

## 序文：グローバルな視点からの経済財政に関するリスクと不確実性の分析

財務総合政策研究所総務研究部長 上田 淳二

本特集号は、財務総合政策研究所の職員及び研究所からの委嘱を受けた者が中心となって、経済財政に関するリスクと不確実性の分析を行うに当たり、今後どのような視点からの検討が必要とされるかとの問題意識の下で行われた研究活動の成果である5本の論文を集めたものである。

2010年代以降、財務総合政策研究所においては、職員及び委嘱を受けた者による研究の成果を刊行する特集号が、4～5年に1回の頻度で刊行されてきた。2010年に刊行された第100号(特集：マクロ経済モデル)においては、中長期的な経済・財政展望を目的とする「財政経済モデル」及び動学的一般均衡モデルが紹介され、2014年に刊行された第117号(特集：日本財政・経済に関する定量的分析)では、日本の財政運営において必要とされる収支調整幅の大きさや、年金財政、高齢化と医療・介護費、所得税収の変動要因といった具体的な政策課題の分析や、多部門開放経済型の世代重複モデル及び多国間のプロジェクトンモデルが紹介された。さらに、2018年に刊行された第134号(特集：日本財政・経済に関する定量分析)においては、一般均衡モデルによるマクロ経済の分析や、社会保障給付の将来見通しや予測誤差、所得分布や貯蓄率等に関する研究の結果が示された。

その後、5年を経た今回の特集号においては、国際機関等における経済財政に関するリスクや不確実性を可視化し分析するための最新の手法やその結果を広く紹介する研究や、グローバルな視点に立って、様々なフレームワークの下でのシミュレーション分析を精緻に行った結果を示す研究等の成果を刊行することとしている。こうした研究成果を刊行する背景には、経

済財政運営に関するリスクと不確実性についての問題意識の大きな変化がある。

近年、コロナショックやロシアのウクライナ侵攻による影響をはじめとして、マクロ的な経済財政運営に関して、様々な大きなショックが立て続けに生じ、その結果として、主要先進国においては、財政赤字の拡大や物価上昇が生じている。日本においても、物価や賃金の動きに変化が見られ、経済財政運営の歴史的な転換点を迎えているとの見方もある。そうした中で、将来にわたって持続可能な経済財政運営を考えていくためには、これまでの経験の延長上で考えることが難しい事象に向き合うことが必要とされる。その一例として、過去のデータの延長として将来の見通しを考えるだけではなく、様々なリスクや不確実性を考慮に入れ、それらを可視化した上で分析を行うことがより重要になっており、世界の国々からは日本がどのように見えているのかということも、強く意識する必要がある。さらに、日本の企業や金融機関の活動のグローバル化が飛躍的に進展し、人やモノ、資金の国境を超える大きな流れが加速する中で、グローバルな視点から、リスクや不確実性を考えることの重要性も高まっている。

本特集の各論文は、こうした問題意識を踏まえて、グローバルな視点からの経済財政に関するリスクと不確実性の分析の紹介や実践を行ったものとなっている。以下、それぞれの論文の内容を概説する。

第一論文である上田淳二「IMFとEUにおける財政の持続可能性評価の手法」は、IMF(国際通貨基金)及びEU(欧州連合)の執行機関であるEC(欧州委員会)における一国の財政の持続可能性やソブリンリスクを定量的に

評価する取組みを紹介することを目的とした論文である。IMF 及び EC の評価手法は、過去 20 年間にわたり、現実生じた様々な財政面のショックに対応するために大きく変化しており、近年は、現実的な前提に基づく政府債務見通し（DSA：Debt Sustainability Analysis）や、確率的に計算された政府債務見通し（SDSA：Stochastic Debt Sustainability Analysis）を用いることが基本とされるようになってきている。このように、財政の持続可能性やソブリンリスクの評価手法については、ある程度まで収斂する方向での動きが見られるようになっており、また、ソブリンリスクの評価に当たって、様々な財政や経済の指標を組み合わせた指標によってリスクを機械的に評価する手法が積極的に採用されていることが紹介されている。

同論文においては、財政の持続可能性について、IMF や EC で採用されているフレームワークに基づく評価の結果は、あくまでもあるべき政策を考える際の出発点にすぎないものではあるが、現在の政策の将来に向けた持続可能性を考える上での重要なインプットであり、「ベースライン」の政府債務見通しについて様々な手法に基づき現実妥当性を確認することや代替的なシナリオを設定すること、確率的な政府債務分布を作成してベースラインの現実妥当性を確認することや将来の政府債務の大きさの取り得る幅を示すことは、リスクの大きさや不確実性の影響を可視化することに資するものであることが強調されている。

第二論文である米田泰隆・細江塔陽・升井翼・稲葉和洋・上田淳二「日本の中長期のソブリンリスクはどのように評価されるのか—IMF の SRDSF による評価と年齢関係支出の見通し—」では、まず、第一論文で紹介された IMF のソブリンリスク及び債務持続可能性についてのフレームワーク（SRDSF）の枠組みに基づく日本の政府債務の見通しとソブリンリスクの評価（2023 年 3 月公表）について、その内容が解説されている。IMF による DSA の結果を見ると、政府債務対 GDP 比は、今後 10 年間の見通しの

最終年に向けて、徐々に上昇する傾向が示されており、その水準も、見通し期間の開始年を上回っている。また、見通し期間を通じて、政府債務対 GDP 比の値が大きく、さらに増加していく傾向にあることに加えて、政府債務の確率的な分布を示すファンチャートの 5 年後の裾野が広く、分布の 5～95 パーセンタイルの値の幅が大きいことや、見通し期間中を通じた要資金調達額の規模も大きい。そのため、中期（今後 5 年間）のソブリンリスクの機械的シグナルを用いた評価の結果は、「high」とされているが、一方で、国内の投資家層が厚く、政府債務の構成も自国通貨建てで平均償還年限も長いいため、IMF のスタッフによる判断は「moderate」に補正されている。現状において、ソブリンストレスの発生の蓋然性の高さや政府債務が持続不可能であることが指摘されているわけではないが、現在の政策を続ける中で安定性が確保されてはならず、将来に向けて様々な調整が必要とされていることが示されている。

また、同論文では、IMF の SRDSF では分析対象とされていない 10 年を超える期間の長期の財政見通しに影響を与える年齢関係支出（社会保障給付等）について、EC の手法を参考にして 2060 年度までの医療・介護・年金の給付費の見通しを行った結果が示されている。その際には、現実の日本経済・財政のデータに出来る限り即して、財政や社会保障に関する現実の制度を出来るだけ詳細に定式化するとともに、マクロ経済と財政・社会保障の相互関連の整合性を確保する形で構築された「財政経済モデル」が用いられている。その結果によると、高齢化の進展により、主要な年齢関係支出である年金・医療・介護の合計額は、2060 年度にかけて、対 GDP 比の値が、2024 年度から概ね 4.5% ポイント程度増加することが見込まれており、日本において長期のソブリンリスクを考える際に、年齢関係支出の増減を適切に考慮することの重要性が改めて確認されている。

第三論文である今堀友嗣・野村華・鎌田泰徳「雇用保険制度（失業等給付・育児休業給付）

の「持続可能性に関する研究」は、政府の財政支出のうち、失業等給付と育児休業給付について、ECにおいて2017年に提示されている手法を用いて、マクロ経済や人口構造の変化を踏まえて保険財政の持続可能性に関して、いくつかの論点について分析を行った結果を示す論文である。失業等給付については、現行制度が変化しないという想定の下、給付を確保するための保険料率が設定され、弾力条項によって調整が行われる仕組みも設けられていることから、ベースライン及び一定のショックシナリオにおいては、積立金が枯渇する事態は生じないことが確認される一方で、失業率が大幅に上昇する事態が生じた場合には、収支均衡のために保険料率の引上げが必要とされることが示されている。また、育児休業給付については、現行制度が変化しないという想定の下、ベースラインでは積立金の枯渇は見込まれないが、人口動態(出生率)、家計行動(出産時の就業継続率、育児休業利用率)、雇用政策(賃金に対する育児休業中の受給額の比率(置換率))等の変化は、育児休業給付額に相応の影響を与えることが考えられることが示されている。

第四論文である松岡秀明「グローバル安全資産インバランスと金利—米中の世代重複モデルによる経常収支の長期見通し—」は、これまで、米国債の金利が他国の金利よりも安定して推移してきた背景として、米国債がグローバルな安全資産として位置付けられてきたという事情があることを踏まえた上で、長期にそうした構造がどのように変化していくかを考えるために、世代重複型の開放経済モデルを用いて、2050年までの間のグローバルな安全資産需要と金利の見通しを考えることを目的とした論文である。米国と中国においては、人口構成や、年齢の所得分布(各ライフステージの所得)、金融システムの発展度合い(家計の借入れ制約)といった経済の基礎的条件が異なっているため、その結果として各国の貯蓄投資バランス(対外経常収支)に違いが生じるため、国際間の資金フローが発生し、その規模によってグ

ローバルな金利も影響を受ける。モデルのシミュレーションから得られる主な結果としては、中国において、今後、金融システムが発展することによる借入れ制約の緩和や、遺産動機の低下、退職年齢の延長による所得分布のフラット化によって、中国の貯蓄動機が低下する場合には、米中の経常収支不均衡が縮小することが示される。そうした中で、仮に他の国の状況が一定である場合には、中国による米国債への需要の低下によって、実質世界金利には上昇圧力が生じることとなる。

第五論文である丸山駿・細江塔陽・宮地和明「政府・民間・海外部門間の貸借関係に着目したマクロ経済分析フレームワーク」は、一国の対外バランスや、政府部門・民間部門の債務の持続可能性等を包括的かつ整合的に分析することを目的として、政府・民間・海外の各制度部門間の貸借関係に着目したマクロ経済分析フレームワークを用いた分析を行った論文である。具体的には、日本経済について、政府・家計・非金融法人・金融機関・海外の各制度部門の純借入・純貸出を構成するフロー変数及び資産・負債等のストック変数について、部門間のリンケージを考慮した部分均衡モデルを構築して、シミュレーションを行った結果を示している。

こうしたモデルによって得られる知見として、同論文では、以下の点を強調している。第一に、政府と民間の各部門の貸借関係に関する分析を行うことによって、一国の対外収支の長期にわたる推計を行い、その変化の要因の考察を可能としている。その一例として、政府・民間部門の純借入の増加によって、対外バランスの大幅な悪化が見込まれる場合、政府・民間部門の資金調達における海外資金の割合が高まる中で、海外投資家からより高いリスクプレミアムを求められる可能性が指摘されている。第二に、政府部門の持続可能性を経済全体の中でとらえることとしている。部分均衡モデルは、マクロ変数等の前提条件と財政収支・政府債務等の財政に係るアウトプットとの関係が比較的シンプルで、インプリケーションも理解しやすい

という利点があるが、政府部門以外のフロー・ストックの動向も確認することにより、政府部門の持続可能性を経済全体の絵姿の中で正確に理解することができる。第三に、シミュレーションの前提条件の変動が与える不確実性について理解を深めることとしている。マクロ変数の変動による不確実性は、政府部門のみならず、民間部門にも大きな影響を及ぼしうることから、前提条件の変化を考慮したシミュレーションを行うことで、不確実性に関する分析を発展させていくことが期待される。

本特集における各論文は、経済財政に関するリスクと不確実性の分析手法を紹介し、それらの手法を用いることによってどのような示唆を

得ることができるかについて、幅広い知見を提供するとともに、日本の経済財政の中長期的な見通しを考える際に、世界の主要国の対外経常収支の見通しや、自国の対外経常収支がどのように変化するかというグローバルな視点を踏まえることが重要であることを示している。日本をとりまく経済社会環境が激変する中において、様々なリスクや不確実性の高まりにどのように対応すべきかを考えることは、今後の経済財政運営を考える上で重要な課題であり、これらの論文が、多くの研究者や実務家にとって、日本の経済財政に関する分析や考察を深める契機となることを期待したい。