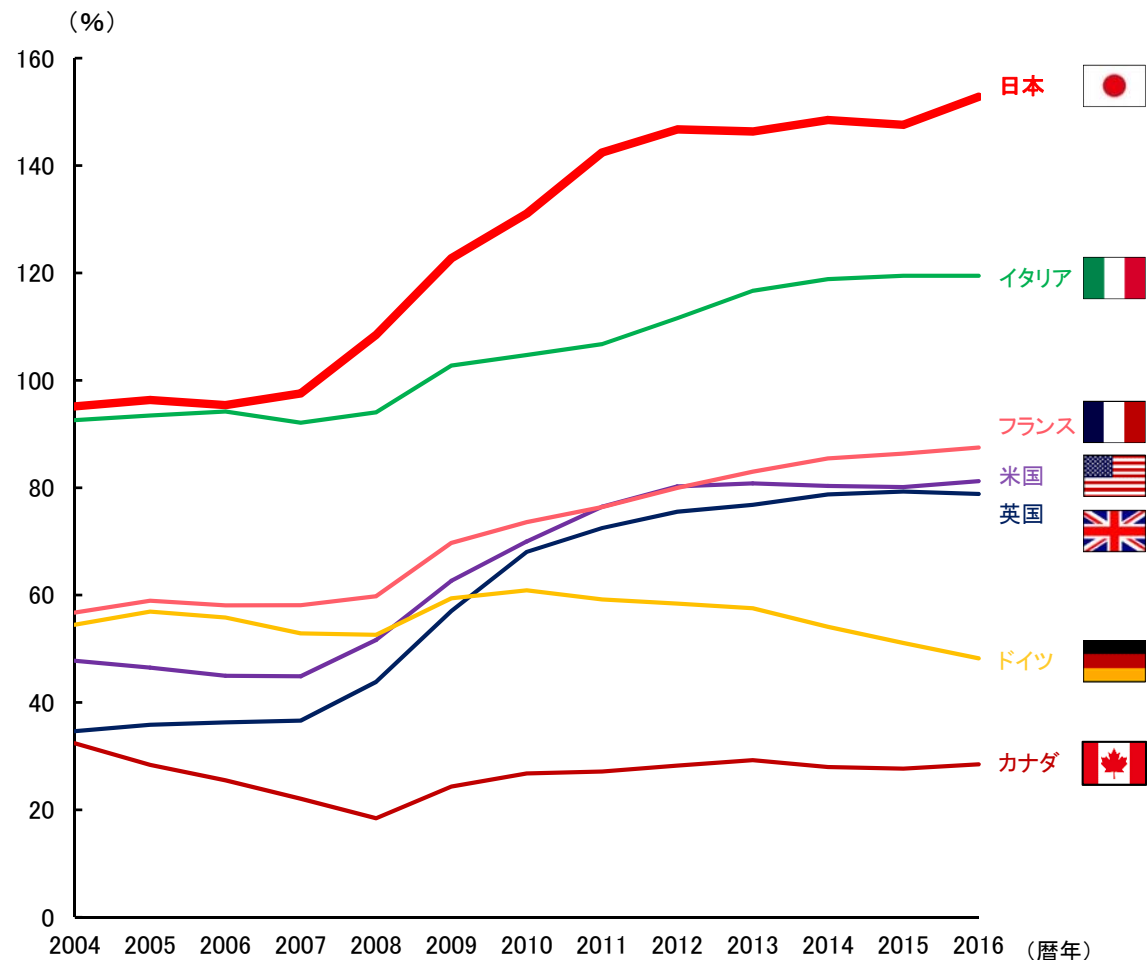
- ・ 政府資産が大きく蓄積していることは念頭に置いておく必要があるものの、公的部門の現状を概してみるためには、総債務残高が最もよい手法であると思われる。
- ・ 道路や公共施設などの有形固定資産は政府資産の4分の1以上であり、これらは有事の際の現金化は容易ではない。

○ 純債務残高とは、政府の総債務残高(P7の一般政府ベース)から、有形固定資産等と比較して相対的に流動性があるとされる金融資産を差し引いたもの。わが国は、純債務残高で見ても、他のG7諸国のみならず、世界で最も高い水準。

## < 全世界における順位(89ヶ国中) >

1	ノルウェー	▲85.2%	53	ドイツ	48.2%
2	オマーン	▲28.5%		...	
3	カザフスタン	▲23.8%	74	英国	78.8%
	...			...	
	...		76	米国	81.2%
16	韓国	11.8%		...	
	...		78	フランス	87.5%
25	トルコ	23.4%		...	
	...		84	ポルトガル	113.1%
31	カナダ	28.5%	85	イタリア	119.5%
	...			...	
50	ブラジル	46.2%	89	日本	152.8%
	...				

## < 主要先進国の推移 >



(出典)IMF “World Economic Outlook”(2018年10月)

(注1) 数値は2016年の値。

(注2) 数値は一般政府(中央政府、地方政府、社会保障基金合わせたもの)ベース。

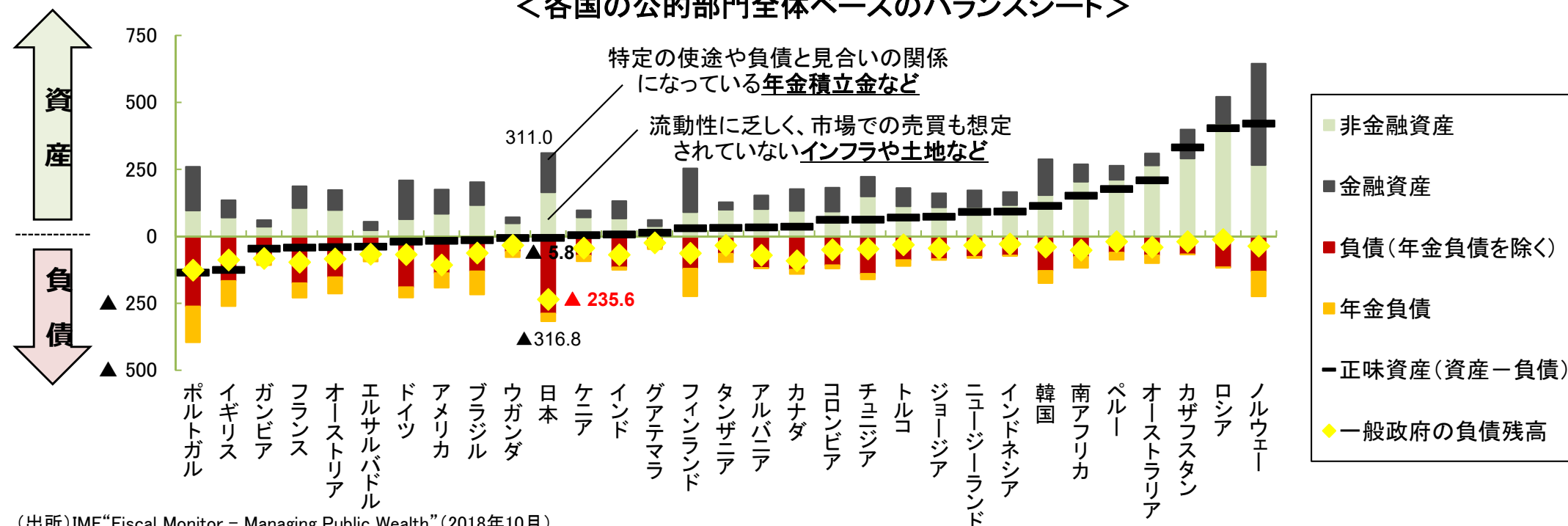
(注3) 純債務残高におけるマイナス(▲)は、資産超過を意味する。

(出典)IMF “World Economic Outlook Database”(2018年10月)

(注) 数値は一般政府(中央政府、地方政府、社会保障基金合わせたもの)ベース。

- IMFが年2回公表している「財政モニター(Fiscal Monitor)」は、IMFが、各国財政を持続可能な基盤に乗せるという観点から、毎回異なるテーマで報告を行うもの。2018年10月公表の報告書は各国の資産・負債分析をテーマとしており、31カ国の非金融資産も含めた資産・負債残高等について、中央銀行等も含めた公的部門全体ベースで分析。
- 本報告書のグラフ(以下参照)中では、わが国のネット負債(負債－資産)は、対GDP比でおおよそ±0%(▲5.8%)となっているが、
  - ・ 本報告書の本文中にわが国の財政に関する特段の記述はないこと(日本の財政状況の分析等がこの報告書の主な目的ではないこと)
  - ・ このグラフでは、ドイツより日本の順位が高く、さらに財政危機を経験したトルコやロシアが全体の上位であるという(一般に受け入れられている評価とは異なる)姿になっていること
 に留意する必要。
- なお、IMFのわが国財政に対する公式の見解とも言うべき対日4条協議審査報告書(2018年11月)においては、「公的債務は依然として持続可能な道筋に戻っていない」、「財政健全化は消費税率を少なくとも15%まで段階的に引き上げることを中心に進めるべき」と明記されている。
- 本報告書の位置づけについては、今後、更にIMFと議論・確認を行う予定。

<各国の公的部門全体ベースのバランスシート>



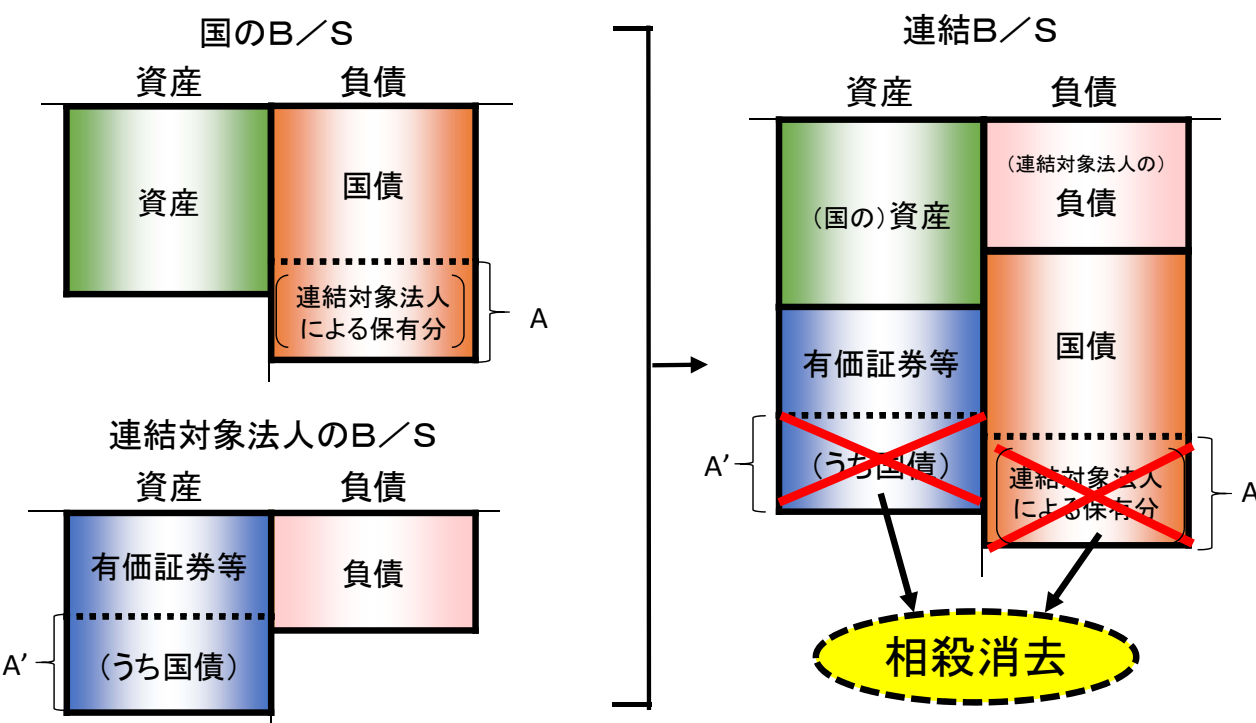


# 日本銀行の国債保有について

- 政府と日本銀行を統合して考えれば政府の負債(国債)と日本銀行が保有する資産(国債)が相殺されるとの指摘があるが、仮に政府と日本銀行のB/Sを統合したとしても、日銀の保有する国債の額だけ政府の債務が見かけ上減少するだけであり、当座預金等の日銀の債務が負債に計上されるため、負債超過の状態は変わらない。
- なお、日銀の当座預金には現在も利払(平成29年度:1,836億円)が発生しており、付利の状況は金融政策の判断次第。政府と日本銀行を統合してみた場合、長期固定金利の国債が当座預金に交換されるため、むしろ債務の満期限の短縮化(金利変動に対する脆弱化)をもたらしているとの指摘もある。

## B/Sの連結について

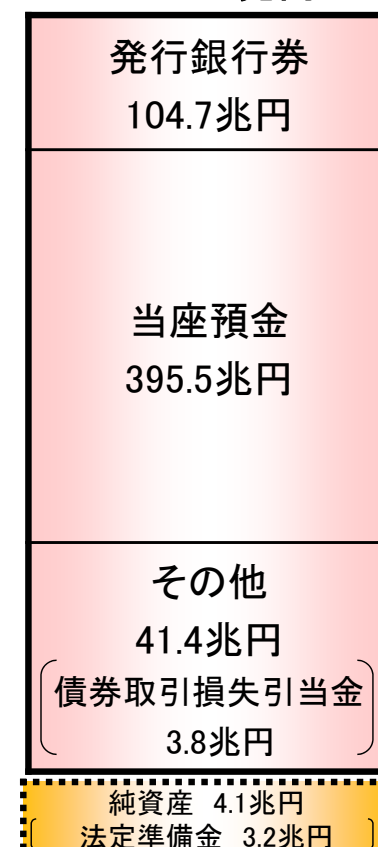
- 国と連結対象法人を連結すると、財務書類作成上の手続として、
  - ・ 国に負債計上された、連結対象法人が保有する分の国債(A)と
  - ・ 連結対象法人に資産計上された、当該法人が保有する国債(A')
 が相殺消去され、下図のように連結B/Sでは国債(負債)の額はその分(A)減少。
- しかしその一方で、連結B/Sには連結対象法人の保有している負債( )が付け加わる。



## 日本銀行のB/S (2018年度上半期末時点)

資産合計  
545.7兆円

負債及び純資産合計  
545.7兆円

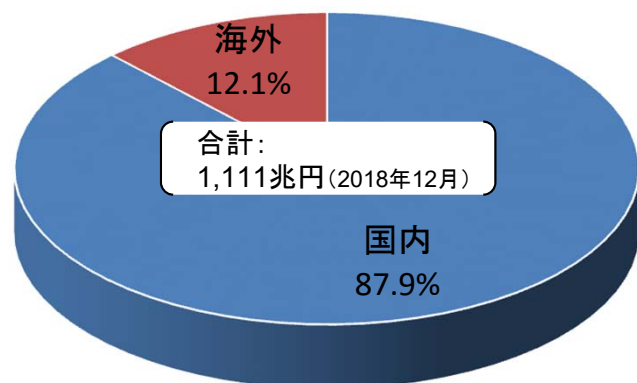


(注) 日銀は、国の財務書類における連結の対象外。



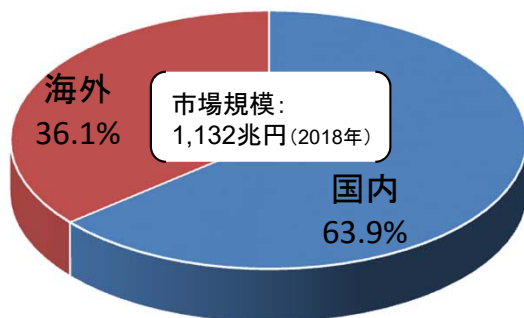
- 内国債は、国民が貸し手であるため、将来世代への負担の転嫁は生じないとの指摘があるが、グローバル化が進んだ現代の国債市場では、妥当する余地が限られていく議論。
- 実際、グローバル化が進展し、国際的な金融取引が増加する中、海外投資家の国債保有割合は上昇している。
- 海外投資家は、売買を積極的に行うことから、国債流通市場でのプレゼンスは高まっており、海外投資家からの財政への信認を確保する必要性が一層増している。

## ① 海外投資家の国債保有割合

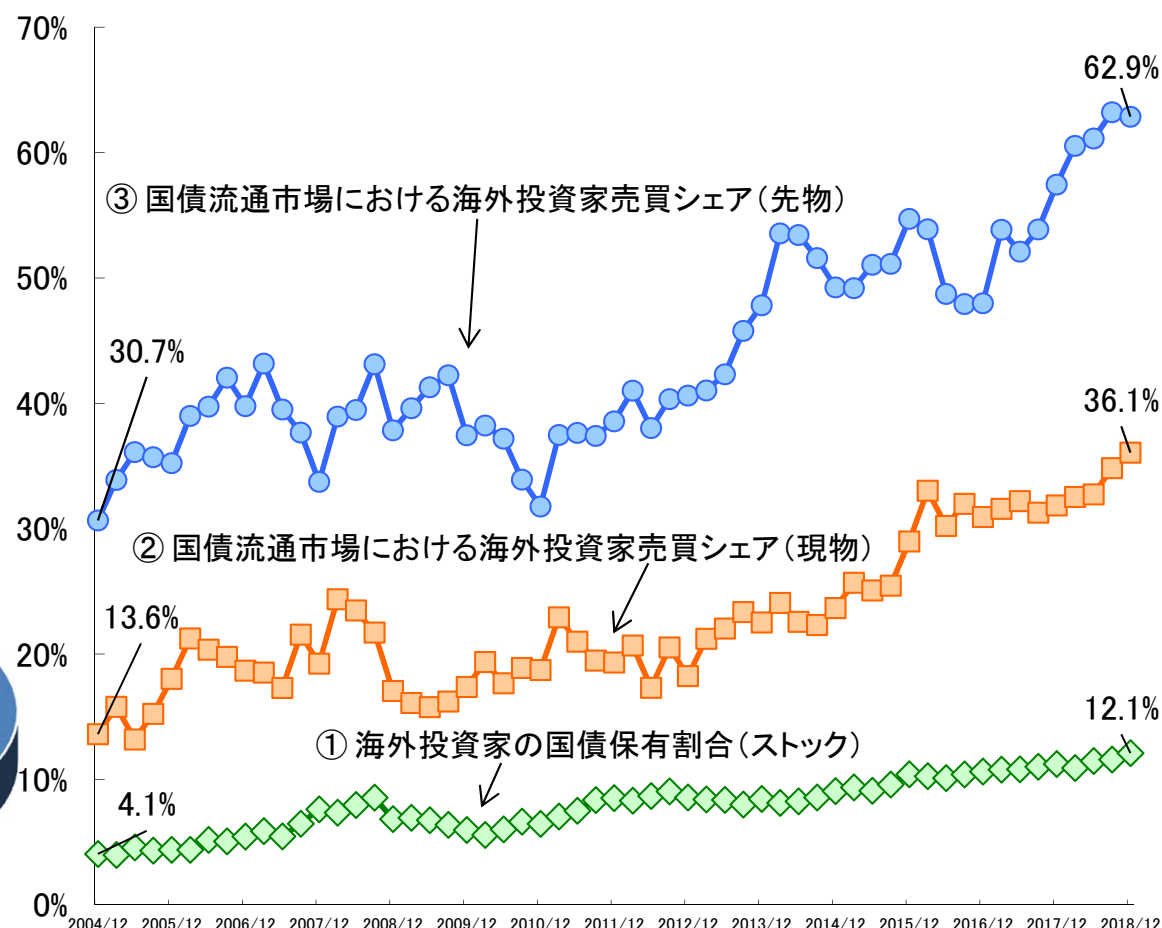
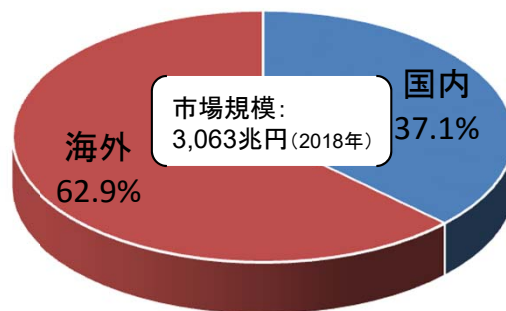


## 国債流通市場における海外投資家売買シェア

### 【② 現物】



### 【③ 先物】



(注1) 国庫短期証券(T-Bill)を含む。②現物は債券ディーラー分を除いた計数。

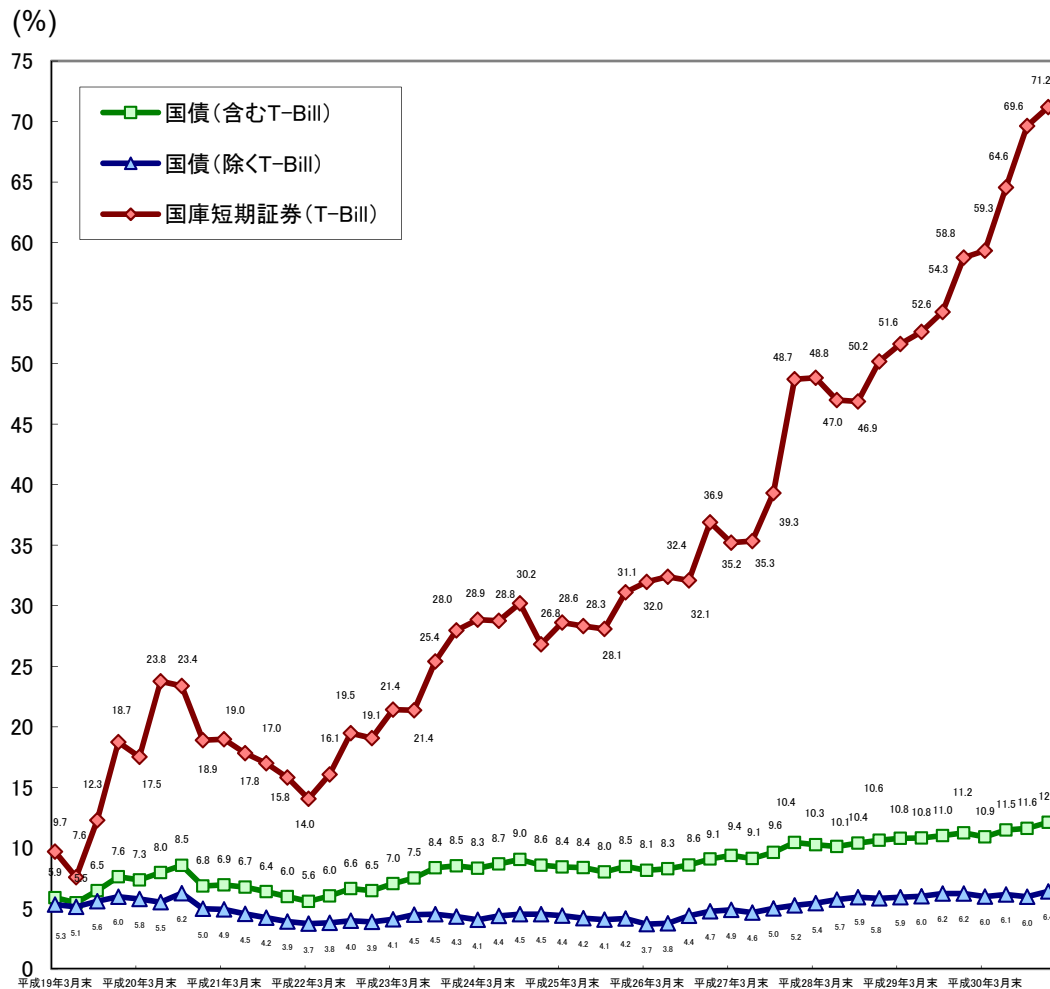
(注2) 海外投資家の国債保有割合(左図)は、2018年12月時点における割合であり、国債流通市場における海外投資家売買シェア(左図)は、2018年第4四半期(10-12月)における割合。

(注3) ②現物の市場規模は2018年の各月の売買金額の合計額であり、③先物の市場規模は2018年の取引代金の売買の合計金額である。

(出所) 日本銀行、日本証券業協会、東京証券取引所、大阪取引所

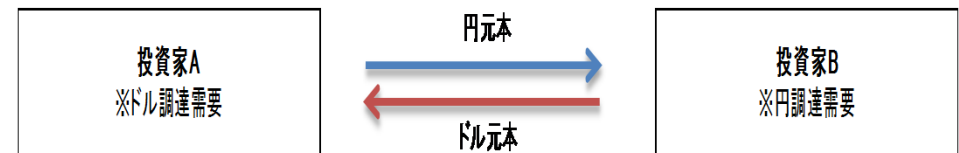
- 足下の短期国債市場(T-bill市場)においては、海外投資家による国債保有割合が急上昇し約7割に至っている。
- これは、海外投資家が、通貨スワップを用いてドルと円を交換し、日米短期金利差と上乗せ金利を得つつ、日本国債に投資するスキームが拡大していることなどによる。

## 海外の国債(含むT-Bill)保有割合の推移



## 通貨スワップ(ドル/円ベース)のスキーム図

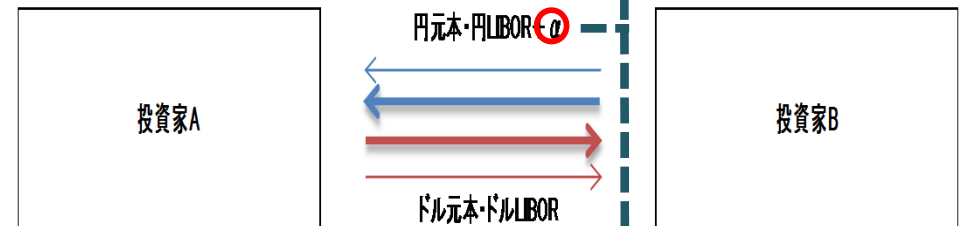
■当初(円とドルの元本を交換)



■期中(それぞれの金利を交換)



■満期時(最後1回分の金利、及び元本を交換)



ベースス・スワップ・スプレッド  
≡ 投資家Bにとってのプレミアム

# 主要格付け会社による格付け

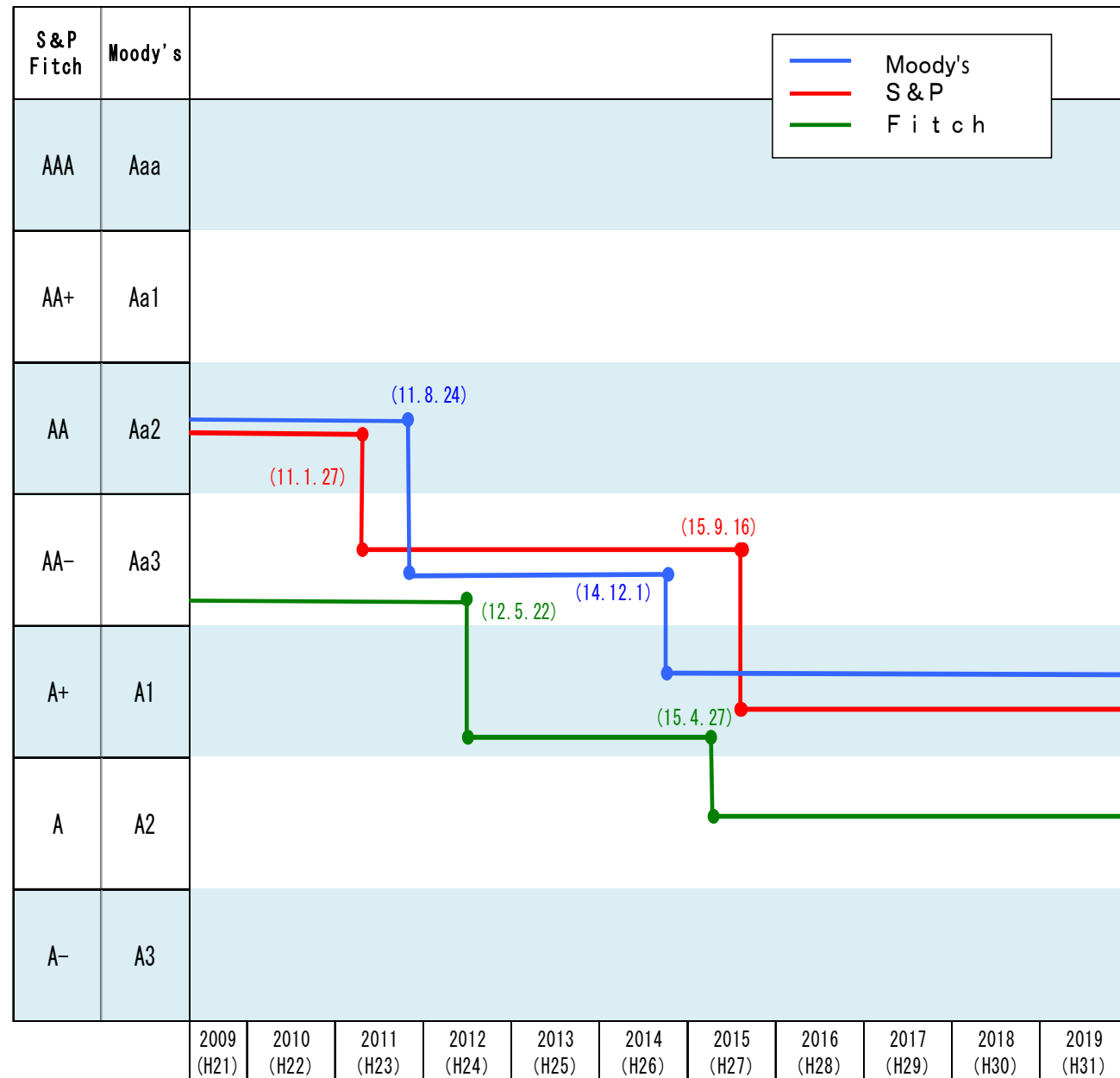
ストック

主要格付け会社によるサブリン格付け一覧  
(自国通貨建長期債務(平成31年3月15日現在))

	Moody's	S&P	Fitch
Aaa/AAA	アメリカ ドイツ カナダ	ドイツ カナダ	アメリカ ドイツ カナダ
Aa1/AA+		アメリカ	
Aa2/AA	イギリス フランス(↑) 韓国	イギリス(↓) フランス 韓国	イギリス(WN) フランス
Aa3/AA-			韓国
A1/A+	日本 中国	日本(↑) 中国 アイルランド	中国 アイルランド
A2/A	アイルランド		日本
A3/A-		スペイン(↑)	スペイン
Baa1/BBB+	スペイン		
Baa2/BBB		イタリア(↓) ポルトガル	イタリア(↓) ポルトガル
Baa3/BBB-	イタリア ポルトガル		
Ba1/BB+			
Ba2/BB			
Ba3/BB-			ギリシャ
B1/B+	ギリシャ	ギリシャ(↑)	
B2/B			
B3/B-			
Caa1/CCC+			
Caa2/CCC			
Caa3/CCC-			
Ca/CC			
C			
SD/RD			

(↑)は、アウトルックがpositiveとなっていることを示す。  
(↓)は、アウトルックがnegativeとなっていることを示す。  
(WN)は、Watch negativeとなっていることを示す。

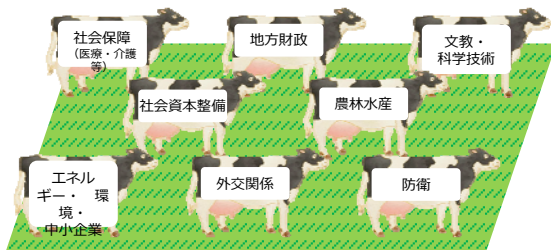
主要格付け会社による日本国債格付けの推移



○「平成31年度予算の編成等に関する建議」(平成30年11月20日 財政制度等審議会)(抄)

- ・「誰しも、受け取る便益はできるだけ大きく、被る負担はできるだけ小さくしたいと考えるがゆえに、税財政運営は常に受益の拡大と負担の軽減・先送りを求めるフリーライダーの圧力に晒される。」
- ・「地球温暖化を含む環境問題について、所有権が存在せず、多数の主体がアクセス可能な資源が過剰に利用され枯渇するという「共有地の悲劇」が指摘されることがあるが、財政にもまた「共有地の悲劇」が当てはまる。現在の世代が「共有地」のように財政資源に安易に依存し、それを自分たちのために費消してしまえば、将来の世代はそのツケを負わされ、財政資源は枯渇してしまう。」

現在の世代



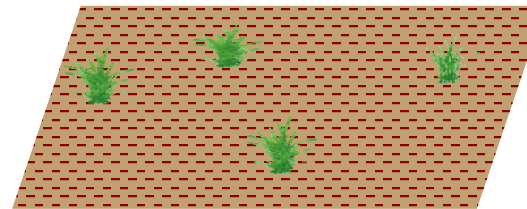
(財政資源の過剰な利用)

問題点

**受益と負担のアンバランス**

- ✓ 緩い財政規律のもとでは、財政支出の中身が中長期的な経済成長や将来世代の受益に資するかのチェックが甘くなりやすい。

将来の世代

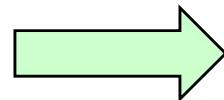


(財政資源の枯渇)

問題点

**財政の硬直化による政策の自由度の減少**

- ✓ 国債費(元本償還費と利払費の合計)が歳出に占める割合が高まり、他の政策的な支出への予算配分の自由度を狭める。
- ✓ 必要性が高い政策の実現を妨げるとともに、機動的・弾力的な財政運営の手をも縛る。
- ⇒ 将来世代のうち国債保有層は償還費を受け取れる一方、それ以外の国民は社会保障関係費等の抑制や増税といったネット負担増のみを求められ、望ましくない再分配を起こす可能性。
- ⇒ 経済危機時や大規模な自然災害時の機動的な財政上の対応余地が限られる。



将来世代は抱えるリスクが増大

○ クラウディングアウト

- ✓ 政府の資金調達増大に伴い、企業等の国内資金調達を圧迫し、投資の抑制を引き起こす。

○ 非ケインズ効果

- ✓ 国民が将来の負担増・給付減を予想し、それに備えて消費を抑制する。

○ 財政への信認低下による金利上昇(国債価格の下落)

- ✓ 国債を保有する金融機関等に悪影響が生じ、金融市場が混乱するおそれ。
- ✓ 財政のリスクプレミアム上昇により、企業の資金調達コストが上昇し、収益悪化、投資減少が生じるおそれ。

○ 中央銀行の信認の低下

- ✓ 中央銀行の財政への従属の懸念が強まれば、通貨の信認が失われ、物価の安定を実現できなくなるおそれ。

「悲劇の主人公は将来世代であり、現在の世代は将来の世代に責任を負っている」(上記建議)

## 「骨太2018」（平成30年6月15日閣議決定）の「新経済・財政再生計画」のポイント①

「経済再生なくして財政健全化なし」との基本方針を堅持し、「デフレ脱却・経済再生」、「歳出改革」、「歳入改革」の3本柱の改革を加速、拡大

### 財政健全化目標

- 団塊世代が75歳に入り始めるまでに、社会保障制度の基盤強化を進め、全ての団塊世代が75歳以上になるまでに、財政健全化の道筋を確かなものとする必要。
- このため、財政健全化目標については、
  - 経済再生と財政健全化に着実に取り組み、2025年度の国・地方を合わせたプライマリーバランス(PB)黒字化を目指す。
  - 同時に債務残高対GDP比の安定的な引下げを目指すことを堅持する。

### 社会保障改革を軸とする「基盤強化期間」の設定(2019～2021年度)

- 2019年度～2021年度を「基盤強化期間」と位置付け、経済成長と財政を持続可能にするための基盤固めを行う。
- 社会保障制度の持続可能性確保が景気を下支えし、持続的な経済成長の実現を後押しする点にも留意する。

### 財政健全化目標と基盤強化期間内における毎年度の予算編成を結び付けるための仕組み

#### ① 社会保障関係費

- 再生計画(骨太2015)において、2020年度に向けてその実質的な増加を高齢化による増加分に相当する伸びにおさめることを目指す方針とされていること、経済・物価動向等を踏まえ、2019年度以降、その方針を2021年度まで継続する(注)。
- 消費税率引上げとあわせ行う増(これまで定められていた社会保障の充実、「新しい経済政策パッケージ」で示された「教育負担の軽減・子育て層支援・介護人材の確保」及び社会保障4経費に係る公経済負担)については、別途考慮する。
- 2022年度以降については、団塊世代が75歳に入り始め、社会保障関係費が急増することを踏まえ、こうした高齢化要因を反映するとともに、人口減少要因、経済・物価動向、社会保障を取り巻く状況等を総合的に勘案して検討する。

(注) 高齢化による増加分は人口構造の変化に伴う変動分及び年金スライド分からなることとされており、人口構造の変化に伴う変動分については当該年度における高齢者数の伸びの見込みを踏まえた増加分、年金スライド分については実績をそれぞれ反映することとする。これにより、これまで3年間と同様の歳出改革努力を継続する。



## 「骨太2018」（平成30年6月15日閣議決定）の「新経済・財政再生計画」のポイント②

### 財政健全化目標と基盤強化期間内における毎年度の予算編成を結び付けるための仕組み(続き)

#### ② 一般歳出のうち非社会保障関係費

- 経済・物価動向等を踏まえつつ、安倍内閣のこれまでの歳出改革の取組を継続。

#### ③ 地方の歳出水準

- 国の一般歳出の取組と基調を合わせつつ、交付団体をはじめ地方の安定的な財政運営に必要となる一般財源の総額について、2018年度地方財政計画の水準を下回らないよう実質的に同水準を確保する。

- 真に必要な財政需要の増加に対応するため、制度改革により恒久的な歳入増を確保する場合、歳出改革の取組に当たって考慮する。

### 計画実現に向けた今後の取組

- 全世代型社会保障制度を着実に構築していくため、総合的な議論を進め、期間内から順次実行に移せるよう、2020年度に、それまでの社会保障改革を中心とした進捗状況をレビューし、「骨太方針」において、給付と負担の在り方を含め社会保障の総合的かつ重点的に取り組むべき政策を取りまとめ、早期に改革の具体化を進める。

（社会保障分野における基本的考え方）

- 基盤強化期間の重点課題は、高齢化・人口減少や医療の高度化を踏まえ、総合的かつ重点的に取り組むべき政策を取りまとめ、基盤強化期間内から工程化、制度改革を含め実行に移していくこと。
- 経済・財政一体改革の進捗については、新計画の中間時点（2021年度）において評価を行い、2025年度PB黒字化実現に向け、その後の歳出・歳入改革の取組に反映する。

※計画の中間指標（2021年度時点）：PB赤字対GDP比 ▲1.5%、債務残高対GDP比 180%台前半、財政収支対GDP比 ▲3.0%



## <ストックの指標>

### ○債務残高/GDP比

「債務残高/GDP比」とは、国や地方が抱えている借金の残高を国内総生産(GDP)と比較して考える指標。経済規模に対する国・地方の債務の大きさを計る指標として、財政の健全性を図る上で重要視される。

## <フローの指標>

### ○財政収支(利払費を含めた財政収支)

分子である債務残高を減少させようとするれば、過去の借金を返す額(債務償還費)が借金する額(公債金収入)を上回る必要。その場合、税金等が利払費を含む政策的経費を上回ることになり、これを財政収支黒字という。利払費も税金等で賄う考え方になる。

### ○基礎的財政収支(プライマリー・バランス、利払費を除く財政収支)

これに対し、利払費分の赤字によって分子である債務残高が増加するとしても、成長率が金利並みであるとすれば、分母であるGDPの増大によって打ち消すことができ、債務残高/GDP比は一定に保つことができる。

→ 財政収支均衡よりも緩やかな概念として、利払費分の赤字を許容する基礎的財政収支均衡(税金等と政策的経費の均衡)の概念が発生。

図A

財政の現状

(歳入) (歳出)

借金 [新たな債務の増加]	債務償還費 [過去の債務の減少]
	利払費
PB(赤字)	
政策的経費	
税金等	

財政収支  
(赤字)  
↓  
債務残高  
の純増

図B

財政収支が均衡した状態

(歳入) (歳出)

借金 [新たな債務の増加]	債務償還費 [過去の債務の減少]
	利払費
税金等	
政策的経費	

← 財政収支(均衡)

図C

PBが均衡した状態

(歳入) (歳出)

借金 [新たな債務の増加]	債務償還費 [過去の債務の減少]
	利払費
税金等	
政策的経費	

財政収支  
(赤字)  
↓  
債務残高  
の純増

基礎的財政収支(PB)が均衡している状態において、

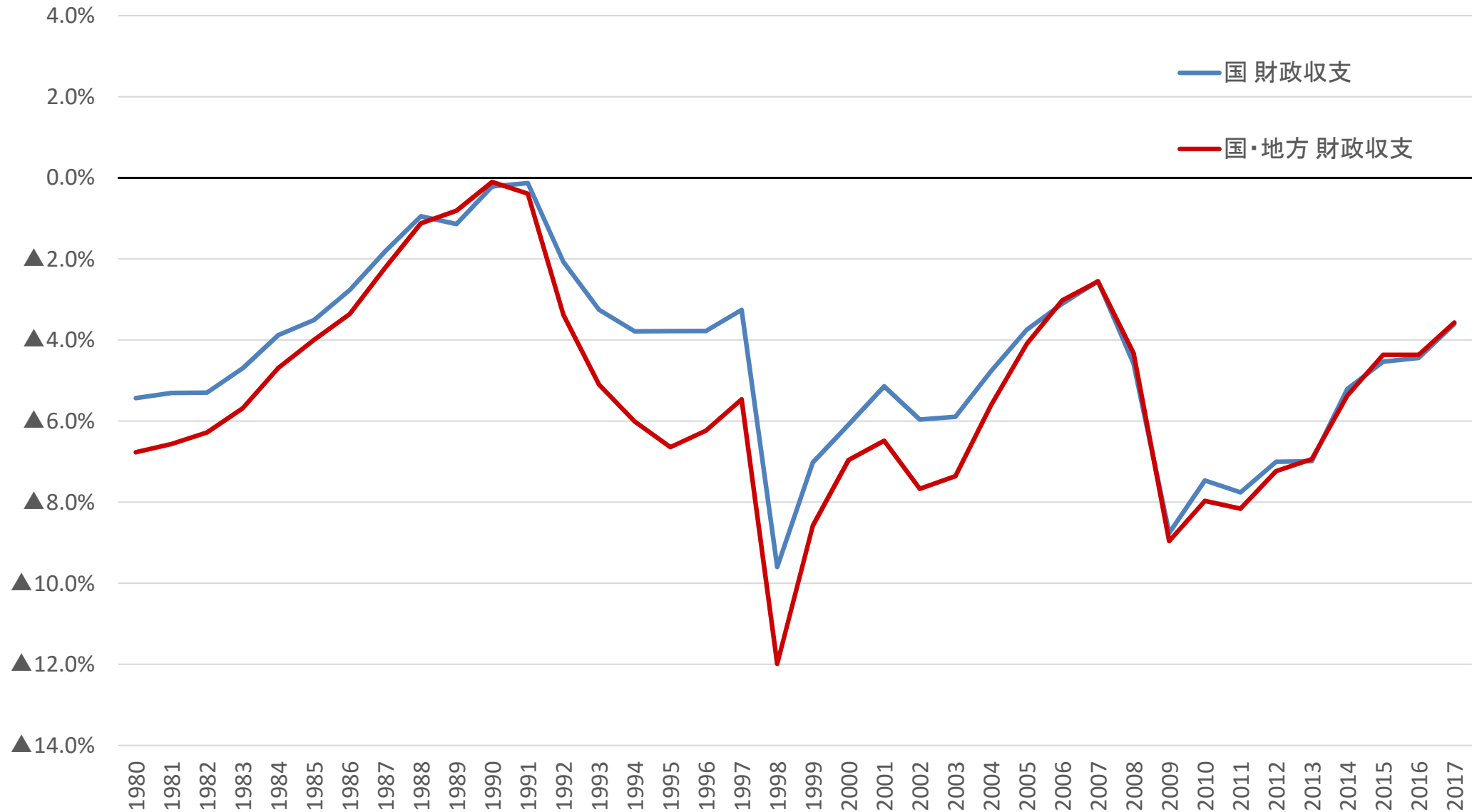
- 金利>成長率の場合  
債務残高/GDPは増加
- 金利=成長率の場合  
債務残高/GDPは一定
- 金利<成長率の場合  
債務残高/GDPは減少

※ PBを考える際には、厳密には歳入から利子収入を除く必要があるが、ここでは簡単化のために捨象。

# 財政収支の推移（国・地方、国のみ）

フロー

○ 近年の我が国では、バブル景気、いざなぎ景気、現在を含め、財政収支黒字化（＝公債残高実額の減少）は実現していない。



（注1）1980年度から1993年度までは、93SNAベース1994年度以降は、08SNAベース。

（注2）実績ベース。2000年度以前の国財政収支、国・地方財政収支はSNAベースの純貸出(+)/純借入(-)を単純に合計したもの。2001年度以降の国財政収支、国・地方財政収支は中長期試算（復旧・復興対策の経費及び財源の金額除き）ベースであり、単年度限りの特殊要因を除いていることに留意。

# 財政収支の国際比較（対GDP比）

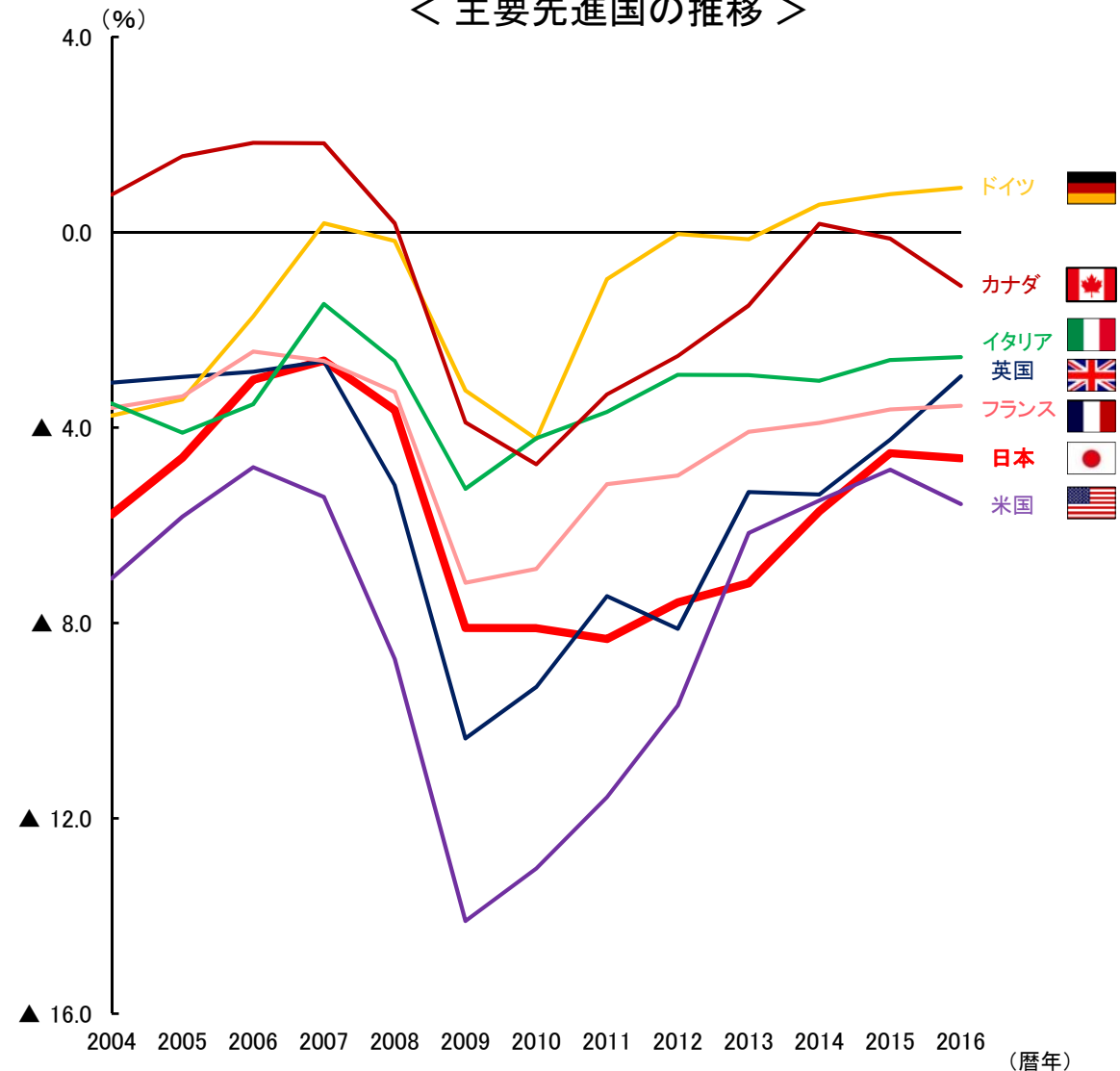
フロー

○ 2008年秋のリーマンショックの影響により、他の主要国と同様に悪化。その後、我が国の財政収支は改善傾向にあるが、大幅な赤字が続いている状況。

## < 全世界における順位(192ヶ国中) >

1	ナウル	19.3%	...
2	アイスランド	12.3%	105 英国 ▲2.9%
3	マカオ	11.2%	...
...	...	...	...
...	...	...	114 フランス ▲3.6%
15	韓国	1.7%	115 ロシア ▲3.6%
...	...	...	116 日本 ▲3.7%
25	ドイツ	0.9%	117 中国 ▲3.7%
...	...	...	...
27	ギリシャ	0.7%	123 米国 ▲3.9%
...	...	...	...
56	カナダ	▲1.1%	142 スリランカ ▲5.4%
...	...	...	...
78	ポルトガル	▲2.0%	157 アルゼンチン ▲6.6%
...	...	...	...
87	トルコ	▲2.3%	171 ブラジル ▲9.0%
...	...	...	...
93	イタリア	▲2.5%	186 ベネズエラ ▲17.8%
...	...	...	...

## < 主要先進国の推移 >



(出典) IMF “World Economic Outlook” (2018年10月)

(注1) 数値は2016年の値。

(注2) 数値は一般政府(中央政府、地方政府、社会保障基金合わせたもの)ベース。

(出典) OECD “Economic Outlook 104” (2018年11月)

(注1) 数値は一般政府(中央政府、地方政府、社会保障基金合わせたもの)ベース。ただし、日本及び米国は社会保障基金を除いた値。

(注2) 日本については、単年度限りの特殊要因を除いた値。

- 債務残高／GDP比の変動に寄与するのは、①名目成長率と金利の大小関係、②フロー収支の動向。
- 名目金利と名目成長率が同程度であるという前提に立てば、債務残高／GDP比の安定的な引下げにはフロー収支の改善（基礎的財政収支の黒字化）が必要となる。

金利(r) = 名目経済成長率(g) で、PB赤字 = 0 であれば、債務残高／GDP比は一定

⇒ 債務残高／GDP比の安定的な引下げのためには、プライマリーバランスの黒字化が必要

$$\begin{aligned}
 & \text{（今回の）} \\
 & \text{債務残高} \\
 & \text{対GDP比} \\
 & = \frac{\begin{array}{l} \text{（前回の）} \\ \text{債務残高} \end{array} \times \begin{array}{l} (1 + \text{名目金利}(r)) \end{array} + \begin{array}{l} \text{（今回の）} \\ \text{PB赤字} \end{array}}{\begin{array}{l} \text{（前回の）} \\ \text{GDP} \end{array} \times \begin{array}{l} (1 + \text{名目成長率}(g)) \end{array}}
 \end{aligned}$$

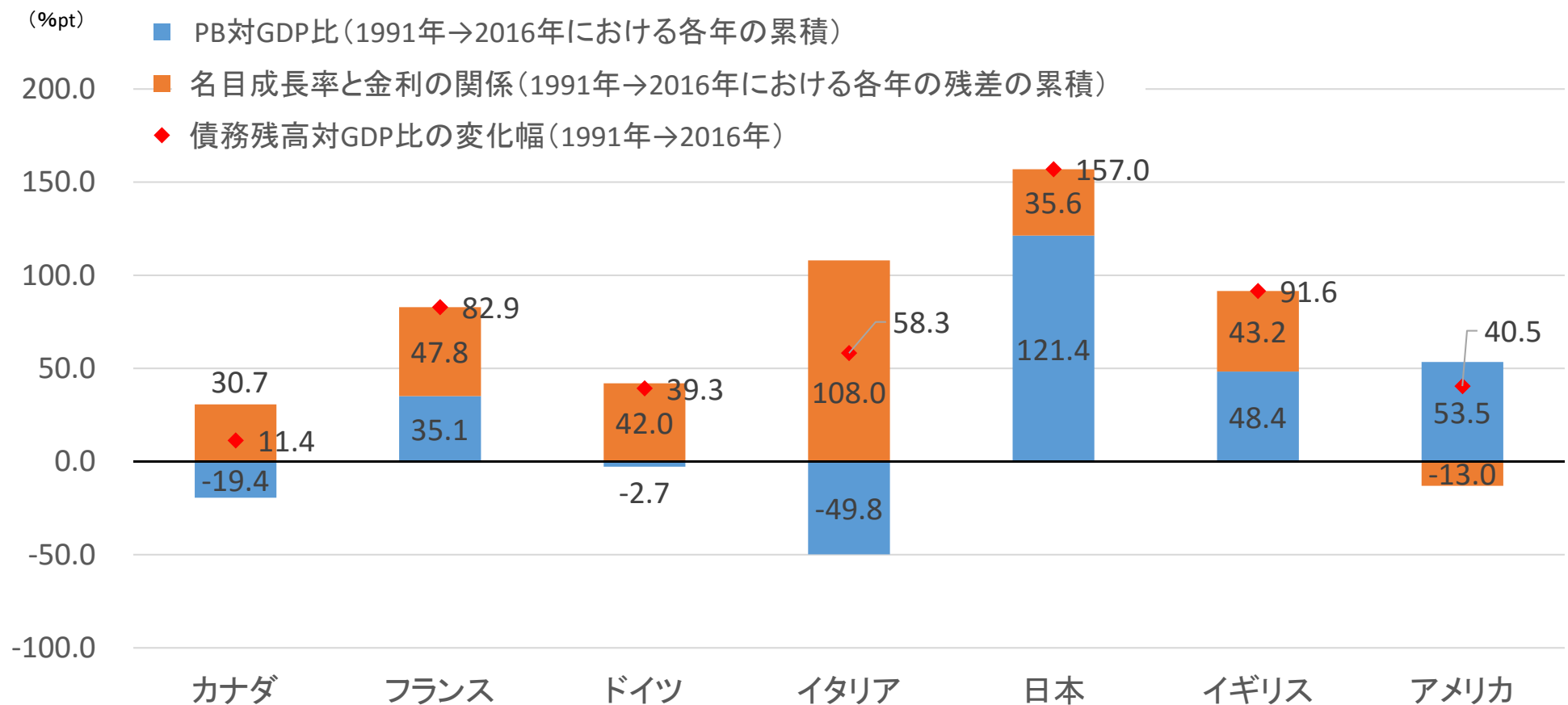
（歳出）		（歳入）
債務償還費 （元本払い）	利払費	借金
政策的 経費	税金等	

※ 図中の赤い線は、プライマリーバランス（歳入 - 歳出）を示しています。黒字化（プラス）を目指す必要があります。

# 債務残高対GDP比の変化（1991年→2016年）の要因分解

フロー

- P6のG7諸国における債務残高対GDPの変化を要因分解すると(注)、
- ・ 名目成長率＞金利の関係が債務残高対GDP比の減少に寄与している国はほとんどない(米国のみ)。
  - ・ 日本の債務残高対GDP比の増加要因の多くは、PB対GDP比の悪化によるものであり、PB収支の改善が重要。



(出典)OECD「Economic Outlook」

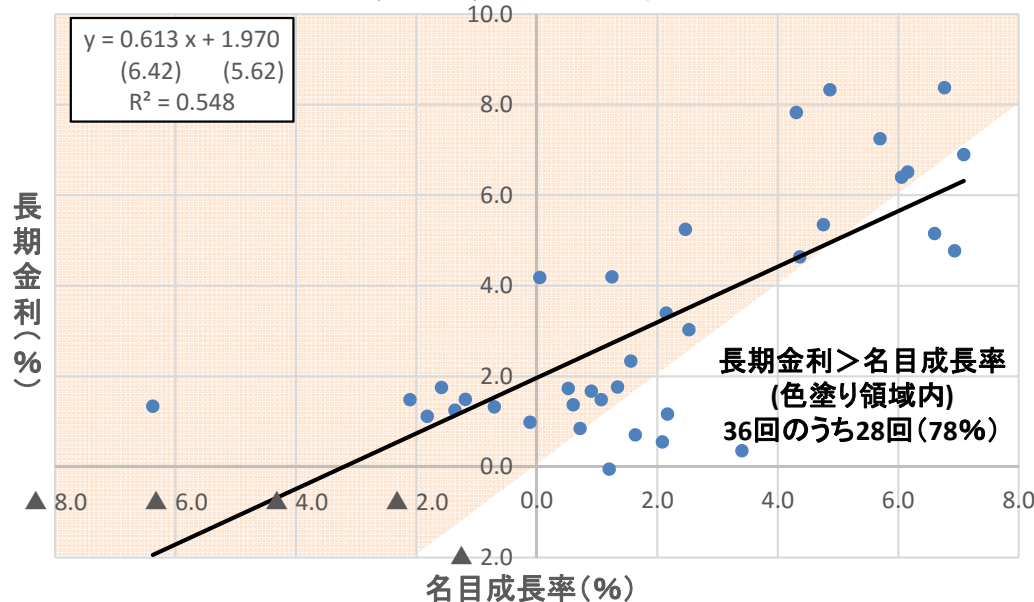
(注)上記データベースにおいて、ドイツのデータが存在する1991年から直近実績の2016年までの債務残高対GDP比の変化を対象に要因分解を行っている。

# 名目成長率（g）と金利（r）の関係

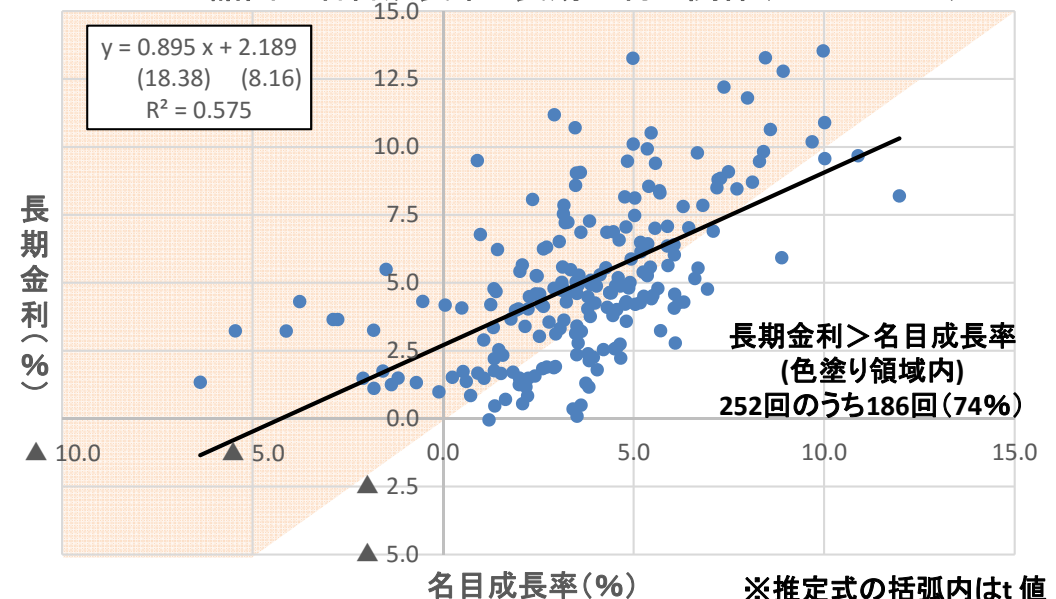
フロー

- 過去の状況を見ると名目金利（長期金利）が名目成長率を上回っている場合が多い。名目成長率が名目金利を上回る状況が持続する保証はない。
- このため、財政運営は、少なくとも名目金利は名目成長率と同程度との前提に立つ必要があり、P23で述べたとおり、債務残高対GDP比の安定的な引下げのためには、基礎的財政収支の黒字化が必要となる。

日本の名目成長率と長期金利の関係（1981～2016）



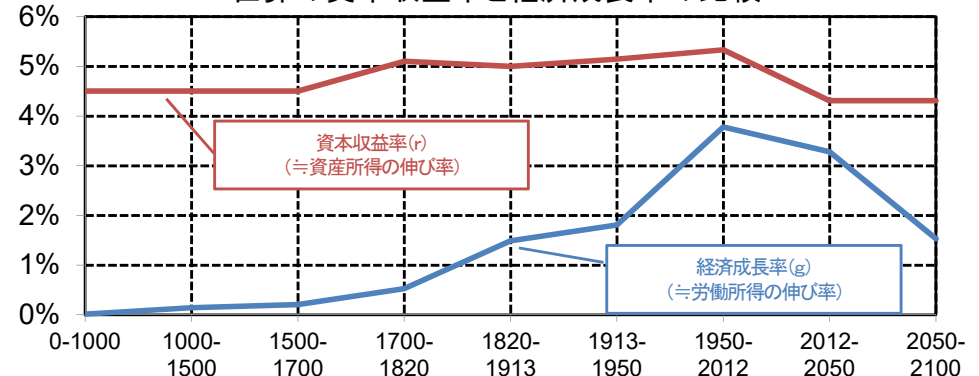
G7諸国の名目成長率と長期金利の関係（1981～2016）



トマ・ピケティ『21世紀の資本』より

- 「 $r > g$ 」という不等式は絶対的な論理的必然ではなく、さまざまなメカニズムによって決まる歴史的現実として分析する必要がある。

世界の資本収益率と経済成長率の比較

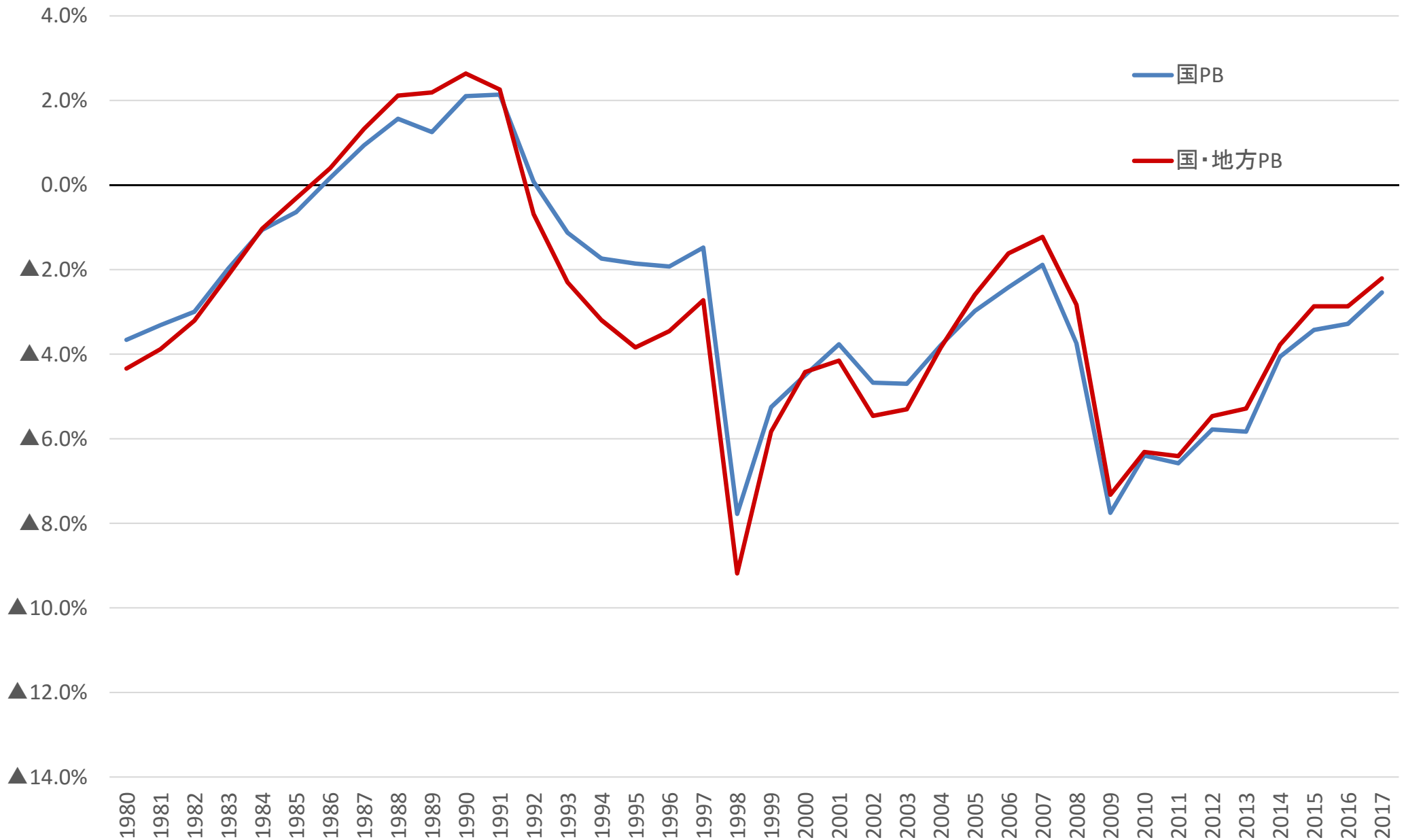


(出所) 名目成長率: OECD「National Accounts」 長期金利: OECD「Financial Indicators (MEI)」、「Economic Outlook」より試算。



# P Bの推移（国・地方、国のみ）

フロー



(注1) 1980年度から1993年度までは、93SNAベース1994年度以降は、08SNAベース。

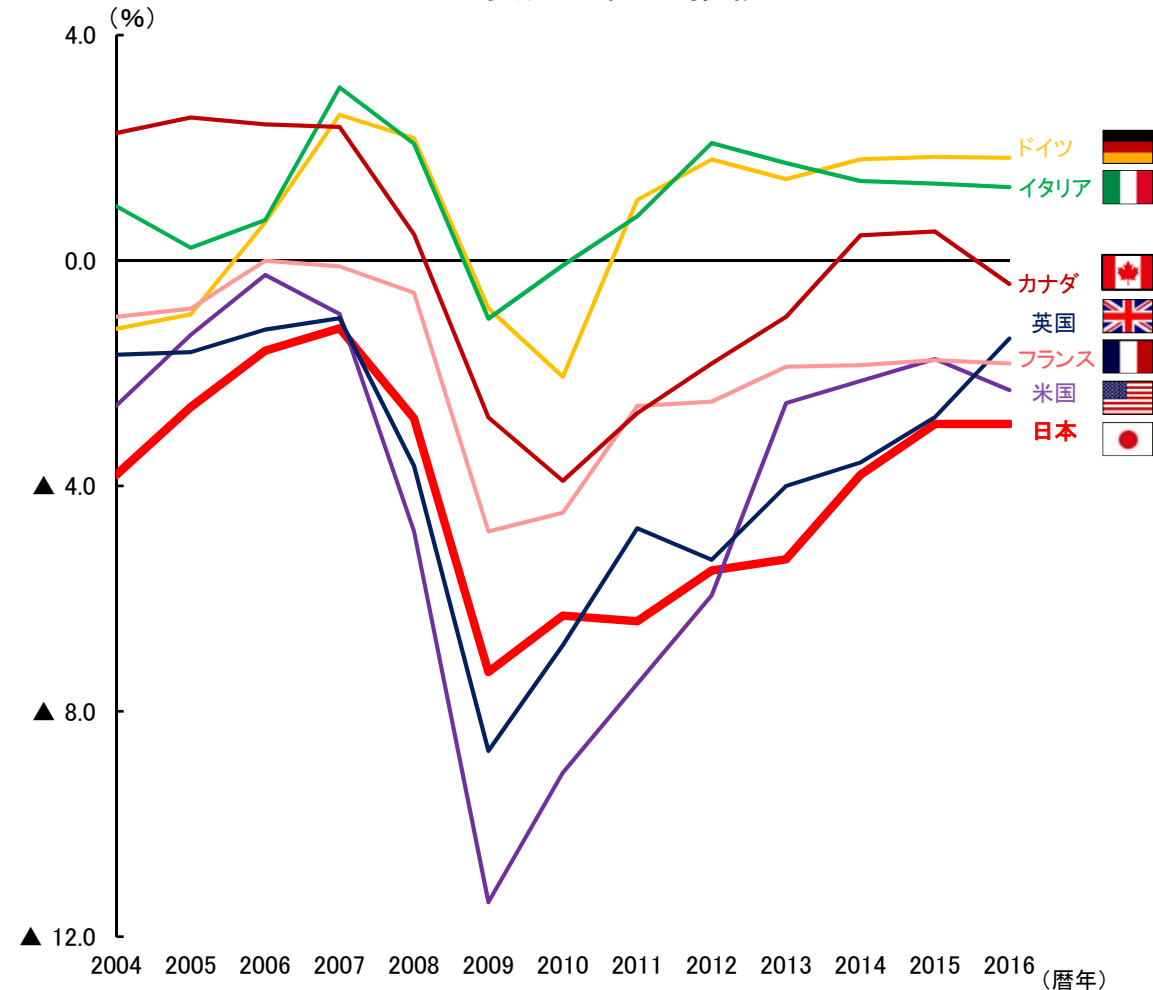
(注2) 実績ベース。2000年度以前の国PB、国・地方PBはSNAベースのプライマリーバランス。2001年度以降の国PB、国・地方PBは中長期試算（復旧・復興対策の経費及び財源の金額除き）ベースであり、単年度限りの特殊要因を除いていることに留意。

○ 世界最高の債務残高/GDP比水準を抱えるわが国においてこそ、PB黒字化を達成する必要性は高いが、フロー収支でみてわが国の財政運営は必ずしも引き締まったものとは言えない。

## < 全世界における順位(186ヶ国中) >

1	アイスランド	15.3%	91	トルコ	▲1.0%
2	マカオ	11.2%	102	英国	▲1.4%
3	キリバス	10.1%	109	フランス	▲1.8%
11	ギリシャ	3.9%	117	米国	▲2.3%
23	ポルトガル	1.9%	124	ブラジル	▲2.5%
28	ドイツ	1.8%	129	日本	▲2.9%
40	イタリア	1.3%	130	中国	▲2.9%
47	韓国	0.8%	133	ロシア	▲3.2%
72	スリランカ	▲0.2%	149	アルゼンチン	▲4.7%
75	カナダ	▲0.4%	179	ベネズエラ	▲16.8%

## < 主要先進国の推移 >



(出典) IMF "World Economic Outlook" (2018年10月)

(注1) 数値は2016年の値。

(注2) 数値は一般政府(中央政府、地方政府、社会保障基金合わせたもの)ベース。

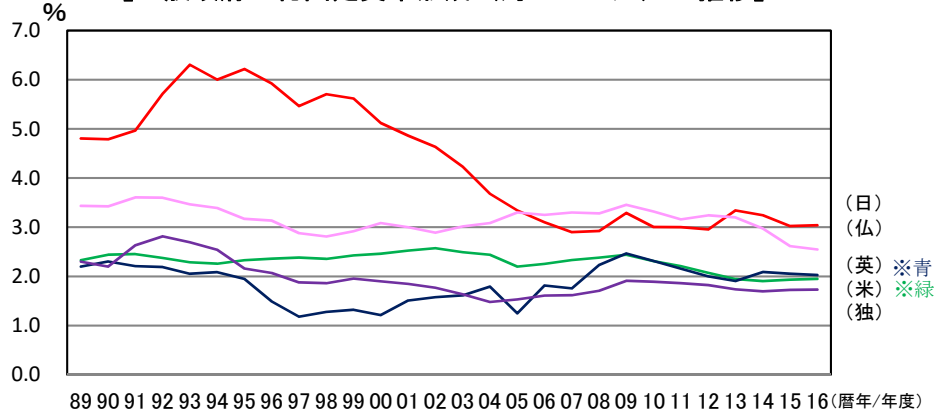
(出典) 日本については、内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(2019年1月30日)、それ以外の国々については、IMF "World Economic Outlook Database" (2018年10月)

(注1) 数値は一般政府(中央政府、地方政府、社会保障基金合わせたもの)ベース。ただし、日本は社会保障基金を除いた値。

(注2) 日本については、復旧・復興対策の経費及び財源の金額を除いたベースであり、単年度限りの特殊要因を除いた値。

- 日本の公共投資のフロー(総固定資本形成対GDP比)は、1995年頃以降低下していることを論う向きがあるが、依然として欧米諸国より高水準。
- 日本の公的資本ストックは諸外国と比較しても最も高い水準にあり(ゆえに、P9で述べたとおり、わが国のB/S上の資産の額も大きい)、公共投資の限界生産性が低下していることが指摘されている。

【一般政府の総固定資本形成(対GDP比)の推移】

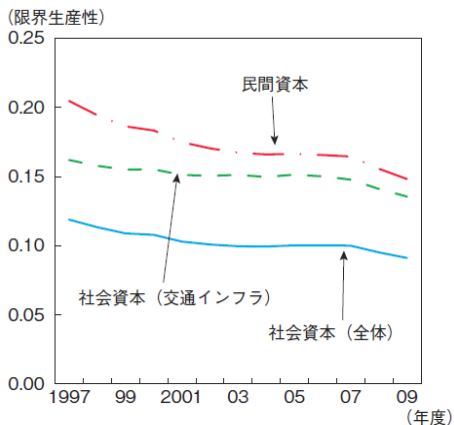


(注) 1. 日本…内閣府「国民経済計算」に基づいて計算した数値。諸外国…OECD「National Accounts」等に基づいて計算した数値。  
2. 日本は年度ベース、諸外国は暦年ベース。  
3. グラフ中、2004年までは旧基準(93SNAベース)、2005年以降は08SNAベースのIGより研究開発投資(R&D)や防衛関連分を控除。

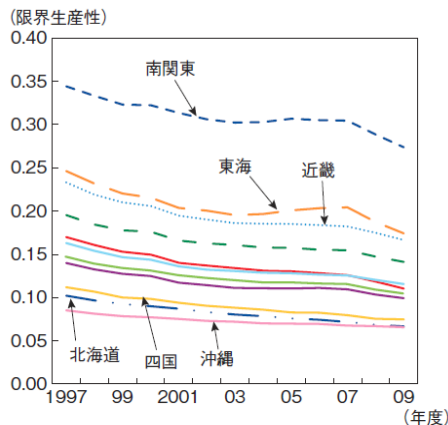
【日本の社会資本の限界生産性(平成25年推計)】

交通インフラの限界生産性は都市圏で高く、北海道、四国、沖縄が低い

(1) 限界生産性の推移(全国)



(2) 交通インフラの限界生産性の推移(地域別)



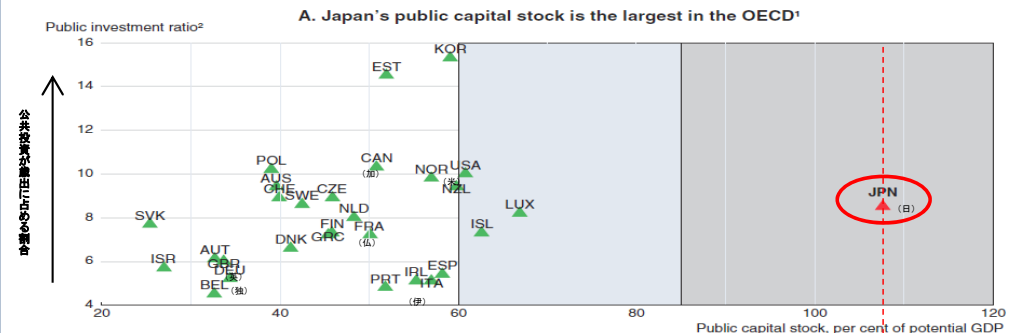
出典：内閣府「経済財政白書」(平成25年度)

【「OECD対日経済審査報告書2017年版」の概要】

- ・日本の公的資本ストックは、G7の中で最も高い水準にあり、公共投資の限界生産性はマイナスと推計。
- ・地方公共団体は、人口減少を踏まえ、住民の福祉に適切に配慮しつつ、維持管理費を抑制する観点から、どのインフラを使用し続けるのかについて注意深く決定する必要。
- ・人口減少と厳しい財政状況を踏まえ、公共投資は生産性が最も高い事業に重点化する必要。

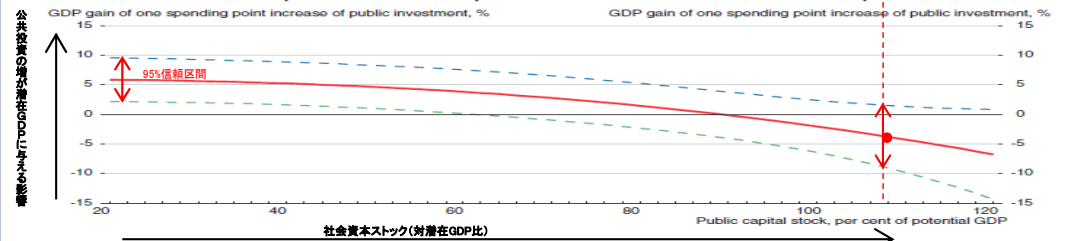
＜公共投資の増が経済成長に与える影響の推計(OECD)＞

Figure 2.25. The public capital stock in Japan is exceptionally large  
In 2013



(注) 縦軸は、基礎的財政収支対象経費に占める公共投資の割合を表す。

B. The effect of public investment on potential GDP decreases with the level of capital stock<sup>3</sup>



(注) 縦軸は、基礎的財政収支対象経費に占める公共投資の割合が1%増加した場合に、潜在GDPが何%変動するかを表す。

- The data on the capital stock, which are from the IMF, depend on the rate of capital depreciation. Japanese government estimates range from 77-96%. The light shading indicates a positive but not significant impact from the investment effect and the darker shading indicates a negative, but not significant effect based on the results in Panel B.
- Public investment as a percentage of underlying primary public spending.
- The dashed line indicates the 95% confidence interval.

Source: Fournier (2016).

出典: OECD対日経済審査報告書2017年版

# 1995～2015年の財政規模の推移の国際比較

フロー

○ 公共投資以外も含む「社会保障以外の支出(対GDP比)」で見れば、1995～2015年にかけて減少はしているが、諸外国と比べて特段厳しいものであるとは言えない。

○ 高齢化の進展に伴う「社会保障支出(対GDP比)」の急増により、政府の総支出(対GDP比)も大幅に増加。

＜政府の総支出(対GDP比)の変化＞

＜社会保障支出(対GDP比)の変化＞

＜社会保障以外の支出(対GDP比)の変化＞

＜租税収入(対GDP比)の変化＞

	1995→2015 (%pt)	(参考)2015 時点(%)		1995→2015 (%pt)	(参考)2015 時点(%)		1995→2015 (%pt)	(参考)2015 時点(%)		1995→2015 (%pt)	(参考)2015 時点(%)
1.韓国	+ 10.3	32.3	1.日本	+ 8.9	23.6	1.韓国	+ 3.6	21.7	1.ギリシャ	+ 6.8	25.6
2.ギリシャ	+ 7.8	53.8	2.ギリシャ	+ 7.9	25.0	2.ラトビア	+ 1.4	21.8	2.フランス	+ 4.5	28.5
3.日本	+ 6.0	39.0	3.ポルトガル	+ 7.3	24.5	3.ギリシャ	▲ 0.1	28.8	3.ポルトガル	+ 3.9	25.5
4.ポルトガル	+ 5.6	48.2	4.韓国	+ 6.7	10.6	4.英国	▲ 0.2	18.6	4.イタリア	+ 3.7	30.1
5.英国	+ 3.8	42.4	5.イタリア	+ 5.5	28.3	5.ルクセンブルク	▲ 1.2	18.6	5.スペイン	+ 2.3	22.3
6.フランス	+ 2.5	56.7	6.フランス	+ 4.2	32.5	6.ハンガリー	▲ 1.5	30.2	6.スイス	+ 2.1	20.6
7.ラトビア	+ 1.5	37.1	7.ベルギー	+ 4.0	27.6	7.スイス	▲ 1.6	18.6	7.オーストリア	+ 2.0	28.6
8.ベルギー	+ 1.4	53.8	8.英国	+ 4.0	23.8	8.ポルトガル	▲ 1.7	23.7	8.ラトビア	+ 2.0	20.7
9.ルクセンブルク	+ 0.8	41.5	9.スペイン	+ 3.6	23.2	9.フランス	▲ 1.7	24.2	9.英国	+ 2.0	26.2
10.米国	+ 0.6	37.8	10.米国	+ 3.3	17.0	10.ベルギー	▲ 2.6	26.2	10.ベルギー	+ 1.9	30.5
11.スイス	+ 0.0	34.0	11.スロバキア	+ 3.2	22.2	11.米国	▲ 2.7	20.8	11.韓国	+ 1.7	18.5
12.スペイン	▲ 0.6	43.8	12.ノルウェー	+ 3.0	27.8	12.日本	▲ 2.9	15.4	12.日本	+ 1.4	18.6
13.エストニア	▲ 0.8	40.2	13.エストニア	+ 2.3	18.4	13.エストニア	▲ 3.0	21.8	13.ドイツ	+ 1.0	23.1
14.ノルウェー	▲ 1.5	48.8	14.チェコ	+ 2.3	20.1	14.デンマーク	▲ 4.0	22.6	14.ルクセンブルク	+ 0.8	26.3
15.イタリア	▲ 1.6	50.2	15.ルクセンブルク	+ 2.0	22.9	15.スペイン	▲ 4.2	20.5	15.オランダ	+ 0.4	23.3
16.スロバキア	▲ 2.9	45.2	16.スイス	+ 1.6	15.4	16.ノルウェー	▲ 4.5	21.0	16.スウェーデン	+ 0.4	33.4
17.デンマーク	▲ 3.7	54.8	17.フィンランド	+ 1.6	32.9	17.フィンランド	▲ 5.5	24.2	17.フィンランド	+ 0.4	31.2
18.フィンランド	▲ 3.9	57.1	18.オランダ	+ 1.0	24.4	18.オーストリア	▲ 5.6	21.6	18.米国	+ 0.3	20.1
19.オーストリア	▲ 4.8	51.0	19.オーストリア	+ 0.8	29.3	19.ポーランド	▲ 5.7	20.9	19.ハンガリー	▲ 0.1	26.1
20.ハンガリー	▲ 4.9	50.2	20.デンマーク	+ 0.2	32.2	20.スロバキア	▲ 6.2	23.0	20.デンマーク	▲ 0.6	45.8
21.ポーランド	▲ 6.3	41.6	21.ラトビア	+ 0.1	15.3	21.イタリア	▲ 7.0	21.9	21.エストニア	▲ 1.3	22.5
22.オランダ	▲ 8.8	44.9	22.ドイツ	▲ 0.2	26.2	22.アイルランド	▲ 8.4	13.2	22.チェコ	▲ 1.4	19.0
23.イスラエル	▲ 10.1	39.8	23.イスラエル	▲ 0.5	15.9	23.スウェーデン	▲ 9.6	22.3	23.ノルウェー	▲ 2.8	27.8
24.ドイツ	▲ 10.8	43.9	24.ポーランド	▲ 0.6	20.7	24.イスラエル	▲ 9.6	23.9	24.イスラエル	▲ 4.3	26.2
25.チェコ	▲ 11.2	41.7	25.ハンガリー	▲ 3.5	20.0	25.オランダ	▲ 9.9	20.5	25.スロバキア	▲ 6.4	18.5
26.アイルランド	▲ 12.0	28.8	26.アイルランド	▲ 3.6	15.6	26.ドイツ	▲ 10.6	17.7	26.ポーランド	▲ 6.5	19.9
27.スウェーデン	▲ 13.9	49.6	27.スウェーデン	▲ 4.3	27.4	27.チェコ	▲ 13.5	21.6	27.アイルランド	▲ 8.2	19.2

(出典)内閣府「国民経済計算」、OECD「National Accounts」、「Revenue Statistics」

(注1)日本は1995年度、2015年度実績、諸外国は1995年、2015年実績。

(注2)一般政府(中央政府、地方政府、社会保障基金を合わせたもの)ベース。

(注3)総支出は利払費等を除いた数値。

(注4)日本の1995年度は93SNA、2015年度は08SNAに基づく計数であり、変化率は機械的に算出したもの。

# 「中長期の経済財政に関する試算」(中長期試算)の概要

今後の見通し

※ 平成31年1月30日 経済財政諮問会議提出(内閣府)

## 経済・財政面における主要な想定

### ○ 経済シナリオ

- ・ ①「成長実現ケース」: デフレ脱却・経済再生に向けた政策効果が過去の実績も踏まえたペースで発現(2020-28年度平均: 名目3.2%、実質1.8%)
- ・ ②「ベースラインケース」: 経済が足元の潜在成長率並みで将来にわたって推移(2020-28年度平均: 名目1.7%、実質1.1%)

### ○ 財政前提

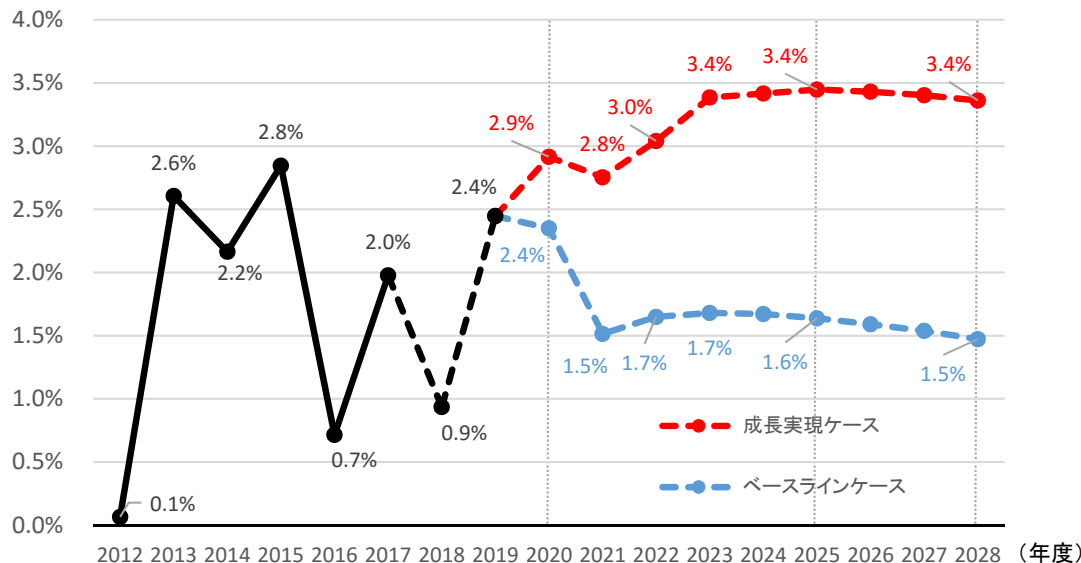
- ・ 2018(平成30)年度、2019(平成31)年度: 平成30年度補正予算政府案、平成31年度予算政府案を反映。
- ・ 2020(平成32)年度以降の歳出: 社会保障歳出は高齢化要因等で増加、それ以外の一般歳出は物価上昇率並に増加することを想定(注)。
- ・ 消費税率(国・地方)が2019年10月1日に10%へ引き上げられ、あわせて消費税の軽減税率制度が実施。

## 試算結果のポイント

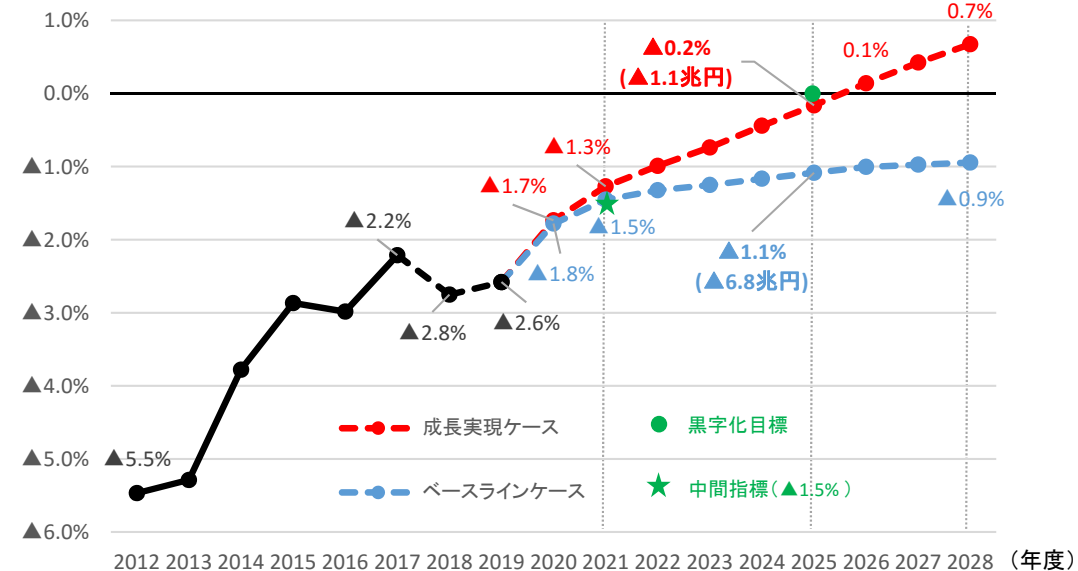
○ 2019(平成31)年度の国・地方PB: ▲14.6兆円(対GDP比▲2.6%) (①②共通)

○ 2025(平成37)年度の国・地方PB: ①▲1.1兆円(対GDP比▲0.2%) ②▲6.8兆円(対GDP比▲1.1%)

＜名目経済成長率＞



＜国・地方の基礎的財政収支(対GDP比)＞



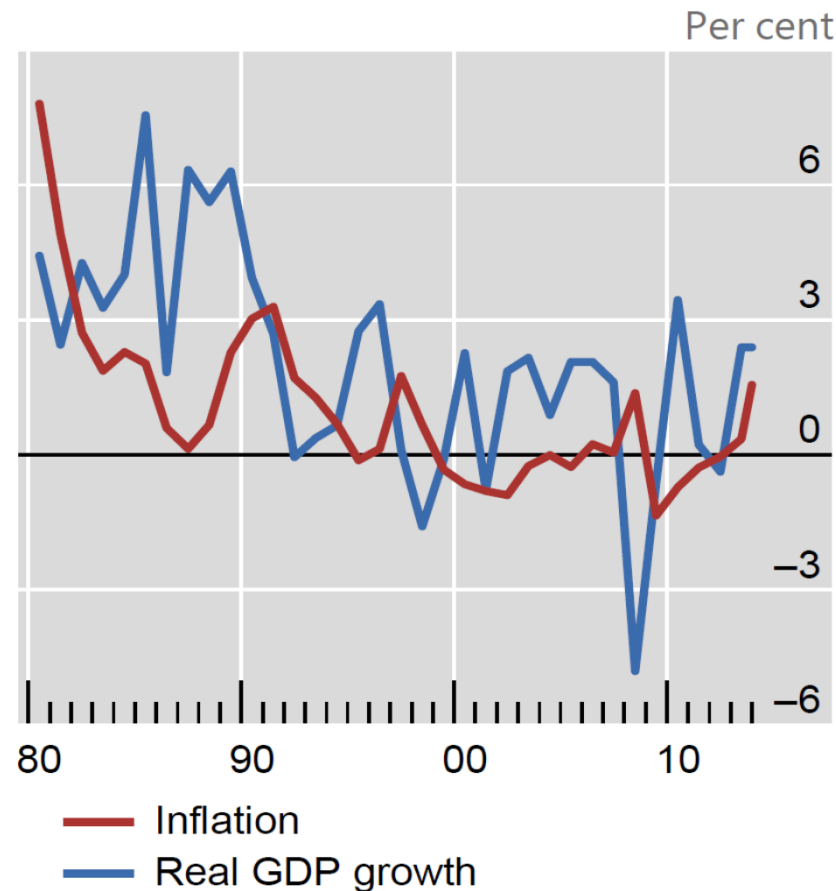
(注) 2020年度の歳出については、「臨時・特別の措置」として、現時点で継続が見込まれる中小・小規模事業者に関する消費者へのポイント還元支援、すまい給付金、防災・減災、国土強靱化対策(3か年緊急対策の最終年度分)を想定。



○ 人口減少社会においては、経済指標として1人当たり実質GDPに着目する必要性が増すが、近年のわが国の1人当たり実質GDPの伸びは、他の先進諸国と比べて遜色がないとの評価が国際的にも見られる。

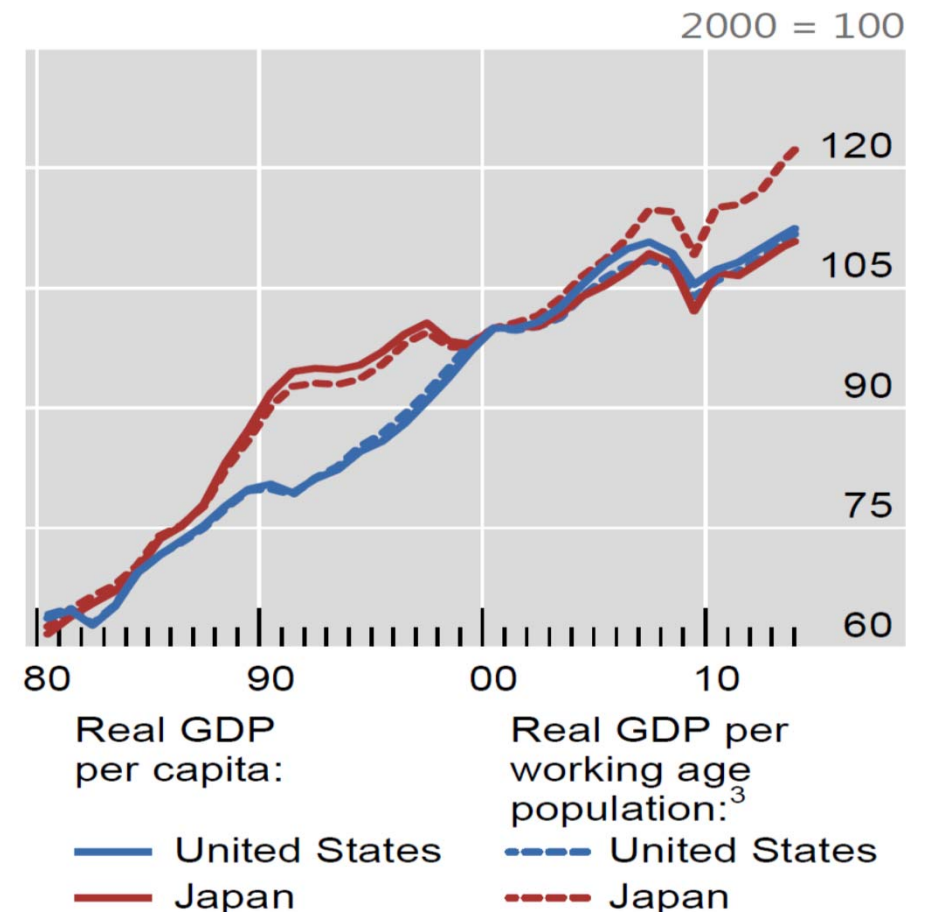
## 日本のインフレと成長

Inflation and real growth



## 人口要因を調整した実質GDP: 日米比較

Relative economic performance



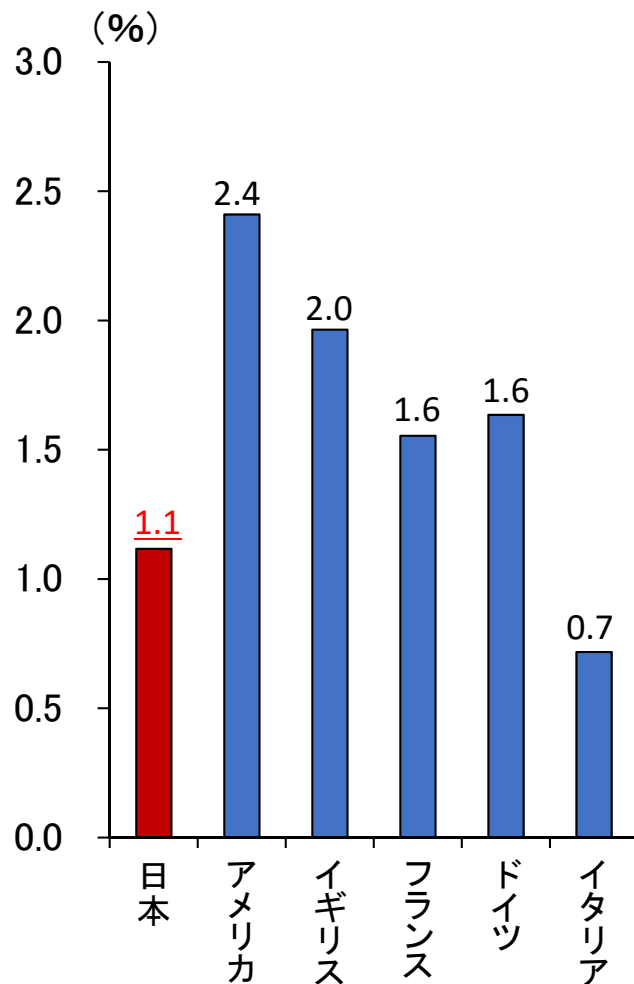


# G 7 諸国の実質GDP成長率の国際比較（1990～2016）

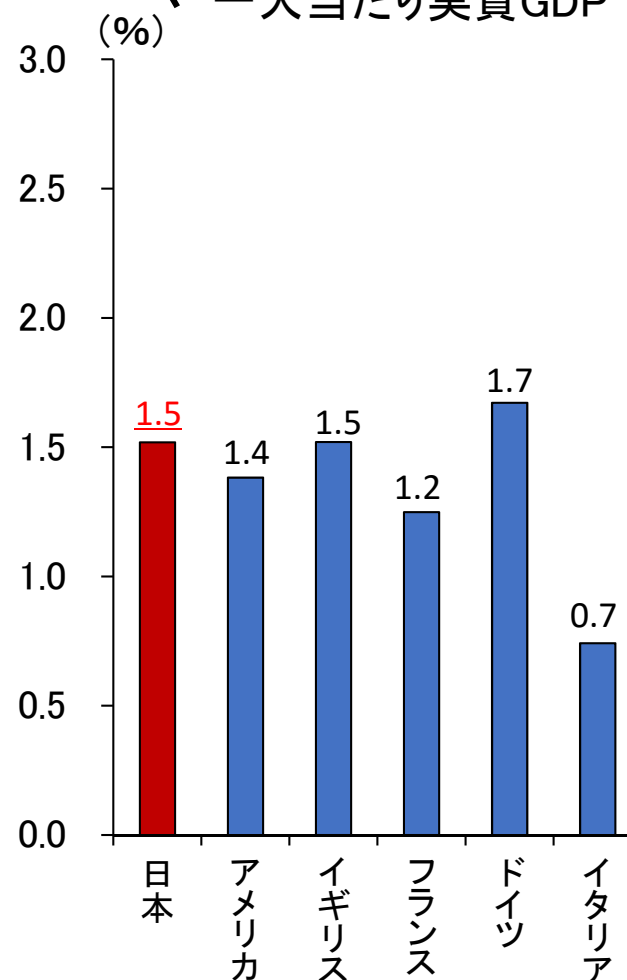
今後の見通し

- 平成の時代は生産年齢人口が▲1,000万人超減少するなど人口構造の高齢化が顕著であった。
- そうした制約条件を前提とすれば、実質経済成長率は、他の先進諸国と比べて遜色のないもの。

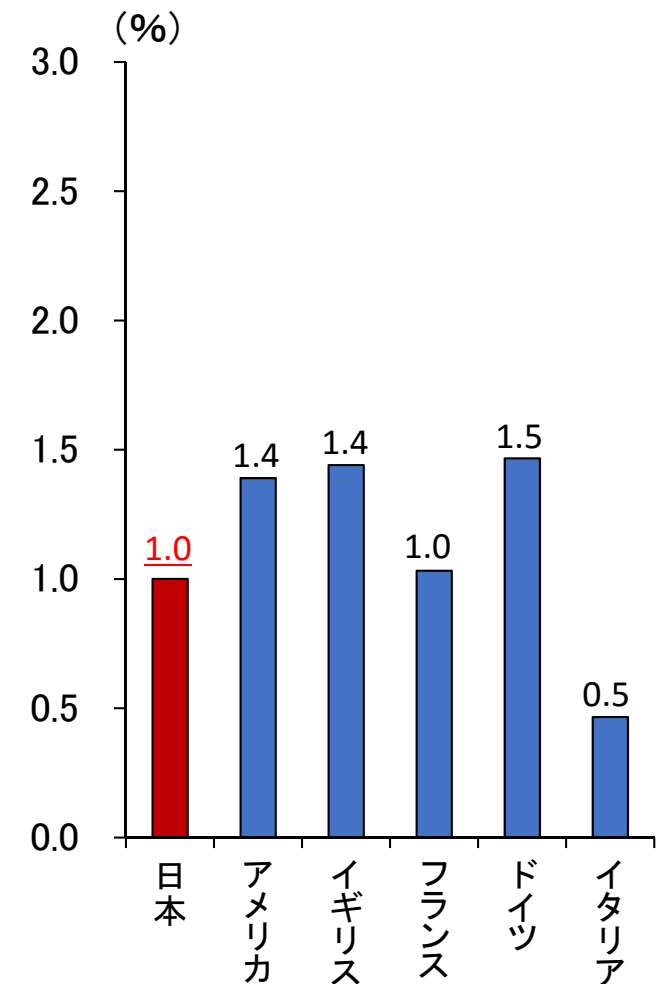
＜実質GDP＞



＜生産年齢人口  
一人当たり実質GDP＞



＜一人当たり実質GDP＞



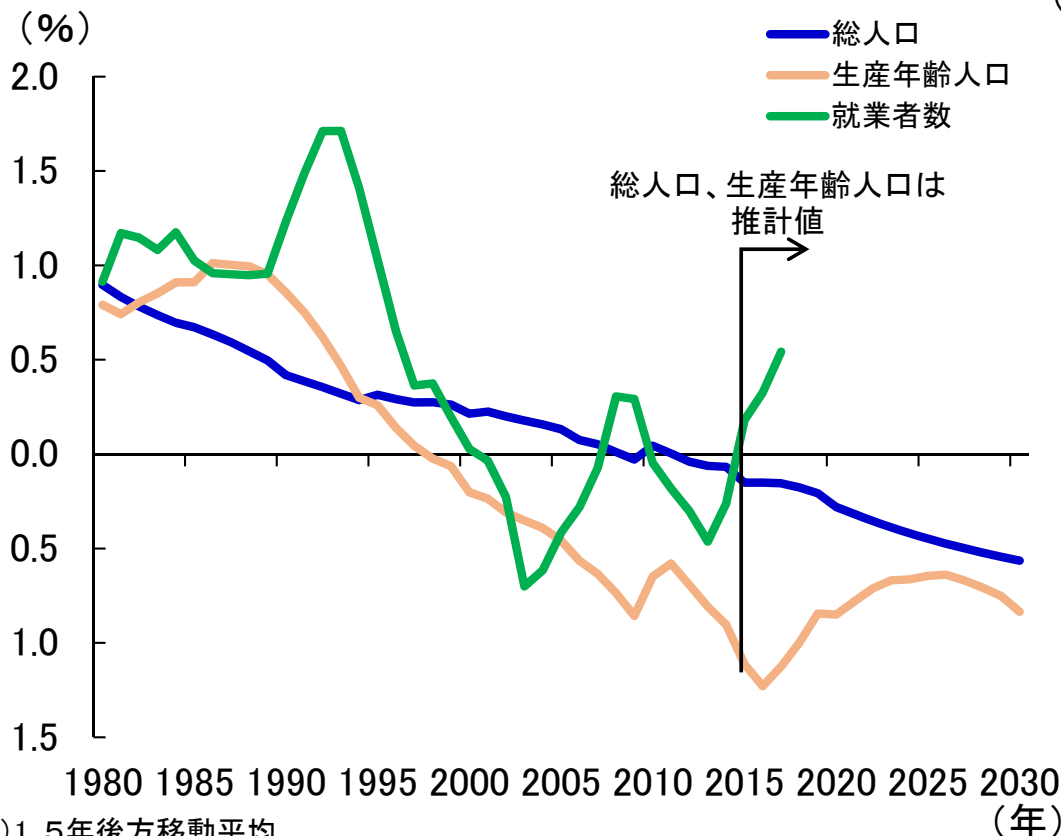
(備考) 1. 世界銀行 "World Development Indicators" より作成。  
2. 1990～2016年について、各年の成長率の幾何平均。

# 人口減少・少子高齢化が経済成長に与える影響

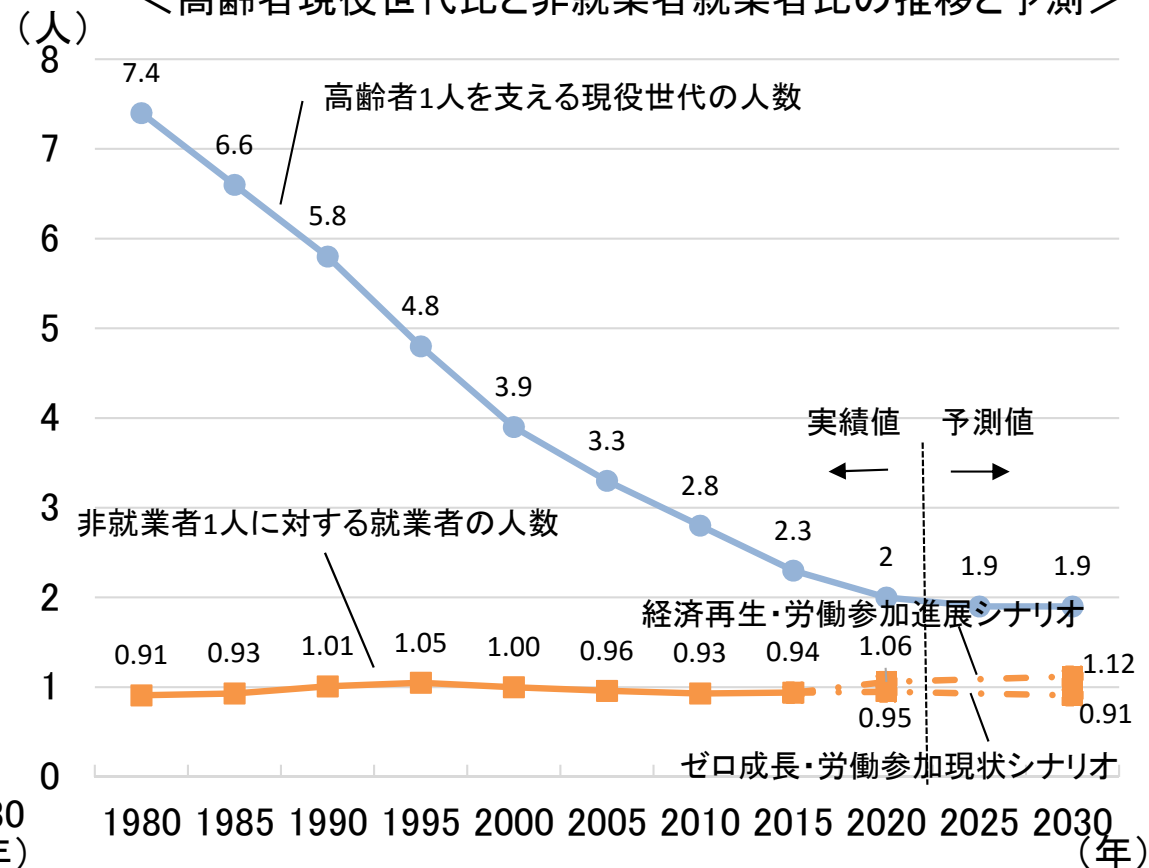
今後の見通し

- 足元の潜在成長率は1%程度(内閣府推計1.0%、日本銀行推計0.66%)。今後とも、人口減少・少子高齢化は、経済成長と財政健全化の両面での制約要因。
- 具体的には、今後生産年齢人口は1%ないしそれを上回るペースで減少。高齢者や女性の就業者数が足元増えており、今後、就業者数の減少幅は抑制できる可能性。ただし、就業者の内訳の変化(非正規雇用労働者の増加、平均労働時間の短縮)、非就業者の内訳の変化(医療費等がかかる高齢者の増加など)に留意する必要。
- 経済政策としては生産性向上による成長を目指すのは当然であるが、財政のあり方は中長期的視点に立った堅実な経済前提に立って考えることが基本。

＜総人口・生産年齢人口・就業者数の増減率(前年比)＞

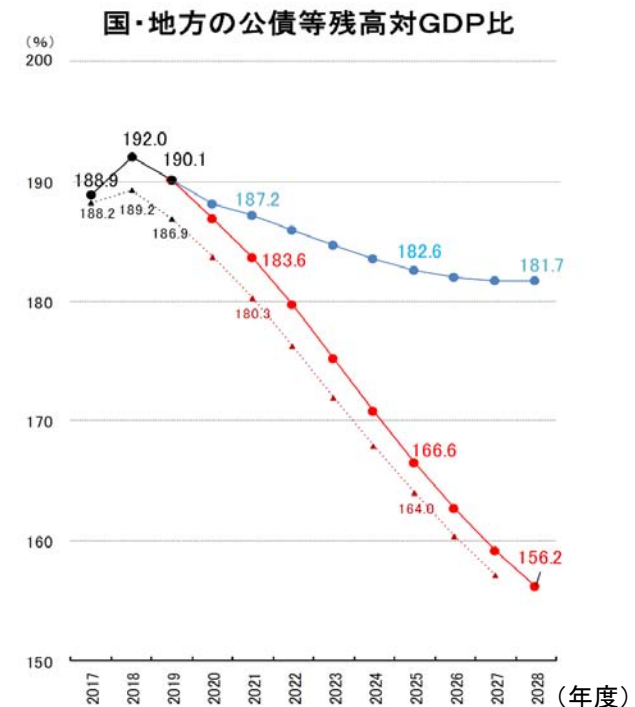
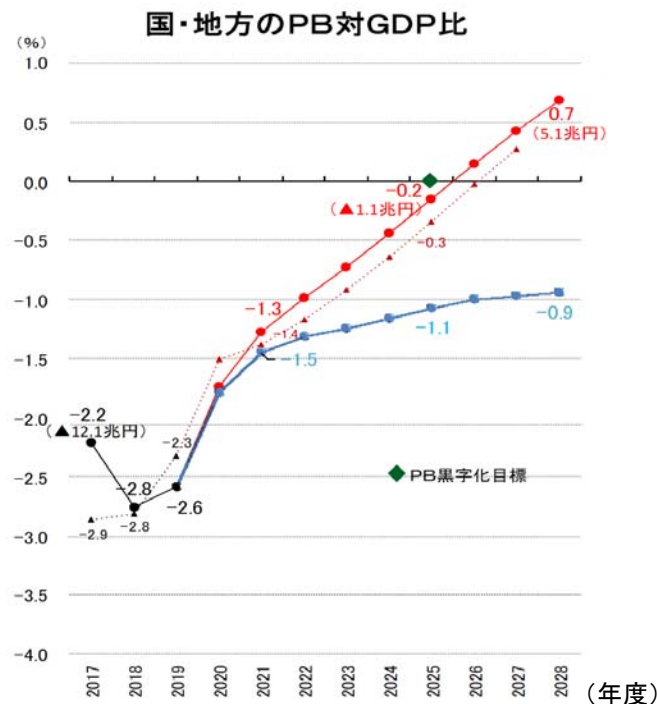


＜高齢者現役世代比と非就業者就業者比の推移と予測＞



(資料) 平成29年度「厚生労働白書」

- 内閣府中長期試算(2019年1月試算)では、基礎的財政収支が赤字である期間であっても債務残高対GDP比が低下していく姿が示されている。
- これは、本試算の対象期間が2028年度までとされている一方、名目成長率よりも低い金利で発行された既発債がより高い金利で借り換えられていくまでにはより長いタイムラグがあるためであり、このことは、本試算の(注)の「なお、長期金利の上昇に伴い、低金利で発行した既発債のより高い金利による借換えが進むことに留意が必要である」という「なお書き」で認識されている。
- 国債の借換えが進むにつれて利払費が増加することは明らかであり、内閣府中長期試算では、借換えが一巡するまでの一時的な効果が示されているに過ぎない。
- 2025年度のPB黒字化目標に向けた2021年度における中間指標(PB赤字対GDP比 ▲1.5%、債務残高対GDP比 180%前半、財政収支対GDP比 ▲3.0%)の進捗状況の評価に当たっても、あくまで財政がこうした一時的な効果に支えられていることを踏まえる必要。



(注) なお、長期金利の上昇に伴い、低金利で発行した既発債のより高い金利による借換えが進むことに留意が必要である。

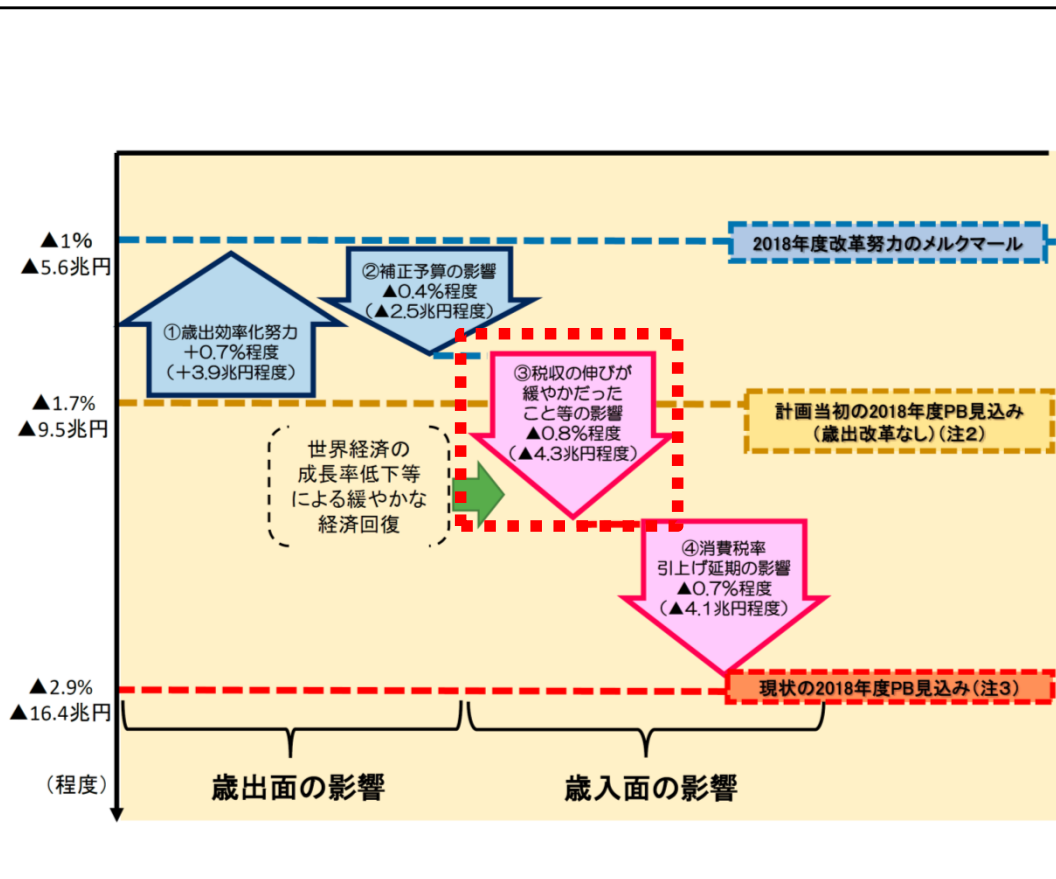
(出所)内閣府「中長期試算」(2019年1月)

# 財政に関する中長期的な見通しについて②

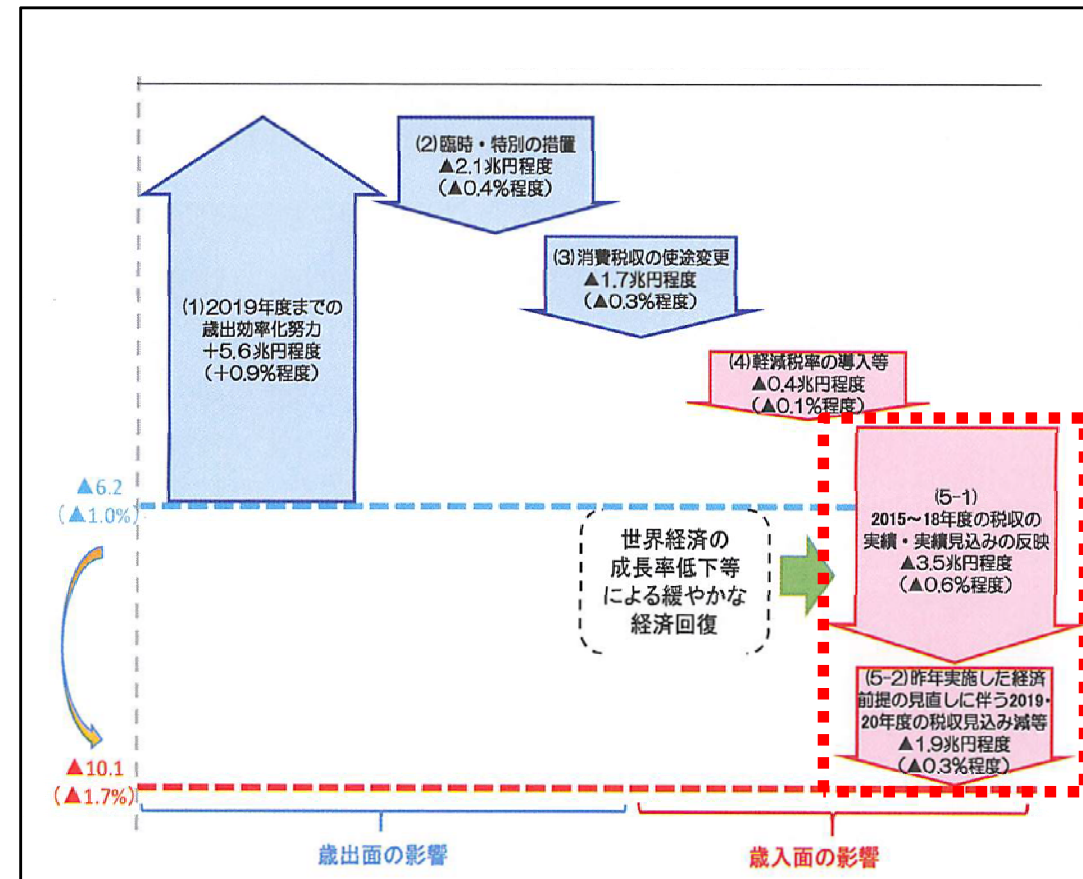
今後の見通し

- 内閣府が「経済・財政一体改革の中間評価」等において、PB改善の進捗の遅れの要因分析をした場合に、過去の中長期試算における経済前提に関わる要因の寄与が大きいことが示されている。
- 財政運営を行ううえでは、堅実な経済前提に立って考えていくことを基本とすべき。

2018年度の国・地方PBの変化要因(2018年3月)



2020年度の国・地方PBの変化要因(2019年3月)



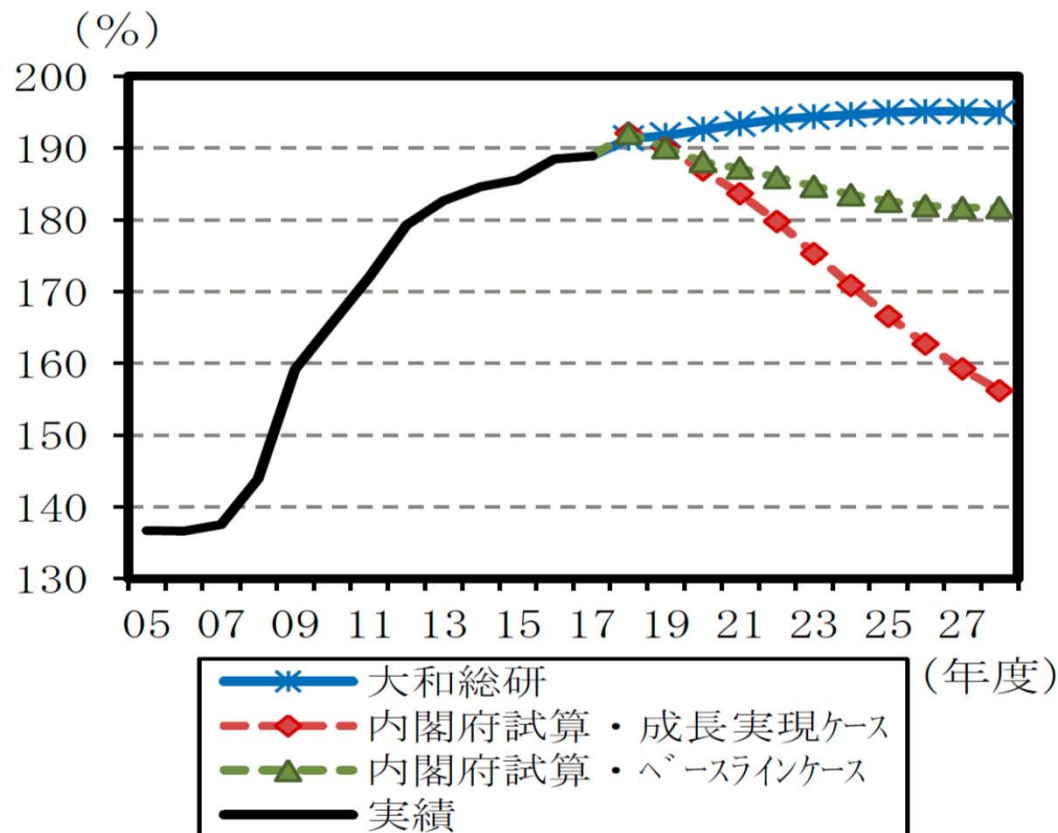
(出典)「経済・財政一体改革の中間評価のポイント」(経済・財政一体改革推進委員会)等



- シンクタンクや民間団体等による財政試算では、内閣府中長期試算とは異なり、当面も債務残高/GDP比は安定的に引き下  
がらず、中長期的にはむしろ上昇する姿が示されている。

【大和総研による試算】  
財政・社会保障見通しと財政再建の課題  
(2019年3月12日)

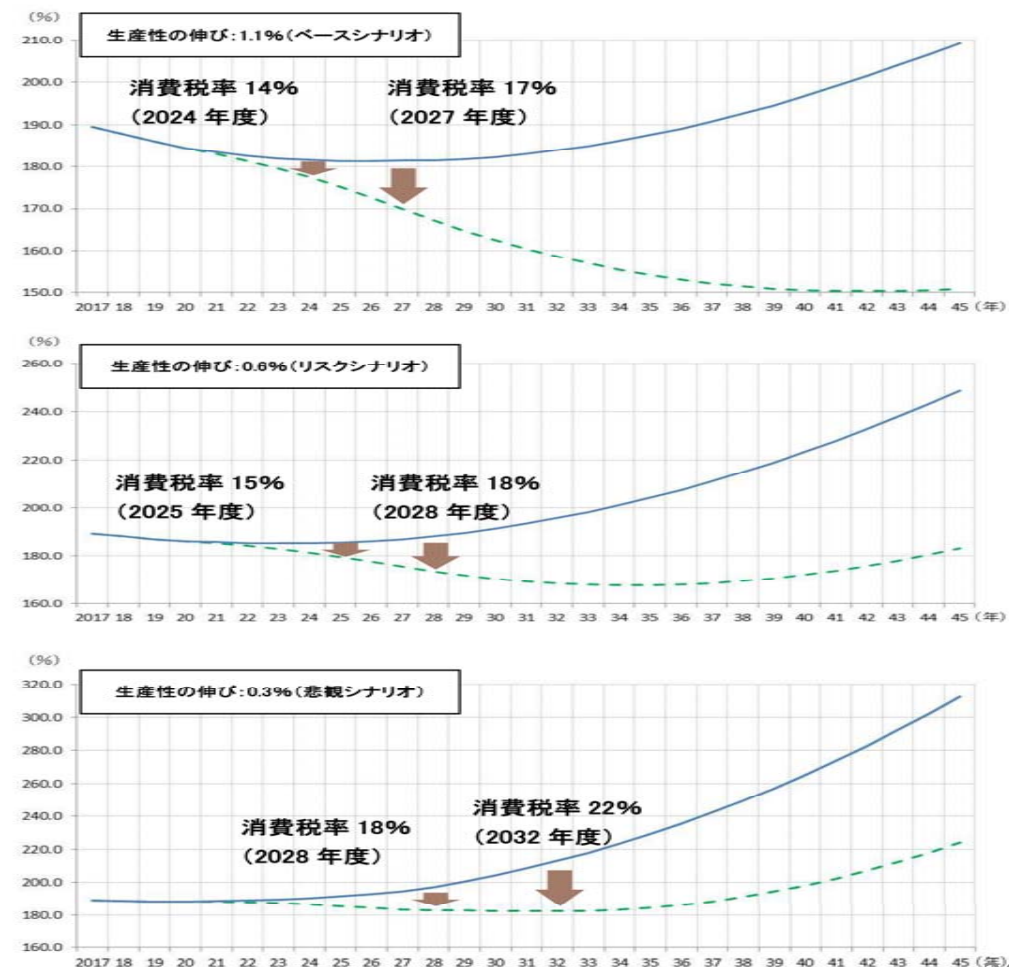
図表 6 公債等残高 GDP 比の見通し



【経済同友会による試算】  
新たな財政健全化計画に関する提言  
(2018年5月15日)

<2045 年度までの長期財政試算>

図表6: 公債等残高(対名目 GDP 比)





- 高成長に期待する議論の一環として、緩やかな物価上昇（インフレ）を通じた成長率の嵩上げによる財政効果を期待する議論も見られるが、成長を伴わない物価上昇は基本的には財政の改善に寄与しない。

財政・社会保障の持続可能性に関する「経済分析ワーキング・グループ」中間報告（内閣府 平成23年10月27日）

### 1. 財政健全化と景気・経済成長との関係についての考え方

#### 1-1 成長、物価上昇により財政健全化を行うとの考え方について

（中略）

これを踏まえた上で、物価上昇や実質成長の高まりが財政収支に与える影響はどうか。実質成長を伴わない物価上昇が生じた場合、税収とともに歳出も増加（物価上昇に連動）するが、現状においては歳出規模が税収規模を大きく上回っていることから、特に国の一般会計の場合、財政収支は悪化する可能性が高い。

（中略）

ここまでは財政収支というフローに着目して議論してきたが、物価上昇が生じた場合に、ストックである政府債務にはどのような影響があるだろうか。物価上昇により実質的な政府債務が軽減するかについては、名目金利が固定されている既発債が存在し、結果として、国債の実質金利が低下し、実質的な債務負担が軽減することは考えられる。ただし、これは借換えが一巡するまでの一時的な効果であり永続的なものではなく、国債の借換えが進むにつれ、利払い費負担が増加することから、これに頼って財政健全化を進めることはできない。

インフレによる実質的な増税は予測が困難な所得移転をもたらすなど、財政民主主義の観点からも問題があると考えられる。

- 実際には、物価の上昇が大きい場合、歳入の増加が歳出の増加に追いつかないことによる財政収支の悪化が、GDPの増加による実質的な債務残高の減少を上回りがち。
- 例えば、第一次オイルショックの際、物価は1973年度から1975年度にかけて33%程度上昇。
- そうした状況下で、
  - ・ 税収は、1973年度から1975年度にかけて3%程度の伸びに留まった一方、
  - ・ 社会保障歳出が86%程度増加するなど、歳出全体では41%程度伸びた結果、
 一般会計の基礎的財政収支（対GDP比）は0.4%程度の黒字の状態から、▲2.9%の赤字に悪化し、国債残高（対GDP比）は8.5%から12.3%に増加した。

（単位：億円）

	1973年度	1975年度	伸び率
C P I （2015年度＝100）	41.4	55.2	+ 33%

税収	133,655	137,527	+ 3%
歳出合計	147,783	208,609	+ 41%
うち社会保障関係費	22,204	41,356	+ 86%
基礎的財政収支	4,602	▲43,456	赤字に変化
基礎的財政収支（対GDP比）	0.4%	▲2.9%	（同上）
国債残高（対GDP比）	8.5%	12.3%	+ 45%

名目GDP	1,167,150	1,523,616	+ 31%
利払費等	4,422	7,800	+ 76%

（出所）財務省「決算の説明」、内閣府「国民経済計算」、総務省「消費者物価指数」。

（注）基礎的財政収支は、各年度の「決算の説明」における（歳入総額－公債金）－（歳出総額－債務償還費）として算出。

○ これに対し、ハイパーインフレーションであれば、急激な物価上昇のインパクトで債務残高/GDP比を下げられる可能性はあるが、国民生活は塗炭の苦しみに見舞われる。

○ ハイパーインフレは、中産階級を崩壊させ、国民生活に大変な痛みを強いる

- ・ インフレの苦しみはたとえ長引いた場合でも、激しい痛みに似ている。痛みが続くあいだは、そのことに全神経が集中し、ほかのことにはいっさい注意が向かないが、ひとたび痛みが去ると、精神的、肉体的に傷が残っても、苦しみはすっかり忘れられるか、気にされなくなる。
- ・ インフレのせいで、あらゆる悪が助長され、国の復興や個人の成功のチャンスがつぶされたことは、疑問の余地がない。…単純に貧しくなったただけなら、みんなで協力して問題を解決しようという気持ちが強まっただろう。インフレ下では、そうはならなかった。インフレには差別意識を駆り立てる性質があり、そのせいで誰もが自分の悪い部分を引き出された。
- ・ どの社会階級に属していても、資本や収入の絶え間ない目減りや将来の不確かさがもたらす悪影響に染まらないでいる人、あるいはそれを利用しないでいる人はいなかった。脱税から、食料のため込み、通貨投機、違法な為替取引まで——個人にとっては多かれ少なかれ生き残りの手段となっていた。…中産階級と上流階級は、贈賄と収賄の両方に関わる不正やごまかしを用いた。…少数の人たちが莫大な利益と愉快なぜいたくをこれ見よがしに享受している一方で、ほかの人々が無関心でいられるはずはなかった。
- ・ 愛国心も社会的な義務も道徳も消え去ってしまった。…持っていたもの、あるいは取っておいたものを保持できないということはまさに根源的な絶望をもたらした。嫉妬や恐怖や激怒という感情も、そこからかけ離れたものではなかった。
- ・ 存在そのものが脅かされている人たちの自己保存本能が、あらゆる道徳律を踏み越えてしまう。
- ・ ハイパーインフレの最中には、家族の銀器よりも1キロのじゃがいものほうが、グランドピアノより豚の脇腹肉のほうが一部の人にとっては価値があった。家族のなかに売春婦がいるほうが、赤ん坊のなきがらがあるよりもよかった。餓死するより盗むほうがましだった。名誉より暖房のほうが心地よく、民主主義より衣類のほうが不可欠で、自由より食べ物のほうが必要とされていたのだ。

○ 賃金の引上げが急激な物価上昇に追いつかず、歳入が歳出に追いつかないため、国や自治体の行政も麻痺し、税制での対応も困難

- ・ 労働者の賃金が初めて、眼に見えて物価の上昇に追いつかなくなってきた
- ・ 週末に給料を引き上げても、翌週の火曜日には、給料が物価の上昇に見合ったものではなくなる。継続的な賃金の引き上げにもかかわらず、労働者階級や給与生活者は深刻な打撃を受けている。
- ・ ベルリンでは、資金不足のせいで路面電車が運行を停止した。あまりにも資金が足りなくなり、自治体がまったく維持できなくなることもあった。
- ・ 8月の税収は、名目上は4月の98倍の金額だったが、実質的には半分の価値しかなかった。マルクが同時期に200倍下がったからだ。…たとえ理論的に税制が予算を満たせたとしても、実際にはほとんど何も変わらなかった。予算の均衡は、絶え間なく暴力的にひっくり返されていた。人々の生活面では、信じがたい負債を処理するために無理な税金を課されたせいで、ついには社会のあらゆるレベルで税に対する倫理観が損なわれてしまった。…国のためにこれ以上犠牲になろうとする人はほとんどいなかった。

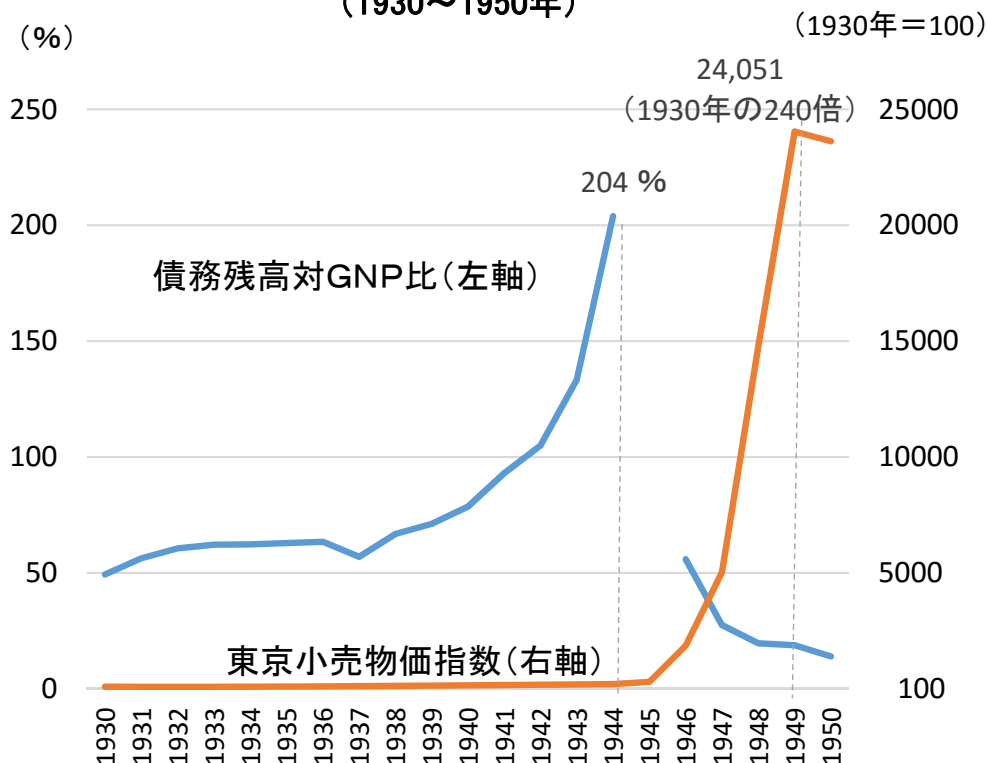
○ このような局面で中央銀行が通貨の供給で事態を解決することは困難

- ・ ライヒスバンクは、無制限の紙幣発行計画を発表し、実行に移していた。…紙幣の発行量を制限するのは、印刷所の能力と印刷工の体力だけになった。…歴史上、ライヒスバンクほどの速さで、自分のしっぽを追い回した犬はいない。自国の紙幣に対するドイツ人の不信は、紙幣の流通量より速いペースで増大している。結果が原因より大きくなっている状況だ。しっぽが犬を追い越してしまっている。
- ・ 昼も夜も、30か所の製紙工場と、150か所の印刷会社、2000台の印刷機があくせくと働いて、絶え間なく紙幣の猛吹雪に拍車をかけ、その下では国の経済がすでに壊滅していた。
- ・ 総裁は、…自分の義務は、全力を尽くして通貨を供給することだと考えていた。…扱えるだけの量の紙幣を繰り返し印刷して配布する際の純粋な物流管理が、総裁の最も大きな心配事だったらしい。
- ・ どれだけ大量に印刷しようと、対ポンドの価値を高めることはできなかった。その一方で、予算の穴はますます大きくなっていった。
- ・ 無知と誤った理論が導きえた極端なまでの愚かさが、あれほど無邪気にさらけ出されるとは、誰にも予期できなかっただろう。

- 第2次世界大戦時の巨額の軍事費調達のために多額の国債が発行された結果、終戦直前には債務残高対GNP比が200%程度にまで増大。この巨額の国債発行は日銀引受けによって行われたことから、マネーサプライの増加等を通じて、終戦直後にハイパーインフレーションが発生。
- 政府は、ハイパーインフレーションに対応し、債務を削減する観点から、「預金封鎖」・「新円切替」を柱とする金融危機対策を講じるとともに、「財産税」・「戦時特別補償税」を柱とする財政再建計画を立案・公表。ハイパーインフレーションやこれらの施策により、債務残高対GNP比は大幅に低下したが、同時に国民の資産(特に保有国債)も犠牲になった。
- こうした教訓に基づき、財政法上、「非募債主義(4条)」や「国債の日銀引受け禁止(5条)」が定められた。

＜国の債務残高対GNP比と東京小売物価指数＞

(1930～1950年)



(注1) 政府債務残高は、「国債及び借入金現在高」の年度末の値(「国債統計年報」等による)。

(注2) 1945年度についてはGNPのデータがなく債務残高対GNP比が算出不能。

### ＜預金封鎖・新円切替＞

- 全金融機関の預貯金を封鎖し、引出しを原則的に禁止。生活費や事業資金について一定額のみ引出しを承認。
- 日銀券を「旧券」として強制通用力を喪失させ、流通中の旧券を預貯金等に受け入れ、既存の預金とともに封鎖。「新券」を発行し、新円による預金引出しを認める。

### ＜財政再建計画＞

- 「財産税」: 通常生活に必要な家具等を除く個人資産(預貯金、株式等の金融資産及び宅地、家屋等の不動産)に対して、一回限りの特別課税。
- 「戦時補償特別税」: 戦争遂行のために調達した物品等の軍や政府に対する戦時補償請求権に対して100%課税を行うことで、戦時補償の支払いを打ち切り。

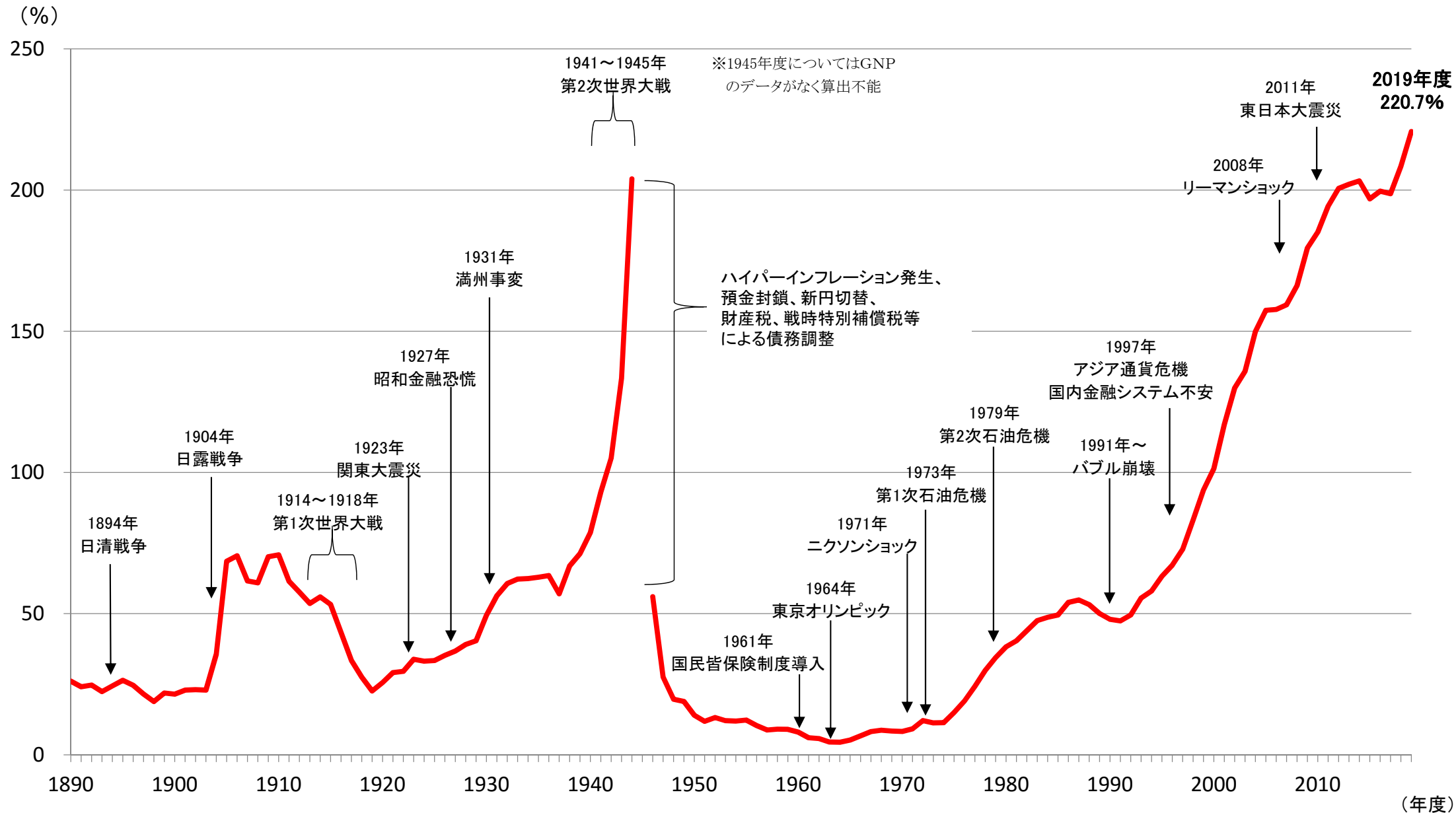
(参考) 財産税及び戦時補償特別税による収入は5年間累計で約487億円(昭和21年時点: 一般会計税収約264億円、個人及び法人企業の金融資産は約3,806億円)。

### ＜ハイパーインフレーションの影響＞

- 「預金封鎖が父を変えてしまった」。漁師の父親は酒もたばこもやらず、こつこつ貯金し続け、「戦争が終わったら、家を建てて暮らそう」と言っていた。だが、預金封鎖で財産のほぼすべてを失った。やけを起こした父は海に出なくなり、酒浸りに。家族に暴力も振るった。イネ(娘)は栄養失調で左目の視力を失い、二人の弟は餓死した。
- 愛知県の松坂屋名古屋店は商品も少なく、物々交換所に様変わりした。インフレで物価は高く、必要な物を交換で入手できる場として重宝された。着物を持ってきて食料を欲しが人もいれば、鍋釜を探す人もあった。同店従業員が交換を仲介し手数料を得た。

(出典)『人びとの戦後経済秘史』(東京新聞・中日新聞経済部 編 2016年)





(注1) 政府債務残高は、「国債及び借入金現在高」の年度末の値(「国債統計年報」等による)。2018年度は第2次補正後予算案に基づく見込み。2019年度は予算ベースの計数であり、政府短期証券のうち財政融資資金証券、外国為替資金証券、食糧証券の残高が発行限度額(計197兆円)となっていることに留意。なお、1945年は第2次世界大戦終結時によりGNPのデータがなく算出不能。

(注2) GDPは、1929年度までは「大川・高松・山本推計」における粗国民支出、1930年度から1954年度までは名目GNP、1955年度以降は名目GDPの値(1954年度までは「日本長期統計総覧」、1955年度以降は国民経済計算による)。ただし、2018年度及び2019年度は、「平成31年度の経済見通しと経済財政運営の基本的態度」(平成31年1月28日閣議決定)による。



- 「物価水準の財政理論 (Fiscal Theory of the Price Level: FTPL)」とは、財政政策によって物価水準が決定されるとする議論。
- シムズ・米プリンストン大学教授は、2016年8月のジャクソンホール会議において、「物価水準の財政理論」を紹介したうえで、米・欧・日でインフレ目標が達成できないのは、金融政策がゼロ金利制約に直面するもとの、(将来のインフレによってファイナンスされる)財政拡張を伴っていないためと主張。

※ ジャクソンホール会議： 毎年8月、米カンザスシティ連銀がワイオミング州ジャクソンホールで開催するシンポジウム。各国の中央銀行幹部 や経済学者が参加する。

## FTPLの理論概要

- ✓ 政府債務のデフォルトは生じないと仮定
- ✓ 物価水準は、政府の将来にわたる予算制約式 (下記) が成立するように調整される

### 名目政府債務残高

(= 民間部門保有の公債残高  
+ マネタリーベース)

物価水準

=

将来の政府余剰

の総和 (割引現在価値)

- ✓ 政府が歳出拡大・減税を行う
- ✓ 政府は、同時にそのための増税や歳出削減を行わないことにコミット



- ✓ 家計は上記の政府のコミットメントを信用
- ✓ 家計は国債保有により資産が増え、増税も見込まれないため、消費を増やす



- ✓ 物価水準が上昇

- 財政規律を一時的に放棄することによって物価水準の上昇を実現するという考え方は、現実的でない。  
⇒ 「一時的」であることを家計が見透かせば上記の効果は生じない一方、「継続的」と見通せば、国債価格の下落をはじめ、様々な問題が発生し、物価上昇も制御不能となるおそれ。
- 恒等式の右辺を見ても、基礎的財政収支が黒字であることは必要。わが国の場合、すでに見たように物価上昇で収支改善を期待することは必ずしも容易でなく、結局、基礎的財政収支を黒字にするための別途の収支改善努力が必要。

# 海外事例

# 諸外国における財政危機の事例①

## 海外事例

- IMFのワーキングペーパー「Fiscal Crises(2017.1)」においては、財政危機を「政府による例外的措置の実施を招くような財政的困窮状態の高まりが続く期間」とし、その種類として、①信用事由(債務の返済の不履行等)、②例外的な公的財政支援(IMFからの多額の財政支援)、③潜在的な財政破綻(ハイパーインフレ等)、④市場からの信認の喪失(市場からの資金調達の困難化等)を挙げている。
- 1995年以降、先進国+G20国のうち、財政危機が発生したのは、14カ国。そのうち、危機以前から財政状況が悪化していたのは、6カ国。

### <財政危機の種類>

危機の種類	具体的な状況
①信用事由	<p>✓ 政府の保有する債務について、債権者に重大な経済的損失を発生させる取組を実施した場合(例えば、<u>債務の返済の不履行</u>、債務の再編、延期等)</p> <p>【具体的状況】 以下のいずれの状況にも該当する場合 (1)債権者が被る経済的損失が相当な規模の場合(対GDP比で0.2%以上) (2)返済できなくなった債務額(名目)の伸びが相当である場合(10%以上)</p>
②例外的な公的財政支援	<p>✓ 財政健全化を目的としたIMFからの多額の財政支援があった場合</p> <p>【具体的状況】IMFへの支払い額よりも、支援額が大きくなる場合</p>
③潜在的な財政破綻	<p>✓ <u>ハイパーインフレが生じている場合</u></p> <p>【具体的状況】CPI(年平均)の伸び率が、先進国・小規模発展途上国では35%以上、発展途上国・低所得発展途上国では100%以上の場合</p> <p>✓ 国内での未払金が増加している場合</p> <p>【具体的状況】未払金の対GDP比が1年あたり1%pt以上増加した場合</p>
④市場からの信認の喪失	<p>✓ 市場とのアクセスを失った場合</p> <p>【具体的状況】市場から持続的に資金調達が出来なくなった場合</p> <p>✓ 市場へのアクセス費用が増加した場合</p> <p>【具体的状況】ソブリンスプレッド、CDSスプレッドが1,000bps以上の場合</p>

### <財政危機が発生した国>

(先進国+G20国：1995年～)

 アイスランド	 韓国	 ポルトガル
 アイルランド	 キプロス	 ラトビア
 アルゼンチン	 ギリシャ	 リトアニア
 インドネシア	 トルコ	 ロシア
 エストニア	 ブラジル	

【14カ国】

### 危機前に財政状況が悪化していた国

(財政収支対GDP比▲3.0%以下 or 債務残高対GDP比60%超)

 ロシア	 アルゼンチン
 ブラジル	 ギリシャ
 トルコ	 ポルトガル

【6カ国】

- 財政状況が悪化した国々では、通貨安や市場からの信認低下等に伴う金利上昇等により、政府の資金調達が困難となる事態等（財政危機）が発生。

### 構造的問題

### 環境の変化 (外的要因等)

### 財政危機までの経緯

ロシア



(1998)

- ✓ 不採算企業に対する補助金支出や原油価格の低下等により財政赤字が発生。
- ✓ 財政赤字を短期国債により補てん。短期国債の発行残高が急増したが、資金調達は海外資金に依存していた。

アジア通貨危機により、通貨安・資金流出が加速。

- ✓ 政府は為替レートの回復を図るためIMF等に支援要請。
- ✓ ルーブル買い介入と政策金利の引上げ等を実施したが、政策金利引上げが短期国債金利の上昇を誘発。
- ✓ 財政の持続性に対する懸念が高まり、短期国債等の債務不履行を発表。

ブラジル



(1999)

- ✓ 社会保障給付や公務員給与等の物価スライド制により歳出が拡大し、財政赤字が発生。財政赤字を中銀の国債引受け（財政ファイナンス）で賄ったことで、ハイパーインフレに直面。
- ✓ 高金利政策や固定相場制の採用等によりインフレは沈静化したが、利払費増により財政状況が急激に悪化。

アジア通貨危機・ロシア通貨危機により、資金流出が加速。

- ✓ 政府は国際金融市場の変動等に対応するため、IMFに支援要請。IMFは財政健全化策等の実施を条件に合意。
- ✓ 財政再建を条件として連邦政府が債務を引き受けた州のうち、ミナスジェライス州の知事が連邦政府に対し、債務返済の延期を宣言。
- ✓ 民間部門に対しても債務返済の遅滞が生じるとともに、財政の持続可能性に対する懸念が高まり、市場からの資金調達が困難化。

トルコ



(2001)

- ✓ 国営企業の放漫経営により多額の財政赤字が発生。財政赤字を中銀の国債引受け（財政ファイナンス）で賄ったことで、高インフレ・高金利が慢性化。
- ✓ こうした中、政府は、期待インフレを抑制するための為替管理制度を導入。

アジア通貨危機・ロシア通貨危機の中、海外投資家のリスク回避姿勢が強まる。

- ✓ 政府首脳部の対立を契機として、為替管理制度を維持するための財政健全化策等の先送りの懸念が増幅。
- ✓ 物価・金利上昇の再燃や海外投資家による資本逃避に直面し、市場からの資金調達が困難化（結果的に変動相場制へ移行）
- ✓ 政府は投資家の信認回復のため、IMFに支援要請。IMFは財政健全化策等の実施を条件として、支援に合意。

### アルゼンチン



(2001)

#### 構造的問題

- ✓ インフレ抑制など経済の安定化のため、固定相場制を採用。
- ✓ 近隣諸国が変動相場制に移行し為替が減価する中で固定相場制を維持したため、輸出競争力の低下により民間部門では対外債務が増加。
- ✓ 公的部門も、国内金融市場が未発達で資金調達を外貨建て国債に依存。

#### 環境の変化 (外的要因等)



ロシア通貨危機・  
ブラジル通貨危機により、資金流出が加速。

#### 財政危機までの経緯

- ✓ 資金流出を受け、政府は市場からの信認回復のため、IMFに支援要請。
- ✓ IMFからの支援を受けながら、連邦政府の財政収支均衡を目指す「財政均衡法」の制定などを行ったが、資金流出に伴う金利上昇により利払費が増加し財政状況は更に悪化。
- ✓ 財政の持続可能性に対する懸念が増幅し、外貨建て国債の調達・返済が困難となり、デフォルト。

### ギリシャ



(2009)

- ✓ ユーロ加盟やアテネオリンピックを背景に、高い経済成長を実現。
- ✓ ユーロの信用力により金利が大幅に低下していたことから、歳出・歳入改革をせず、借入を拡大、財政赤字が発生。



リーマンショックにより、経済・財政状況等が悪化。

- ✓ 財政統計の不正発覚を契機に、財政の持続性に対する懸念が高まり、金利が急騰。市場からの資金調達が困難化、債務不履行等が発生。
- ✓ 自力での資金調達が困難となったことにより、IMF等に支援を要請。財政健全化策の実施等を条件に支援に合意。

### ポルトガル



(2011)

- ✓ 構造的な低成長・低競争力体質(※)や年金関係支出の増加により、慢性的な財政赤字等が発生。

※ 非経済的な公営企業が多いこと、労働生産性が低く、失業率が高水準であること等



リーマンショック・ギリシャ危機により、経済・財政状況等が更に悪化。

- ✓ ギリシャ危機の波及を受け、政府は財政健全化策を公表したが、議会が否決。財政の持続性に対する懸念が高まり、金利が上昇。市場からの資金調達が困難化し、債務不履行等が発生。
- ✓ 自力での資金調達が困難となったことにより、IMF等に支援を要請。財政健全化策の実施等を条件に支援に合意。

#### ■ 各国の財政危機の規模に関する指標の比較(対GDP比)





	ロシア	ブラジル	トルコ	アルゼンチン	ギリシャ	ポルトガル
デフォルト額	25.0%	1.3%	—	84.4%	127.1%	23.3%
IMF等からの支援合意額	7.8%	4.8%	3.1%	319.6%	32.3%(第1次) 90.5%(第2次) 48.8%(第3次)	44.3%



## 諸外国における財政危機の事例②



### 海外事例

- 財政危機が発生した国では、負担増や年金・医療の大幅な給付カットなど、厳しい措置を実施。

	財政健全化策の概要	財政収支対GDP比の改善幅 <sup>(注)</sup>
<b>ロシア</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 不採算企業への補助金や地方における歳出の削減【1998年～】</li> <li>・ 輸出関税を再導入【1999年】</li> <li>・ 実効税率を下げる一方で脱税のインセンティブを減らし、課税ベースを拡大【1999年～】</li> </ul>	<b>10.5%ptの改善</b> ※ 1998年: ▲7.4% →2000年: 3.1%
<b>ブラジル</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 社会保険負担金の事業主負担の引上げ(売上げの2%→3%。銀行に新たに賦課)【1999年～】</li> <li>・ 連邦職員年金の被保険者負担の引上げ【1999年～】</li> <li>・ 金融取引税の税率引上げ【1999年～】</li> </ul>	<b>2.0%ptの改善</b> ※ 1998年: ▲7.2% →1999年: ▲5.2%
<b>トルコ</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 新規公共投資の抑制や後発医薬品の普及促進を通じた歳出削減【2002年～】</li> <li>・ 石油消費税の引上げ【2002年～】</li> <li>・ 政府が保有している国営企業株式の売却【2002年～】</li> </ul>	<b>21.5%ptの改善</b> ※ 2001年: ▲25.4% →2004年: ▲3.9%
<b>アルゼンチン</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 農作物等を対象とした輸出税の創設【2002年～】</li> <li>・ ガス・電気などの公共料金の引上げ【2002年～】</li> <li>・ 連邦政府から州政府への赤字補填に対する上限額の設定【2002年～】</li> </ul>	<b>3.3%ptの改善</b> ※ 2001年: ▲5.4% →2002年: ▲2.1%

(注) 改善幅は、健全化策実施前の財政収支対GDP比と、危機への対応のための健全化策を実施した後の財政収支対GDP比を比較。

(出典) IMF "World Economic Outlook" (2018年10月)、各国資料

	財政健全化策の概要	財政収支対GDP比 の改善幅 <sup>(注)</sup>
<b>ギリシャ</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>年金給付が月1,200ユーロを超える場合、超える部分の給付を20%減額。更に、月1300ユーロを超える場合、超過部分の給付を12%減額【2011年・2012年～】</li> <li>年金支給開始年齢を60歳から、段階的に67歳まで引上げ【2010年・2012年～】</li> <li>基礎的年金支給額の減額【2016年～】 (15年以上勤務した者:486ユーロ(月額)→20年以上勤務した者:384ユーロ(月額)等)</li> <li>年金支給額に応じた社会連帯負担金（3～14%）の徴収【2010年～】</li> <li>付加価値税率を引上げ（19→21%→23%→24%）【2010年～】</li> </ul>	<b>15.7%ptの改善</b> ※ 2009年:▲15.1% →2018年:0.5%
<b>ポルトガル</b> 	<ul style="list-style-type: none"> <li>月収1,100ユーロ以上の年金受給者に対する年金給付額を7分の1（約14%）減額【2012年・2013年】 (月収600ユーロ以上1,100ユーロ未満の年金給付者に対しても段階的に給付額を切下げ。)</li> <li>新規年金受給者に対する年金給付額を約4%減額【2012年～】</li> <li>医療費の個人負担の増額(従来の3倍程度)【2012年～】</li> <li>付加価値税率を引上げ(21%→23%)【2011年～】</li> </ul>	<b>6.3%ptの改善</b> ※ 2010年:▲11.2% →2013年:▲4.8%

(注1)改善幅は、健全化策実施前の財政収支対GDP比と、危機への対応のための健全化策を実施した後の財政収支対GDP比を比較。

(注2)ギリシャの2018年の財政収支対GDP比は推計値。

(出典)IMF"World Economic Outlook"(2018年10月)、各国資料

### 財政危機の発生

#### 緊縮財政の実施

※ 財政状況が悪化している国がIMFから財政支援を受ける場合、通常、支援条件として緊縮財政の実施が求められる。

##### <給付等の削減>

- ✓ 年金給付の削減(希、葡)
- ✓ 公共投資の抑制(土)

##### <負担の増加>

- ✓ 付加価値税の引上げ(希、葡)
- ✓ 医療・社会保険等の事業主・個人負担の増加(伯、葡)
- ✓ 燃料税の引上げ(土)、公共料金の引上げ(亜)

#### 経済状況の悪化

- ✓ インフレによる購買力の低下(露、亜)
- ✓ 金融システム危機に伴う銀行取り付けや預金封鎖の発生(露、伯、亜、希)
- ✓ 失業率の大幅な上昇(露、希、葡)



ロシアにおける銀行取り付けの様子(出典:ロイター)



ギリシャ政府の財政緊縮策へのデモの傍らで物乞いをする男性(出典:ロイター)

#### 社会情勢の不安定化

- ✓ 増税、給与削減、解雇等に対するデモ・ストライキの多発(露、亜、希、葡)
- ✓ 与党が総選挙で過半数割れ。連立協議も失敗し、政治的空白が発生(希)
- ✓ 混乱を受け、首相が辞任。総選挙の結果、政権交代(葡)



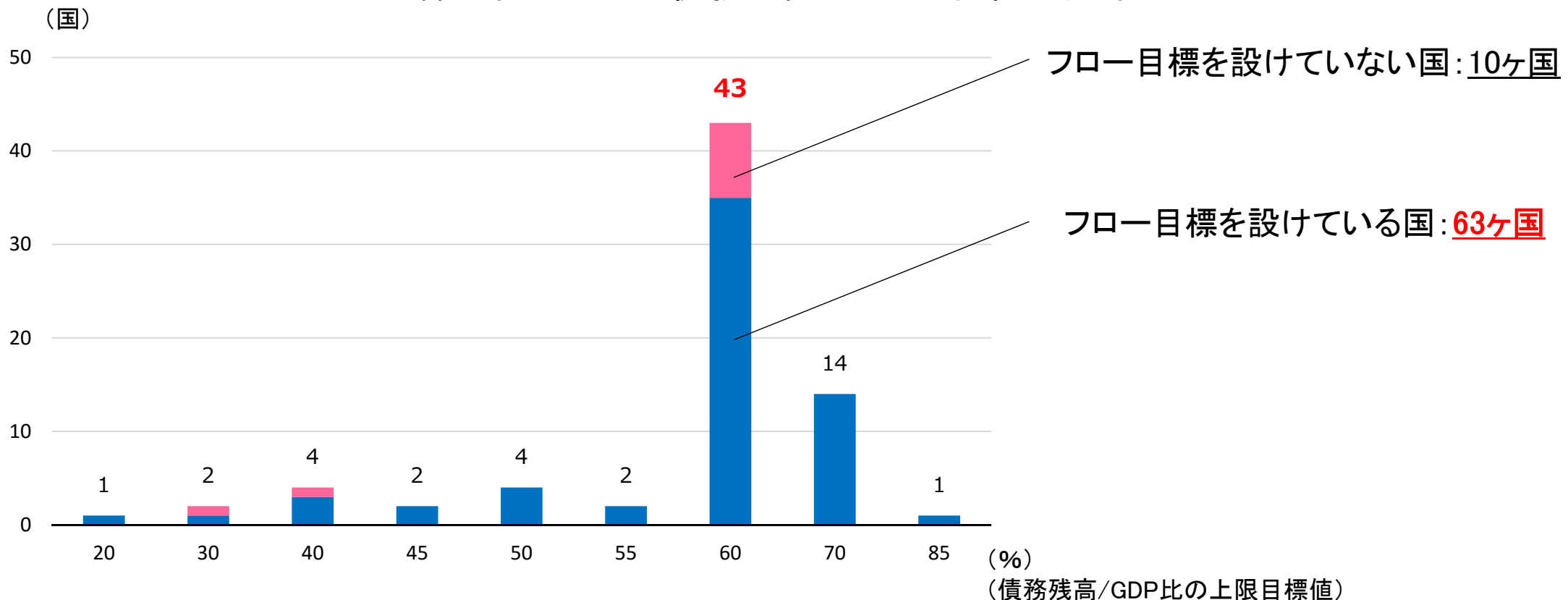
リスボンの広場にポルトガル政府の財政緊縮策に反対する人々が集まる(出典:ロイター)



アテネでギリシャ政府の財政緊縮策に抗議し、機動隊員を蹴る人々(出典:共同通信)

- 債務残高/GDP比について、単に「安定的引下げ」が目標とされているわが国とは異なり、諸外国においては、多くの国(73ヶ国)が上限目標を設けている。多くは60%を上限目標としている。
- 債務残高/GDP比に上限目標(ストック目標)を設けている国の約9割(63ヶ国)が、ストック目標の実現のために、財政収支等に関する目標(フロー目標)を設けている。

＜諸外国における債務残高/GDP比目標の分布＞



(注1) IMFにおいて財政ルールに関する情報が得られた96ヶ国を集計対象国としている。

(注2) スtock目標はIMFの財政局が”Debt rule”と定義しているもの、フロー目標は同局が”Budget Balance Rule”と定義しているものを集計。

(出所) IMF「Fiscal Rules at a Glance」(2017年3月)

○ 主要先進国においては、債務残高/GDP比について上限目標を設けているとともに、フロー目標として利払費を含む財政収支について均衡などの目標を掲げている。

	残高目標（ストック）＜対GDP比＞	収支目標（フロー）＜対GDP比＞
<b>EU</b> 	<b>財政協定(2013年)</b> 債務残高⇒60%以下 60%を超える場合、超える部分を原則、年1/20以上削減	<b>財政協定(2013年)</b> <sup>(注1)</sup> 財政収支⇒均衡 or 債務残高が60%超の場合：構造的財政収支 <sup>(注2)</sup> ⇒▲0.5%以下 債務残高が60%以下の場合：構造的財政収支⇒▲1.0%以下 ※各国憲法その他拘束力があり、永続的な性格を有する法で規定することが求められている。
<b>ドイツ</b> 	<b>(参考) 中期財政計画2018～2022(2018年)</b> 債務残高⇒2019年に60%以下	<b>予算原則法(2013年)</b> 構造的財政収支⇒▲0.5%以下 <b>(参考) 中期財政計画2018～2022(2018年)</b> 財政収支⇒2019年から2022年まで均衡維持
<b>フランス</b> 	<b>(参考) 安定化プログラム2018(2018年)</b> 債務残高⇒60%超の部分を原則、年1/20以上削減	<b>複数年財政計画法2018～2022(2018年)</b> 構造的財政収支⇒▲0.4%以下 <b>(参考) 安定化プログラム2018(2018年)</b> 財政収支⇒2022年までに黒字化
<b>イタリア</b> 	<b>(参考) 経済財政文書2018(2018年)</b> ※公的債務については、EUにおいて定められた目標に適合するようにすることとされている。 債務残高⇒60%超の部分を原則、年1/20以上削減	<b>憲法(2012年)、均衡財政原則の適用に関する法律(2012年)</b> ※行政は、欧州連合の法規と一致するよう、予算の均衡(構造的財政収支で判定)及び公的債務の持続可能性を保障することとされている。 構造的財政収支⇒▲0.5%以下 <b>(参考) 経済財政文書2018(2018年)</b> ※予算の収支については、EUにおいて定められた目標に適合するようにすることとされている。 構造的財政収支⇒▲0.5%以下
<b>英国</b> 	<b>予算責任憲章</b> 純債務残高⇒2020年度には減少に転ずる	<b>予算責任憲章</b> 構造的財政収支⇒2020年度までに▲2%以下
<b>米国</b> 	<b>大統領予算教書(2019年)</b> 債務残高⇒2039年度までに45%まで削減	<b>大統領予算教書(2019年)</b> 財政収支⇒2034年度までに均衡
<b>カナダ</b> 	<b>経済・財政見通しの秋季改訂(2018年)</b> 債務残高⇒削減を続ける	<b>経済・財政見通しの秋季改訂(2018年)</b> 財政収支⇒2019年度までに均衡

(注1) 対象国はユーロ加盟国18か国＋その他のEU加盟国7か国(英国、チェコ、クロアチア以外)

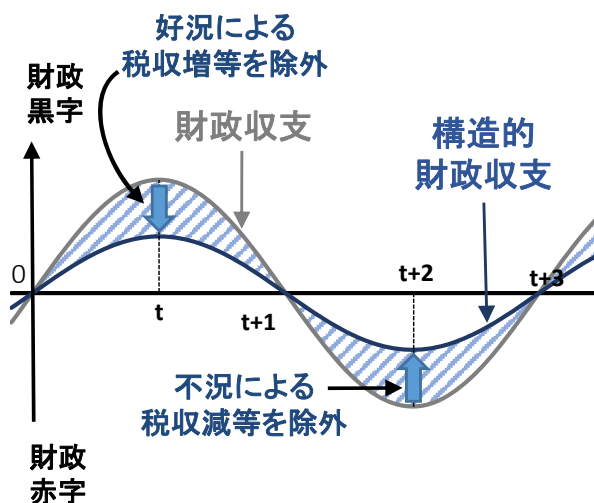
(注2) 構造的財政収支は、経済が潜在GDPの水準に達している場合に実現する財政収支。推計に用いる潜在GDPは、仮定や推計方法によって大きく変化するなど、高い不確実性を伴うものであることに留意が必要。  
 足元(2016年)の日本の構造的財政収支(対GDP比)はOECD推計で▲3.3%、IMF推計で▲4.1%。

(注3) 各目標は、原則、一般政府ベースの目標。ただし、ドイツの「中期財政計画2018～2022」における財政収支に関する目標は連邦政府、英国の目標は公的部門、米国及びカナダの目標は連邦政府に係る目標。



- 構造的財政収支は、経済が潜在GDPの水準に達している場合に実現する財政収支。  
※ 好況・不況による税収の増減等、景気循環要因や一時的要因による歳入・歳出の変化は除かれるが、公共事業等の景気対策による歳出増は除外されない。
- 構造的財政収支が均衡するには、不況時には財政収支が赤字となることを許容する一方、好況時には財政収支が黒字となる必要。(中長期的には、財政収支の均衡と同等。)
- 構造的財政収支については、
  - ・ 景気循環や一時的要因による歳入や歳出の振れに左右されずに財政状況を議論できる利点があり、EU諸国の財政健全化目標として用いられている一方、
  - ・ その算出に用いられる潜在GDPや弾力性が、用いるデータや推計方法によって大きく変化するなど、高い不確実性を伴うものであることに留意が必要。

## <構造的財政収支のイメージ>



## <推計における不確実性>

推計に用いる潜在GDPや、それをもとに算出されるGDPギャップの値は、仮定や推計方法により、機関ごとに異なる。

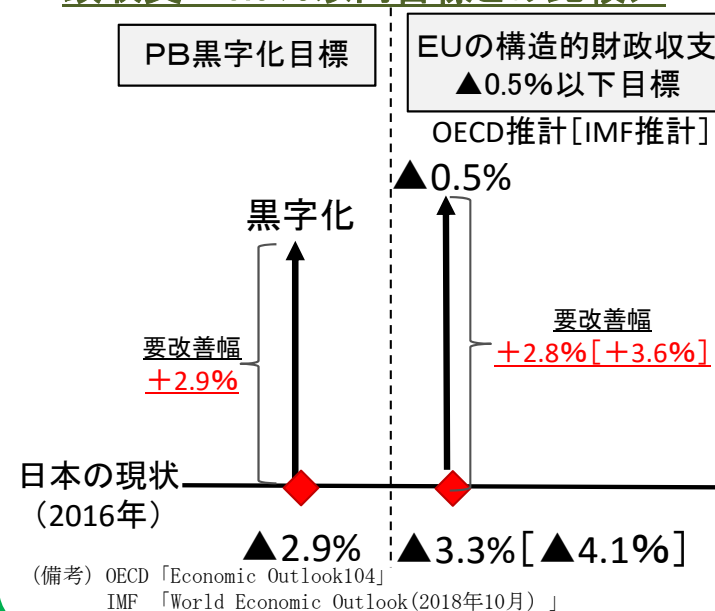
・2016年の日本のGDPギャップ

IMF	OECD	内閣府	日銀
▲1.8%	0.2%	▲0.3%	▲0.2%

(参考) 欧州における指摘

・潜在成長率は観測できないもので、高い不確実性を伴う。(2016年3月 欧州8財務大臣欧州委員会宛レター要旨)  
・観測できない構造的財政収支の計測は、高い不確実性を伴い、誤った財政政策の提言につながる可能性がある。(2016年6月 欧州議会調査サービス局報告書抜粋)

## <PB黒字化目標とEUの構造的財政収支▲0.5%以内目標との比較>



- イタリアは債務残高/GDP比が約130%に達しており、EU基準となる60%を超えているが、中期財政目標の達成に向けた調整経路の遵守を条件として、過剰財政赤字手続(EDP)の適用を免除されてきた。
- 2018年10月15日にイタリア政府が提出した2019年予算案は、楽観的な経済予測に基づき作成されていた上に、歳出を増大させ、財政悪化を招くものであった。このため、11月21日、欧州委員会はイタリアへのEDPの適用が正当であるとする報告書を公表した。
- 12月18日、イタリア政府は、経済予測を保守的に見直し(※)。その上で、一部歳出の延期、セーフガード条項等を含む予算案を再提示。欧州委員会はEDPを発動しないこととした。

(※) 2019年実質成長率:1.5%(伊政府当初予測(10月時点))→1.2%(欧州委員会予測(11月時点))→1.0%(合意された予算(12月時点))

## ＜ 2019年イタリア予算案をめぐる主な経緯 ＞

## 欧州理事会勧告(2018年7月13日)

イタリア政府に対し、①中期財政目標達成に向けた調整経路にのせ(2019年の構造的財政収支対GDP比を対前年比で+0.6%pt改善)、②債務残高/GDP比を引き下げること等が求められていた。

## イタリア政府予算案(2018年10月15日)

政権交代後初めての2019年予算案は、政権公約であるミニマム・ベーシック・インカムの導入及び年金支給開始年齢の引下げ等による歳出拡大を含み、①2019年の構造的財政収支対GDP比は対前年比で▲0.8%pt悪化した。他方、歳出は増大するものの、②成長率の上昇により、債務残高/GDP比は低下する(2018年：130.9%、2019年：130.0%、2020年：128.1%)と見積もられた。

## 欧州委員会報告書(2018年11月21日)

欧州委員会は、①中期財政目標達成に向けた調整経路から大きく逸脱しており、②(イタリア政府の経済予測より保守的な)欧州委員会の経済予測に基づく、債務残高/GDP比が横ばい(2018年:131.1%、2019年:131.0%、2020年:131.1%)となること等を指摘し、EDPの適用が正当であるとした。

## イタリア政府予算案(2018年12月18日)

イタリア政府は、まず、経済予測を保守的に見直し、その上で、ミニマム・ベーシック・インカムの導入及び年金支給開始年齢の引下げの延期等の財政努力(1,025億ユーロに相当)により、①2019年の構造的財政収支対GDP比の悪化を対前年比で±0.0%ptとし、②債務残高/GDP比も低下(2018年:131.7%、2019年:130.7%、2020年:129.2%)することとした。さらに、セーフガード条項(※)を盛り込んだ。

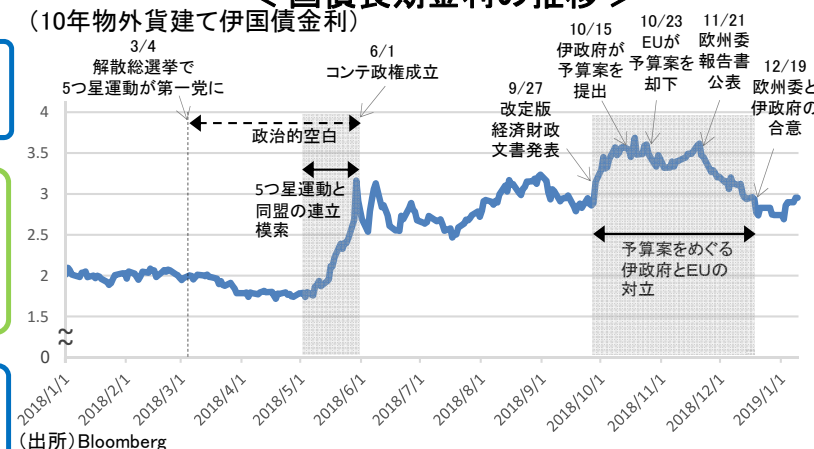
※(i)2019年予算のうち20億ユーロの支出を凍結し、財政目標達成が軌道にのっている場合のみ解除する措置  
(ii)2020年、2021年に予定されている付加価値税率引上げによる増収分に相当する財源を確保できない限り自動的に発動する付加価値税率の引上げ措置。

欧州委員会からイタリア政府への書簡(2018年12月19日)

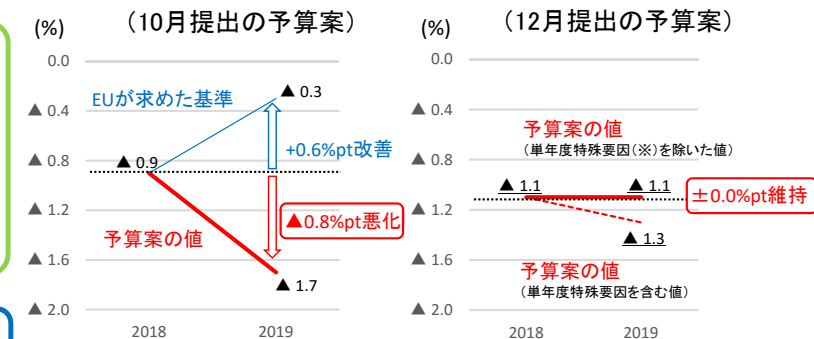
予算案は理想的ではないものの、セーフガード条項等を含む合意された予算案の確実な実施を条件として、EDPは発動しないこととされた。

※①構造的財政収支の改善幅はEUの求める基準には達しないが、不均衡是正のための構造改革の実施により逸脱の幅が縮小し、中長期的に改善が見通され、②経済見通しを保守的に見直した上で債務残高/GDP比が中長期的に低下する計画となっていること等が評価されたと考えられる。

### ＜国債長期金利の推移＞



### ＜構造的財政収支対GDP比の修正＞



※ 2018年11月に発生した大規模な水害等への対策に係る予算(対GDP比で0.2%に相当)については、単年度特殊要因として、EU基準の達成を判断する際には除外されることがされた。

(出所) イタリア2019年改訂版経済財政文書(2018年12月)、2019年予算案(2018年10月)等

○ 仏政府は、燃料税の引上げ(※)等を含む、2019年予算・税制改正法案を9月末に閣議決定し、議会に提出。

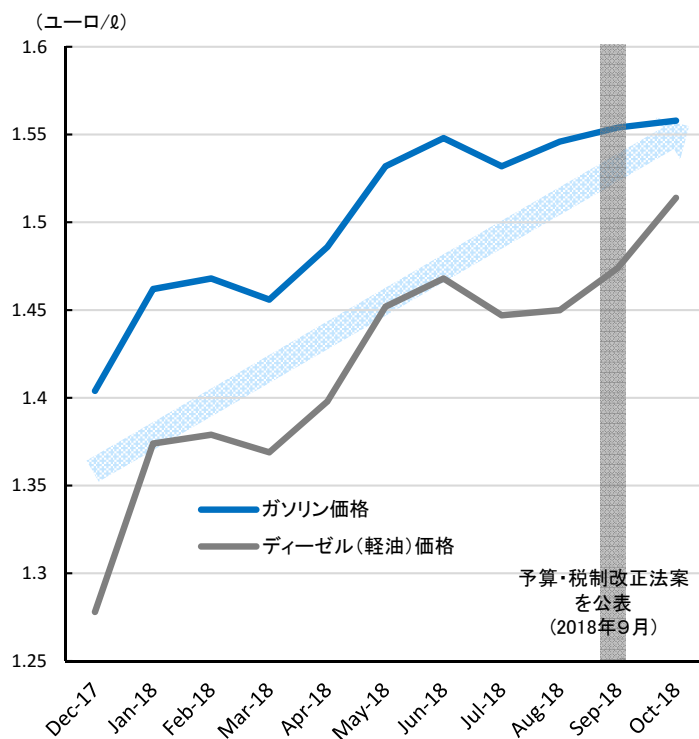
※ マクロン大統領は、トランプ大統領の地球温暖化対策の国際的な枠組みである「パリ協定」離脱表明を受けて、各国に「パリ協定」の遵守を求めるメッセージを発信。燃料税引上げは温暖化対策の一環として実施。

○ 燃料価格が高騰する中での燃料税引上げの表明であったこともあり、国民から反発を招き、燃料税引上げの撤回や連帯富裕税の再導入、マクロン大統領の辞任などを求める大規模なデモが発生（「黄色いベスト運動」）。

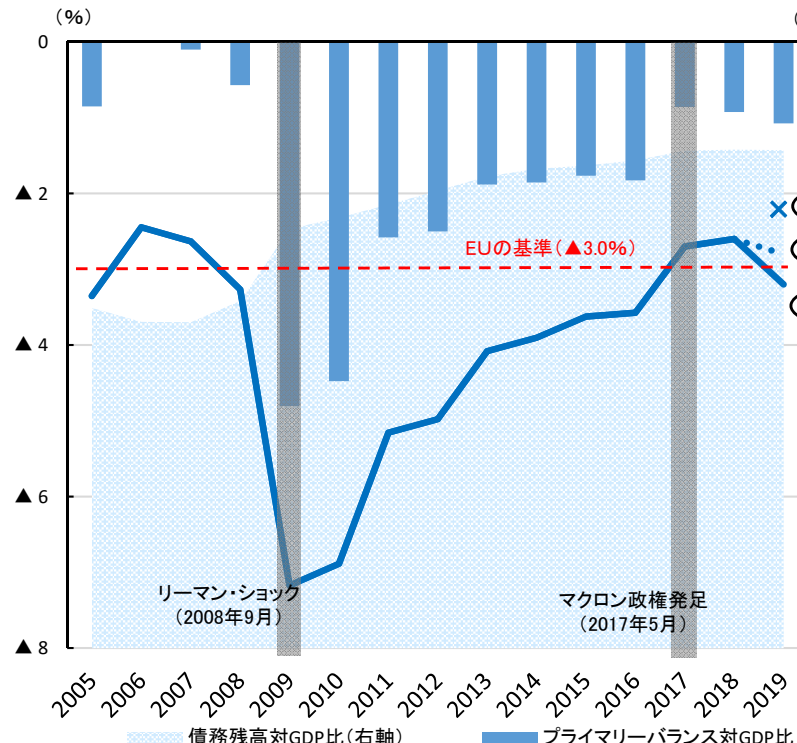
※ ベストは、安価で目立ち、路上での作業時に着用するものであり、労働者を代表する服であることからデモ参加者のシンボルとなったとのこと。

○ マクロン大統領は、燃料税の2019年の増税撤回に加え、最低賃金引上げなどの購買力向上対策を表明。これにより、2019年の財政赤字対GDP比は当初の予算案の▲2.8%から▲3.2%に悪化する見込みだが、政府は単年度特殊要因を除けば、財政収支対GDP比は▲2.3%となりEUが求める基準(▲3.0%)を満たすと説明。

### < ガソリン、ディーゼル価格の推移 >



### < 財政指標の推移 >



燃料税の増税の撤回、最低賃金の引上げ等により悪化

単年度特殊要因(※)（▲0.9%分の悪化）を除けばEUが求める基準（▲3.0%）を満たすと政府は説明

※政府は、2019年より法人税から支払給与の一定割合を控除する仕組みを廃止し、雇用主の社会保障負担の軽減措置に移行。ただし、法人税控除は、翌年度の法人税収に反映されるため、2019年の歳入については、一時的に大幅な減収となる。

### < 黄色いベスト運動の様相 >







# イギリス（債務残高対GDP比：G7諸国中第4位）：財政状況と健全化目標の変遷

## 海外事例

- イギリスの財政健全化目標については、これまで様々なフロー目標が用いられてきたが、直近では、EU離脱を踏まえ、2020年度までに景気循環要因等を取り除いた構造的財政収支の赤字対GDP比を2%以下に削減することを目標としている。
- 財政状況をみると、世界的な金融危機後の財政出動等により悪化したものの、以降の財政健全化努力の進展により、財政健全化目標を2年前倒しで達成する見込み。（2018年度構造的財政収支対GDP比（見込み）▲1.2%）

### ＜財政健全化目標の変遷＞

#### 【労働党政権下】 2010年2月～ 財政責任法

- ① 2013年度までに公的部門の財政収支対GDP比を2009年度対比で半減
- ② 2015年度までに、公的部門の純債務残高（対GDP比）を減少させる

2010年4月の英国下院議会の解散を機に、金融危機により悪化した財政の健全化を最大の争点とする総選挙期間に突入。総選挙により、保守党が第一党となり、政権交代。自民党と連立政権を組み、財政健全化の加速を最重要課題と位置づけるキャメロン政権が樹立。

#### 【保守党政権下】

##### 2010年6月～ 2010年度緊急予算

- ① 2015年度までに公的部門の構造的経常財政収支の黒字化を達成する  
※ 構造的経常財政収支 = 歳入 - (歳出 - 純投資(公共投資など)) - 景気循環要因
- ② 2015年度までに公的部門の純債務残高（対GDP比）を減少させる

2015年5月の英国総選挙の結果、保守党が勝利し、債務残高を減らすために目標を変更。  
保守党選挙公約(抄訳)：(構造的)経常財政収支の均衡だけでは、経済的課題が継続的に生じる世界において、著しく高い水準にある債務残高を確実に低下させるには不十分である。諸外国の経験や財務省の分析によれば、将来にわたって自国経済を安定させるためには、財政収支赤字を完全に解消し、黒字化する必要がある。

##### 2015年10月～ 予算責任憲章 2015年秋改訂

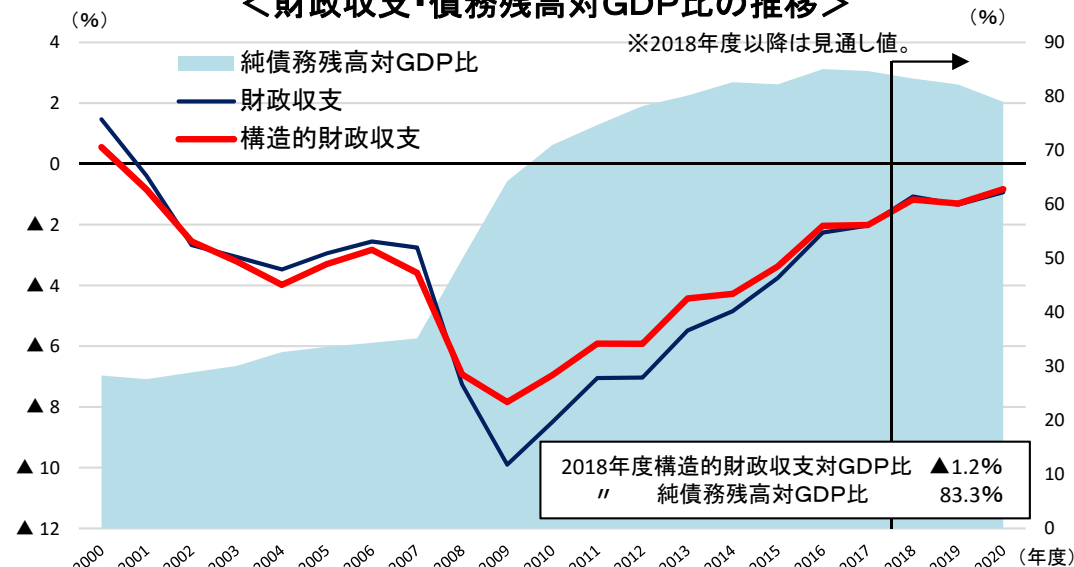
- ① 2019年度までに公的部門の財政収支の黒字化を達成する
- ② 2019年度まで、公的部門の純債務残高（対GDP比）を毎年減少させる

EU離脱交渉による短期的な不確実性に対して経済を安定させる等の観点から、目標を変更。  
※ 2016年6月 EU離脱の是非を問う国民投票により、EUからの離脱が決定し、キャメロン首相が辞意を表明。  
7月 保守党党首となったメイを首相とするメイ政権が樹立。

##### 【現行】 2016年11月～ 予算責任憲章 2016年秋改訂

- ① 2020年度までに公的部門の構造的財政収支の赤字を対GDP比2%以下に削減
- ② 2020年度に公的部門の純債務残高対GDP比を低下させる

### ＜財政収支・債務残高対GDP比の推移＞



(出典) 英国財政責任庁  
(備考) 全て公的部門の値。

### ＜EU離脱交渉の状況＞

2016年

#### EU離脱の国民投票

2016年 6月 EU離脱の是非を問う国民投票により、EUからの離脱が決定  
同 7月 保守党党首となったメイを首相とするメイ政権が樹立

2017年

#### EUとの交渉

2017年 6月 イギリス・EU間での交渉を開始  
2018年 11月 交渉官レベルで合意

2018年

#### 英国議会におけるEU離脱案の議決

2019年 1～4月 下院投票において離脱協定を否決(計3回)  
同 4月 EU臨時首脳会議において10月31日まで期限の再延期が決定

2019年



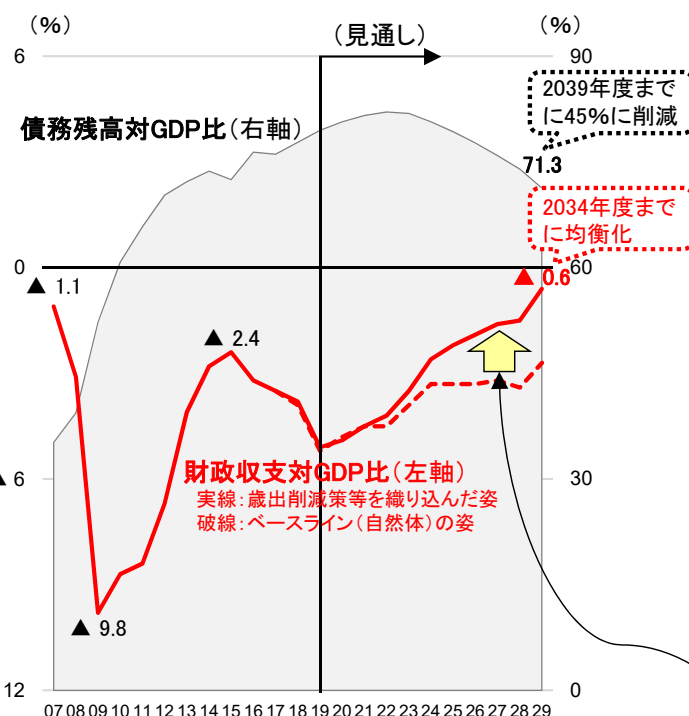
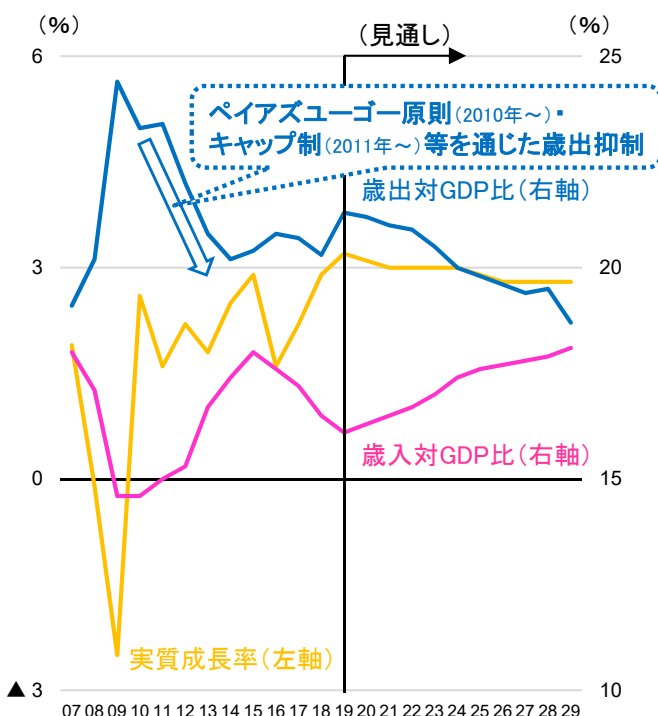
# 米国（債務残高対GDP比：G7諸国中第3位）の財政状況等について

海外事例

- 米国財政は、リーマン・ショックに伴う景気対策や税収減等により財政収支が大幅に悪化（対GDP比：▲1.1%（2007会計年度）→▲9.8%（2009会計年度））したが、その後、ペイアズユーゴー原則やキャップ制等の規律付けを通じた歳出抑制や景気回復に伴う税収増によって、リーマン・ショック前に近い水準まで改善（2015会計年度：対GDP比▲2.4%）。
- 2017年に発足したトランプ政権においては、同年12月の税制改革法の成立に伴う歳入減や国防費・インフラ投資支援などの歳出増も見られるが、直近の大統領予算教書（2020会計年度）では、今後10年間でベースライン比▲2.8兆ドルの歳出削減策等を講じることによって、2034年度までに財政収支を均衡化し、2039年度までに債務残高対GDP比を45%に削減するという見通しを示している。

（参考） 昨年の大統領予算教書（2019会計年度）では、2028年度までに財政収支対GDP比を▲1.4%に削減し、その後、2039年度までに均衡化するとともに、2029年度以降、2043年度までに債務残高対GDP比を40%に削減するという見通しが示されていた。

## ＜ 経済・財政指標の推移 ＞



## ＜ 2020会計年度大統領予算教書で提案されている政策とその財政効果（今後10年間） ＞

### 【歳出増】

国防費の増	+0.5兆ドル
インフラ投資支援	+0.2兆ドル
その他	+0.3兆ドル

### 【歳出減】

連邦政府のスリム化・非国防費の削減	▲1.1兆ドル
ヘルスケア制度の改革等	▲1.2兆ドル
福祉・薬価制度の改善	▲0.4兆ドル
学生ローン制度の改革	▲0.2兆ドル
その他	▲1.0兆ドル

合計	▲2.8兆ドル
----	---------

※ 計数については四捨五入によっているので、端数において合計とは一致しないものがある。

（出所）米国商務省経済分析局（BEA）、米国行政管理予算局（OMB）「2020会計年度大統領予算教書」  
（注1）米国の会計年度は、前年10月から当年9月まで（2020会計年度は、2019年10月から2020年9月まで）。  
（注2）財政指標については、連邦政府ベース。また、債務残高については、政府保有分を除く。



### MMT (Modern Monetary Theory) について

- MMT (Modern Monetary Theory) は、1990年代にウォーレン・モスラー(米投資家)、ビル・ミッチェル(豪ニューカッスル大学)、ランダル・レイ(米ミズーリ大学-カンサスシティ)、ステファニー・ケルトン(米ニューヨーク州立大学、サンダース上院議員の顧問)等によって提唱された経済運営の手法についての考え方。
- 米国では、2018年11月にニューヨーク州から連邦議会下院選に立候補し当選したアレクサンドリア・オカシオ-コルテス氏がMMTを支持したこと、また、MMTの主要な発信者であるケルトン教授が2020年の大統領選に出馬を表明している民主党サンダース議員の2016年大統領選時の顧問を務めていたことなどから、注目が集まっている。  
(参考) 米国におけるMMT支持者は、国債発行で確保した財源を用いて、完全雇用を達成・維持するため、「雇用保障プログラム」(Job Guarantee Program) (政府が基金を作り、失業者を雇用してその業務を担わせる)を実施すべきとの立場。
- 「MMT (Modern Monetary Theory) というのは、最近米国で色々議論されているということは承知していますが、必ずしも整合的に体系化された理論ではなくて、色々な学者がそれに類した主張をされているということだと思います。そのうえで、それらの方が言っておられる基本的な考え方というのは、自国通貨建て政府債務はデフォルトしないため、財政政策は、財政赤字や債務残高などを考慮せずに、景気安定化に専念すべきだ、ということのようです。」(2019年3月15日 黒田日銀総裁会見)

### MMT に対する批判、コメント

#### ● ポール・クルーグマン(ニューヨーク州立大学、経済学者) 2019年2月12日 ニューヨークタイムスへの寄稿

「債務については、経済の持続可能な成長率が利子率より高いか低いかにより多くを左右されるだろう。もし、これまでや現在のように成長率が利子率より高いのであれば大きな問題にならないが、金利が成長率より高くなれば債務が雪だるま式に増える可能性がある。債務は富全体を超えて無限に大きくなることはできず、残高が増えるほど、人々は高い利子を要求するだろう。つまり、ある時点において、債務の増加を食い止めるために十分大きなプライマリー黒字の達成を強いられるのである。」

#### ● ジェローム・パウエル(FRB議長) 2019年2月26日 議会証言

「自国通貨で借りられる国にとっては、赤字は問題にならないという考えは全く誤っている(just wrong)と思う。米国の債務は国内総生産(GDP)比でかなり高い水準にある。もっと重要なのは、債務がGDPよりも速いペースで増加している点だ。本当にかかなり速いペースだ。歳出削減と歳入拡大が必要となるだろう。」

#### ● ロバート・シラー(イェール大学、経済学者) 2019年2月26日 ヤフーファイナンスインタビュー

「パウエル議長が(議会証言で)受けた質問にMMTについてのものがあって、これは最近出てきたスローガンだ。もしも大衆が望むなら、政府はどこまでも財政赤字を無限に続けられると思うものだと思うが、これはこのタイミングで出てきた悪いスローガンだと思う。一部の人々にとって政治的には有用なものだ。」

### ●アラン・グリーンズパン(元FRB議長) 2019年3月1日 ブルームバーグインタビュー

「(MMTが実施されれば、)外国為替市場を閉鎖しなければいけない。どうやって為替交換すればいいのか。」

### ●ローレンス・サマーズ(元米財務長官) 2019年3月4日 ワシントンポストへの寄稿

「MMTには重層的な誤りがある(fallacious at multiple levels)。まず、政府は通貨発行により赤字をゼロコストで調達できるとしているが、実際は政府は利子を払っている。全体の貨幣流通量は多いが、政府によってコントロールできるものではない。第2に、償還期限が来た債務を全て貨幣創造し、デフォルトを免れることができるというのは間違っている。幾つもの途上国が経験してきたようにそうした手法はハイパーインフレを引き起こす。インフレ税を通じた歳入増には限界があり、それを超えるとハイパーインフレが発生する。第3に、MMT論者は閉鎖経済を元に論じることが典型的だが、MMTは為替レートの崩壊を招くだろう。これは、インフレ率の上昇、長期金利の上昇、リスクプレミアム、資本逃避、実質賃金の低下を招くだろう。…保守にとってもリベラルにとっても、そんなフリーランチは存在しない。」

### ●ラリー・フィンク(米資産運用会社ブラックロック、CEO) 2019年3月7日 ブルームバーグインタビュー

「MMTはくず(garbage)だ。財政赤字は非常に重要な問題だと私は確信している。財政赤字は金利をずっと高く、持続不可能な水準に押し上げる可能性がある」と私は強く信じている。MMTは財政赤字が害をもたらす多過ぎると分かるまで、借入れを続けられるという理論だ。親である私からすれば、子どもの素行が悪くてもずっとただそれを見ているだけで、手が付けられなくなるまで放っておくことと同じだ。良いアプローチではないと思う。」

### ●ケネス・ロゴフ(ハーバード大学、経済学者) 2019年3月9日 プロジェクトシンジケートへの寄稿

「米国は債務を米ドル建てで発行できて幸運だが、印刷機は万能薬ではない。投資家が国債を保有しなくなったら、その通貨についても所有しようとは思わないだろう。その国が通貨を投げ売りすれば、その結果はインフレだ。仮に中央計画経済(MMT支持者にはこれを目指に人ものいるようだ)に移行したとしても、この問題は解決できない。」

### ●オリヴィエ・ブランシャール(元IMFチーフエコノミスト) 2019年3月10日 ツイッター

「MMTについて、確かに財政政策は産出を潜在水準に保つために利用できるが、その赤字は、とても小さなものでない限り、高インフレないしハイパーインフレなしで、無利子の貨幣創造によりすべてを調達することはできない。そして、もし、赤字を国債で賄ったとして、成長率が金利より高ければ財政コストはないかもしれないが、民間投資のクラウディングアウトなど社会厚生に対してのコストが生じる可能性がある。コストは大きくないかもしれないが、ゼロではない。」

### ●ジェフリー・ガンドラック(ダブルライン・キャピタル CEO) 2019年3月13日 投資家向けウェブキャスト

「(MMTは)大規模な社会主義的プログラムを正当化するために利用されている完全なナンセンス(complete nonsense)。この議論の問題点は、それが完全に誤っている(completely fallacious argument)ということだ。(MMTは長期債の)重大なボイコットにつながる可能性がある。この議論はばかげている(ridiculous)。小学1年生には正しく聞こえるかもしれないが、景気が悪化したらどうなるのか。米国が来年リセッション(景気後退)に陥れば、MMTは単なる理論以上のものになる可能性があるとして、米国がMMTの実験に向かっているかもしれない。」

### ●ピーター・プラート(ECBチーフエコノミスト) 2019年3月13日 記者会見

「(MMTについて、)その基本的考えである政府債務が中央銀行から調達可能との指摘は、危険な提案(dangerous proposition)である。過去、そうした取組は、ハイパーインフレや経済的混乱を生んできた。だからこそ、中央銀行は独立性を持っているのだ。」

### ※シカゴ大学ブース・スクール・オブ・ビジネス MMTに関するアンケート調査 2019年3月13日

① 自国通貨での借入を行う国は、債務を賄うためにいつでも貨幣を創造できるので、政府の財政赤字を心配する必要はない、② 自国通貨での借入を行う国は、貨幣を創造することで望むだけ政府実質支出を賄うことができる、という考えに対する意見を米有名大学の経済学者38名に対して質問。無回答(1~3名)を除き、全員が「反対」ないし「強く反対」を表明。

### ●ウォーレン・バフェット(バークシャー・ハサウェイCEO) 2019年3月15日 ブルームバーグインタビュー

「MMTを支持する気には全くなれない(I'm not a fan of MMT – not at all)。赤字支出はインフレ急上昇につながりかねず、危険な領域に踏み込む必要はなく、そうした領域がどこにあるのか正確にはわからない。(We don't need to get into danger zones, and we don't know precisely where they are.)」

### ●ヨアヒム・フェルズ(PIMCOグローバル経済アドバイザー)、アンドルー・ボールズ(同CIO) 2019年3月21日 Cyclical Outlook

「批判的な論者は、MMTは現代的でもなければ、貨幣の問題でもなく、理論でもない(MMT is neither Modern, nor Monetary nor a Theory)と断じています。フォーラムの参加者の1人が皮肉ったように、この理論で正しいことは新しくなく、新しいことは正しくはない(what is correct in this doctrine is not new, and what is new in it is not correct)、とも言えます。…こうした政策の枠組みは、財政が支配的であった戦時中や戦争直後のそれに似ていますが、PIMCOでは近い将来現実になる可能性は低く、公開討論の場で最近MMTが目立っているのは、大きなパラダイムシフトが進行している兆候だとみています。…現時点では、より積極的で拡張的な財政政策への支持の拡大は、イールドカーブのスティープ化につながり、将来のインフレリスクを上方に押し上げると結論付けています。」

### ●ジャネット・イエレン(前FRB議長) 2019年3月25日 クレディ・スイス主催アジア投資家会議

「現代金融理論(MMT)を支持しない(not a fan of MMT)。この提唱者は何がインフレを引き起こすのか混乱している(confused)。それ(MMT)は超インフレを招くものであり、非常に誤った理論(very wrong-minded theory)だ。」

### ●フランソワ・ビルロワドガロー(フランス銀行(中銀)総裁) 2019年3月27日

「残念ながら、自国の債務をマネタイズしようとした国は極めて不幸な経済状況に陥ったことがケーススタディーで繰り返し示されている。インフレ、さらにはハイパーインフレが大きなりリスクとなる。このために、インフレ目標を担うのは財政当局ではなく中央銀行となっている。インフレ制御などの金融政策の目標は、経済成長の刺激などの財政政策目標に優先するものでなくてはならない。こうしたことの実現には中銀の独立性を保証することが最善策だ。」

### ●アデア・ターナー(英金融サービス機構元長官) 2019年3月29日 プロジェクト・シンジケートへの寄稿

「MMTの主張の背景にあるさまざまな見方 – 政府と中央銀行は協調することで常に名目需要を生み出すことができるというもの – はミルトン・フリードマンの1948年の重要な論文で説明されている。しかし、過度な財政ファイナンスが極めて有害(hugely harmful)であることを理解することも重要だ。例外的な環境における需要管理手段としてではなく、長期的課題の解決のためのコストのかからないやり方だと見ることは危険なことだ。」

### ●ギータ・ゴピナート(IMFチーフエコノミスト) 2019年4月9日 記者会見

「財政政策はマクロ経済の安定化や格差の解消のための再分配に大きな役割を果たしており、当局者にとって極めて重要な政策手段の一つだ。そうは言ってもフリーランチはない。各国が支出できる規模には限界がある。これまで多くの先進国・途上国において、政府支出のための財政赤字、そのファイナンスが行われてきたが、帰結は大抵、予期せぬインフレーションと投資や経済成長の悪化であった。つまり、政府支出は何に使うかに注意を払う必要がある。歴史は安定した経済を維持するための中央銀行の独立性の価値を説いており、心に留めておくべき教訓であると考えている。」

### ●クリスティーヌ・ラガルド(IMF専務理事) 2019年4月11日 記者会見

「MMTが本物の万能薬だとわれわれは思っていない。MMTが機能するようなケースは極めて限定的である。現時点でMMTが持続的にプラスの価値をもたらす状況の国があるとは想定されない。(理論の)数式は魅惑的だが、重大な注意事項がある。金利が上がり始めれば(借金が膨張して)罠にはまる。」



2019年4月4日 参・決算委員会 西田昌司議員（自民）の質疑に対する麻生財務大臣、黒田日銀総裁の答弁

(麻生財務大臣)

MMTという、いかがわしい名前はいかななものか、というご意見だったので、近代もしくは現代貨幣理論、たぶん直訳すりゃそういう単語だと思いますが、Modern Monetary Theoryという話が出てこられましたんで、これは最近、アレクサンドリア・コルテスですかね、この辺りがよく話をしている話で、それでそれを叫んで、下院議員に当選したりするんで、ちょっと、名前としてはMMTという名前が出てきたのが最近かな、そんな記憶だと思いますが。まあ、言っていることは、自国通貨を持っていて、自国で貨幣を発行しているのだから、今の西田先生の話で、通貨というのは限度なく発行ができるんだから、早い話がデフォルトなんか陥ることありませんよと、従って、政府債務の最高残高がいくらであっても関係ないと、簡単にいえばそういう話を言っておられるんだと思いますが、・・・(中略)・・・こういった考えがあるということを我々が知らないわけではありませんが、他方でそういったものに対して、例えばグリーンスパンとか、なんでしょうかね、ローレンス・サマーズとか色々おられますけれども、そういった方々が、こういった意見と全く違う意見だと思いますが、今、そういった意見であるというのは、私ども知らないわけではありませぬけれども、あの、こういった話は、常識的にはインフレが起きることになるんだと思いますが、極めて否定的な見解がその人達から示されているんですが、私どもは少なくとも、世界200か国近くの国相手に、グローバルな市場で、金融とかマーケットが見えておりますので、市場からの受け入れてもらえるようなものでやらないと、極端な議論に陥るということになりますと、これは財政規律を緩めるということでこれは極めて危険なことになり得ると、そういった実験にもっとも適しているからといって、この日本という国をその実験場にするという考え方は私どもは持っているわけではありませぬ。

(黒田日銀総裁)

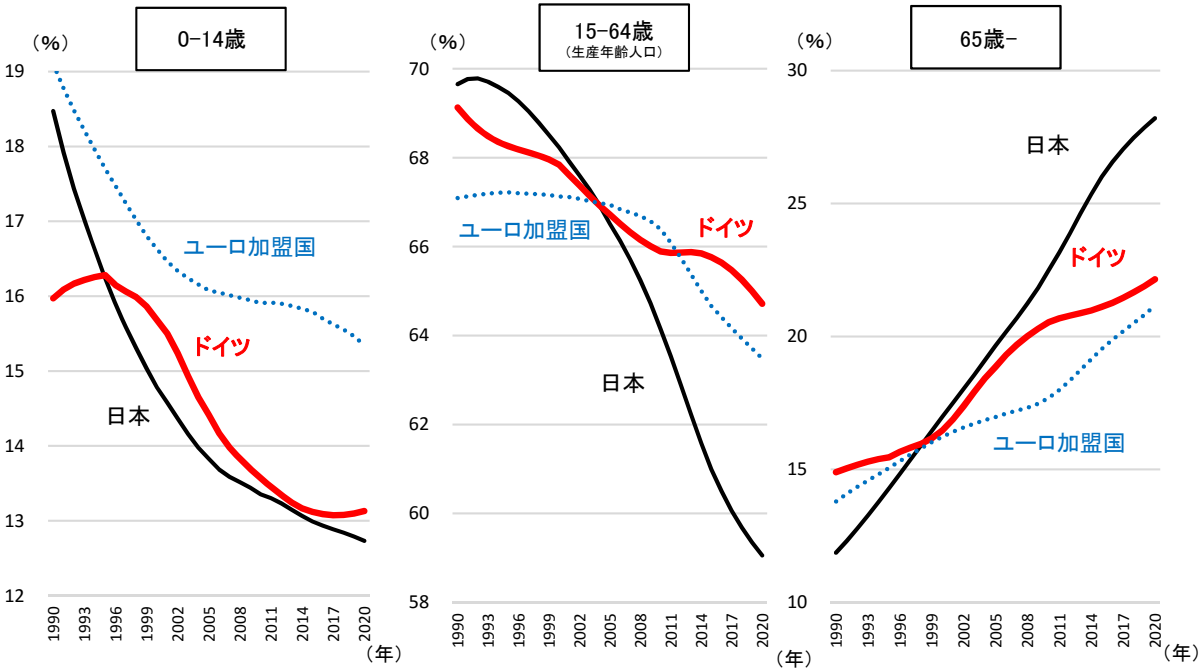
・・・(中略)・・・その上でですね、いわゆるMMTの評価については、これは必ずしも体系化された理論ではなくて、その本質をつかむことがなかなか難しいのではないかと感じておりますが、MMTの基本的な主張について、自国通貨建政府債務はデフォルトすることはないので、財政政策や財政赤字や債務残高などを考慮せずに、景気安定化に専念すべきであるというふうに理解いたしますと、このように財政赤字や債務残高を考慮しないという考え方は極端な主張であり、なかなか受け入れられないのではないかというふうに考えております。



# ドイツ（債務残高対GDP比：G 7 諸国中第 1 位）：経済状況

- ドイツでは、日本と同様に少子高齢化が進展。その中でも経済成長を維持し、同時に財政健全化も実現。
- 政府の収支黒字化を達成する中でも、企業投資の促進や、経常収支の黒字の拡大等により、好調な経済を維持。

＜人口構成比率の推移＞

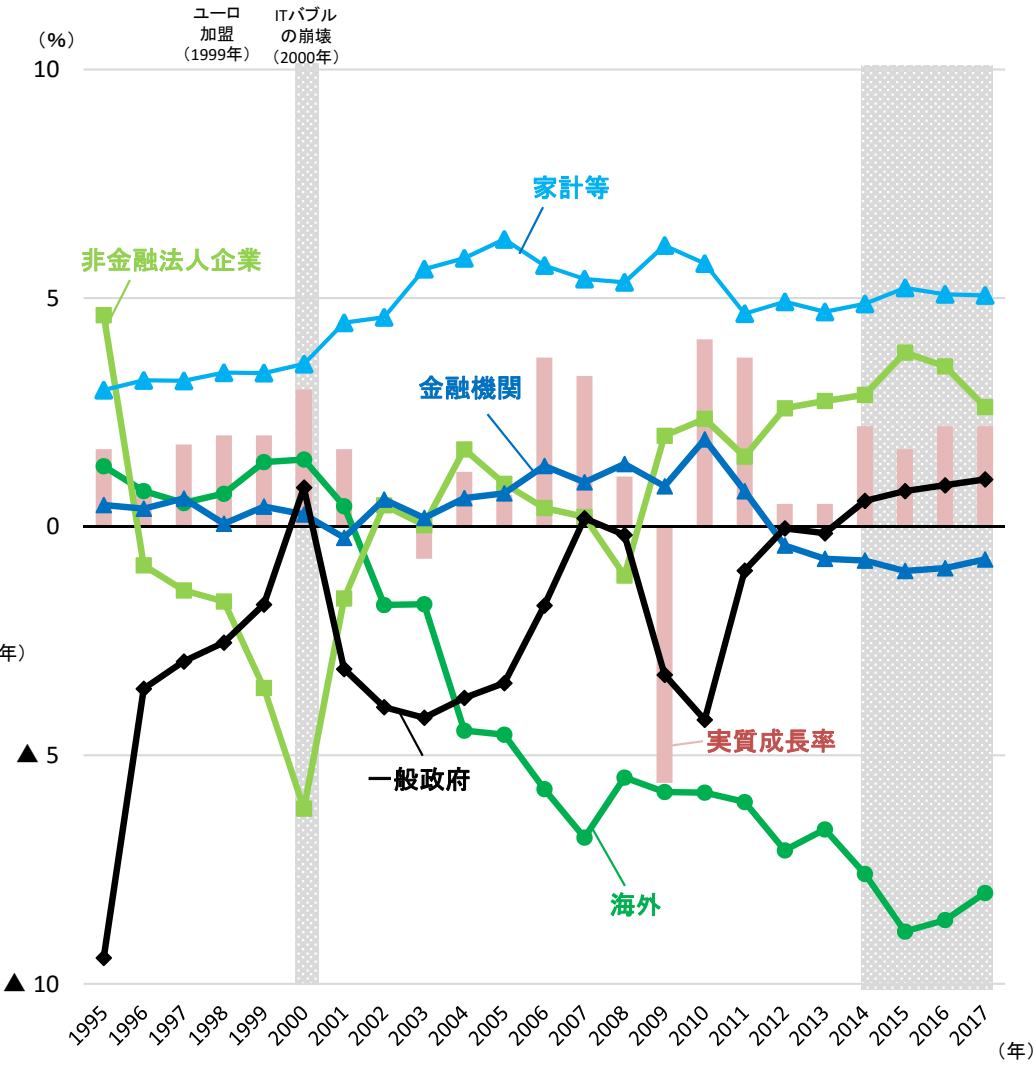


＜実質成長率の推移＞

		1990年	2016年	1990-2016年 (幾何平均)
実質成長率	ドイツ	5.3%	1.9%	1.6%
	日本	4.9%	0.9%	1.1%
	ユーロ加盟国	3.6%	1.8%	1.6%
1人当たり 実質成長率	ドイツ	4.4%	1.1%	1.5%
	日本	4.5%	1.1%	1.0%
	ユーロ加盟国	3.1%	1.5%	1.3%

(出典) 世界銀行 "World Development Indicators"

＜部門別収支対GDP比の推移＞







# ドイツ（債務残高対GDP比：G7諸国中第1位）：財政状況

## 海外事例

- 1990年代後半～2000年代前半のドイツは、失業率が10%前後の高水準で推移し、経済・財政状況が低迷。この状況を改善するため、シュレーダー・メルケル政権においては、労働市場改革など、包括的な改革を実施。
- これにより、歳出が抑制され、財政収支が改善するとともに、成長率・失業率等も回復し、少子高齢化が進む中でも、経済成長と財政健全化を同時に実現（財政収支対GDP比：▲3.7%→1.0%、実質成長率：0.7%→2.5%、失業率10.3%→3.8%（04年→17年））。

### シュレーダー改革

#### 《改革の背景》

**経済：**世界的な景気低迷（同時多発テロ、ITバブル崩壊）により、成長の鈍化、失業率が高水準で推移。

**財政：**景気低迷による減収や、失業者の増大、少子高齢化の進展による社会保障支出の増加による財政赤字の拡大。

**企業の競争力：**手厚い労働者保護規制、高い税・社会保険料負担が、企業の国際競争力を阻害。

#### 労働市場改革

- ✓ 失業給付の支給期間短縮（最長32ヶ月→原則12ヶ月、最長18ヶ月（55歳以上の場合））（2006年～）
- ✓ 失業給付の支給要件の厳格化（就労斡旋拒否時に給付を最大3割カット）（2005年～）
- ✓ 失業扶助と社会扶助を再編・整理し、給付水準を引下げ（前職賃金の約5割→月額345ユーロ）（2005年～）

#### 改革 社保

- ✓ 年金給付水準の段階的引下げ（所得代替率70%→67%）（2010年以降）
- ✓ 持続可能性要素（被保険者と年金受給者の割合の変化率）を年金スライド式に導入（2004年）

#### 改革 非社保

- ✓ 各種補助金（消費者保護・食料・農業、製造業、住宅等への補助金）の廃止（1998年：114億ユーロ→2005年：60億ユーロ）
- ✓ 行政のスリム化（公務員数を4年間毎年1.5%ずつ削減）（2000年～）、公務員手当の廃止等（2004年～）

#### 改革 税制

- ✓ 所得税減税（最低税率：22.9%→15.0%、最高税率：51%→42%）（2005年）
- ✓ 法人税減税（40%（留保利益）、30%（配当利益）→一律25%）（2005年）

### メルケル改革

財政収支と失業率は一時的に改善するものの、  
・リーマンショックに伴い、再び財政収支が悪化し、過剰財政赤字は正措置が開始。  
・欧州委員会から効果的な措置を採るよう勧告を受ける。  
・年金保険財政に赤字が発生し、持続可能性に対する懸念が増幅。

#### 改革 市場労働

- ✓ 長期失業者に対する失業給付を抑制、  
長期失業者に対する年金保険料支払いへの補助の廃止等（2011年～）

#### 改革 社保

- ✓ 年金支給開始年齢の引上げ（65歳→67歳）（2012年～2029年にかけて段階的に引上げ）

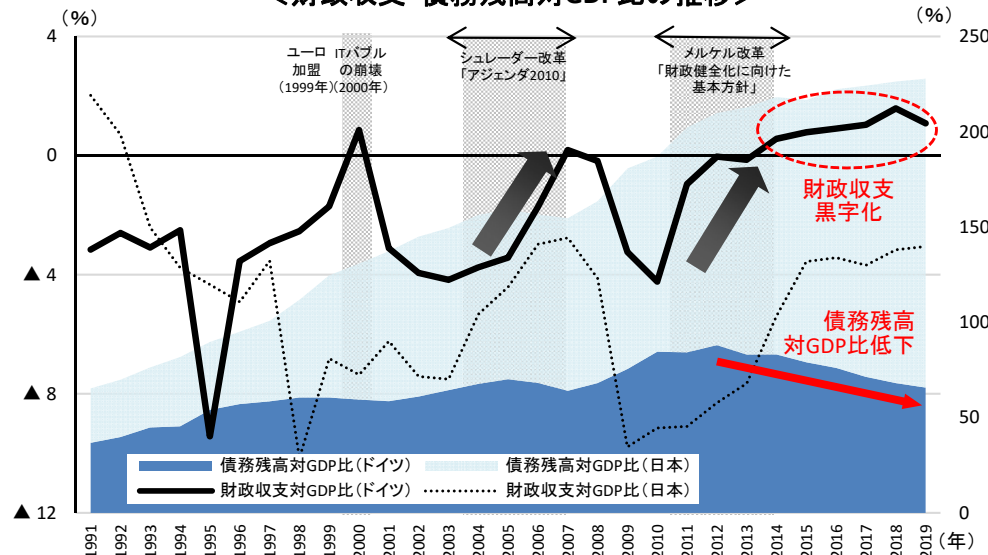
#### 改革 非社保

- ✓ 各省の裁量的経費の抑制（2010年～）
- ✓ 公務員の人件費削減（2010年～）
- ✓ 防衛費の抑制（連邦国防軍の兵士削減（6万人規模））（2011年～）

#### 改革 歳入

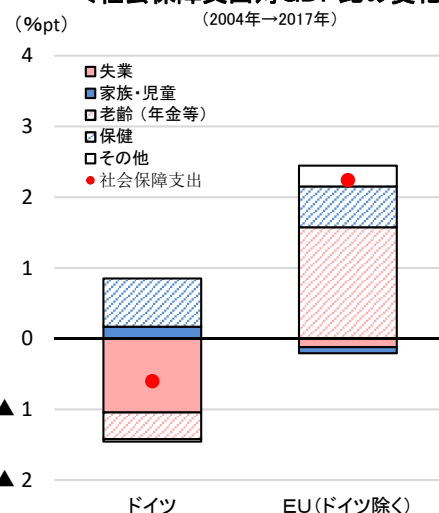
- ✓ 航空税（ドイツ国内の空港から離陸する旅客に対して課税）の導入（2011年～）
- ✓ 原子発電所に対する新たな課税（2006年～）

### ＜財政収支・債務残高対GDP比の推移＞



（注）ドイツの1995年の大幅な赤字は、旧東ドイツ企業の民営化促進業務を担当した信託会社の持つ債務に関して、政府部門による償還引受けが含まれているため。

### ＜社会保障支出対GDP比の変化＞



（出典）OECD "Economic Outlook 104", Eurostat

### ＜社会保障支出以外の支出対GDP比の変化＞

