



RIETI Discussion Paper Series 12-J-018

日本の財政赤字の維持可能性

深尾 光洋
経済産業研究所



Research Institute of Economy, Trade & Industry, IAA

独立行政法人経済産業研究所
<http://www.rieti.go.jp/jp/>

日本の財政赤字の維持可能性¹

深尾 光洋
(経済産業研究所)

要 旨

本稿では、日本経済をマクロ的な観点からとらえ、日本の長期的な潜在成長率の低下、長期化するデフレの実態、政府債務と利払い負担などの現状を概観する。そのうえで、政府債務の GDP 比率を安定化させて、財政に対する信頼性を取り戻すためには、少なくとも消費税で 20%程度に相当する 50 兆円程度の歳出削減ないし増税が必要であることを示す。また今後利払い負担が急増する見通しであることを指摘し、政府債務が巨額になってしまった現在では、デフレからの脱却は政府の利払い負担を急増させることで政府信用を悪化させかねないことも説明する。

キーワード：政府債務の持続可能性、潜在成長率、GDP ギャップ、デフレーション

JEL classification: E31、O47、H68

RIETI ディスカッション・ペーパーは、専門論文の形式でまとめられた研究成果を公開し、活発な議論を喚起することを目的としています。論文に述べられている見解は執筆者個人の責任で発表するものであり、(独)経済産業研究所としての見解を示すものではありません。

¹ 本稿は、深尾光洋が独立行政法人経済産業研究所プログラムディレクター及びファカルティフェローとして、2011 年 7 月から開始した研究プロジェクト「経済成長を損なわない財政再建策の検討」の成果の一部である。なお本稿を作成するに当たっては、慶應義塾大学商学部深尾光洋研究室、西村伶、林則孝、藤川ちひろの 3 名が担当した実証分析を用いている。

本稿の執筆に当たっては、経済産業研究所の DP 検討会において有益なコメントを頂いた。ここに記して感謝したい。

要約

金融市場と金融システムの安定性を維持するためには、巨額の残高となった日本国債の信用を維持するのが必要不可欠である。銀行の自己資本比率規制でも、国債の信用リスクはゼロされているが、2012 年春に発生したギリシャ政府による実質的なデフォルトやアイルランド、ポルトガル両国政府に対する EU と IMF による財政支援は、先進国においても、国債の信用リスクが無視できないことを示している。

日本政府のグロス債務 GDP 比率は 2011 年末で 233% (IMF 見通し) と推定されており、財政危機に陥った 166% のギリシャよりも遙かに高い水準にある。² 負債から金融資産保有高を差し引いた純債務でみても日本は 131% と、153% のギリシャに急速に近づきつつある。毎年の財政赤字も 2011 年には 48 兆円程度と GDP 比 10% に達したと推定され、きわめて高水準にある。仮に消費税を 10 ポイント引き上げて 15% にしたとしても、税収増は 24 兆円程度であり赤字を半分に減らすのが精一杯である。このように日本の財政状態は、財政危機に陥って金融支援を受けた欧州周辺国以上に悪化している。しかし日本は、いくつかの点でギリシャとは異なっている。

まず通貨制度をみると、ギリシャは独自の通貨と中央銀行を持っていない。同国政府は、資金調達の最後の手段である中央銀行からの借り入れに頼ることができない。これに対し日本政府が財政危機に直面すれば、最後の手段として日銀法等の改正を行って日銀借り入れで支払いを続けることも可能である。これは、インフレを引き起こすリスクを伴うが、政府がデフォルトを避けるためであれば、実行される可能性はゼロではない。

国際収支の面でも、ギリシャと日本はかなり異なった状況にある。同国は経常収支の赤字が続いてきており、2010 年までの 10 年間の累積経常収支は、ギリシャで GDP 比 111% (IMF 統計、以下同じ) の赤字となっており、対外債務国である。また、その債務の大部分は独自の通貨ではなく共通通貨のユーロ建てである。これに対し日本は、同じ期間に 28% の黒字を累積している対外債権国である。日本政府債務の大部分は国内で保有される円建て債務である。また日本は債権国であるため、仮に国内投資家が日本政府に対する信用リスクを考えて、保有資産を円売って外貨を買っても、それによる円安で、外貨建て資産を持つ企業・家計や金融機関は利益を得られる立場にある。政府も外貨準備を 1 兆 3000 億ドル保有 (2012 年 2 月末現在) しているため、円安になれば相当の利益が得られる。

このようにギリシャと日本の状況には大きな違いがあるため、震災復興のための財政赤字拡大を考慮しても、近い将来に日本政府が現在のユーロ圏型の財政危機に陥る可能性は小さい。しかし、別の危機シナリオを考えることは可能である。具体的には、政府が政府債務の累増を放置し続け、国民が政府に対する信頼を無くす場合である。日本の家計部門は財産の相当部分を銀行預金や生命保険などで保有しているが、銀行や保険会社は、その資金を貸出や国債への投資などで運用している。このため、政府に対する信用が低下すると、銀行預金や貯蓄性の保険に対する信用も低下し、家計は銀行預金から株式、不動産、外国の国債や外国銀行の預金などに資金をシフトし始める。すると銀行は預金の流出を不

² ギリシャは 2012 年 3 月に民間が保有する国債の元本を削減する前の数値。以下同じ。

安に思い、国債の買入に消極的になる。これは長期国債金利を上昇させる。国債金利の上昇は、政府の利払い負担増を招くため、政府に対する信用がさらに低下して、預金の流出がさらに拡大する。また、外貨への資金シフトは円安を招く。小幅の円安であれば、景気の拡大に繋がるため問題はないが、大幅な円安になると、物価の上昇要因になる。物価上昇は固定金利の運用を不利にするので国債価格を下落させ長期金利を押し上げる。

現在は、日本だけでなく米国や EU も財政赤字に苦しんでいるため、円から外貨への大規模な資金シフトは発生しにくいだろう。しかし米国や EU が財政健全化に成功すると、円から外貨への資金シフトが拡大し、国債金利の上昇要因になり得る。このため、将来着実な赤字削減ができるという見通しを打ち出せなければ、「日本政府」の信用は低下していく。日本政府に対する信頼を維持して長期金利を低位に維持するためには、政府債務の着実な削減のめどを示すことが必須となるだろう。

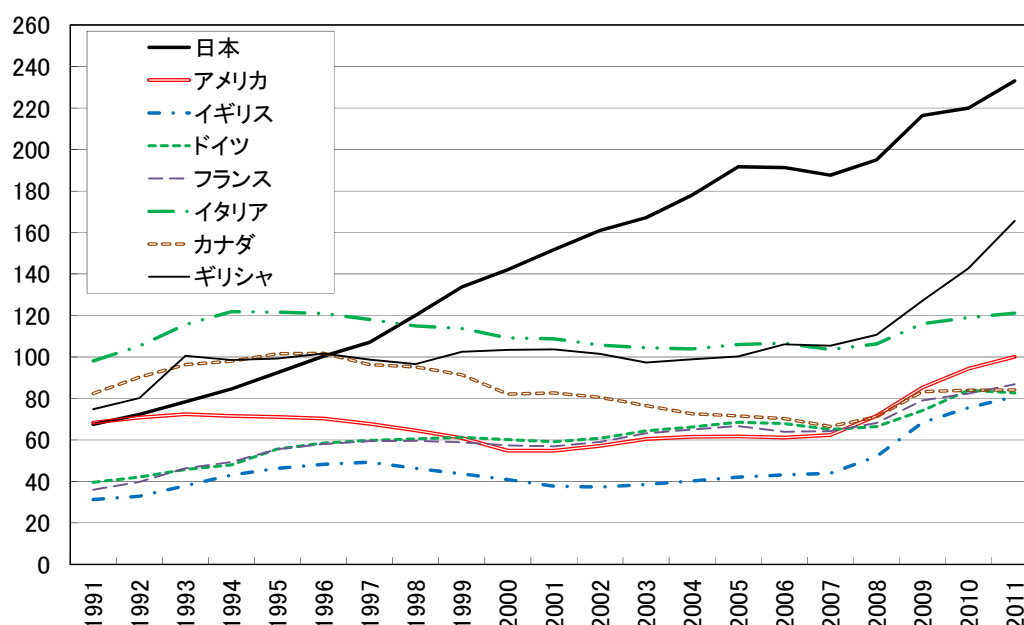
本稿では、日本経済をマクロ的な観点からとらえ、日本の長期的な潜在成長率の低下、長期化するデフレの実態、政府債務と利払い負担などの現状を概観する。政府債務の GDP 比率を安定化させて、財政に対する信頼性を取り戻すためには、消費税で 20%程度に相当する 50 兆円程度の歳出削減ないし増税が必要であることを示す。また今後利払い負担が急増する見通しであることを指摘し、政府債務が巨額になってしまった現在では、デフレからの脱却は政府の利払い負担を急増させることで政府信用を悪化させかねないことも説明する。

1. 財政赤字、負債 GDP 比率の国際比較

日本の中央・地方の政府が抱える国債などの負債総額は、2011 年末で 1094 兆円と日本の国内総生産（GDP）の 2.3 倍にも達している。人口で割ることで国民一人あたりに引き直しても 854 万円となり、政府は非常に大きな負債を抱えている。政府債務の GDP 比率を主要国と比較しても、日本の比率は最も高い水準にあり、財政危機に陥っているギリシャと比較しても日本の方が大幅に高くなっている（図表 1）。また日本政府は税や社会保険料からの収入を大幅に上回る支出を行っており、これに伴う財政赤字を国債発行でまかなっているため、政府の債務は非常に速いペースで増加を続けている。1997 年に 100%を超えた政府債務 GDP 比率は、2009 年に 200%を超えている。

図表 1

主要国とギリシャの政府総債務・GDP比率



出所：International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, September 2011 のデータから筆者が作成。³

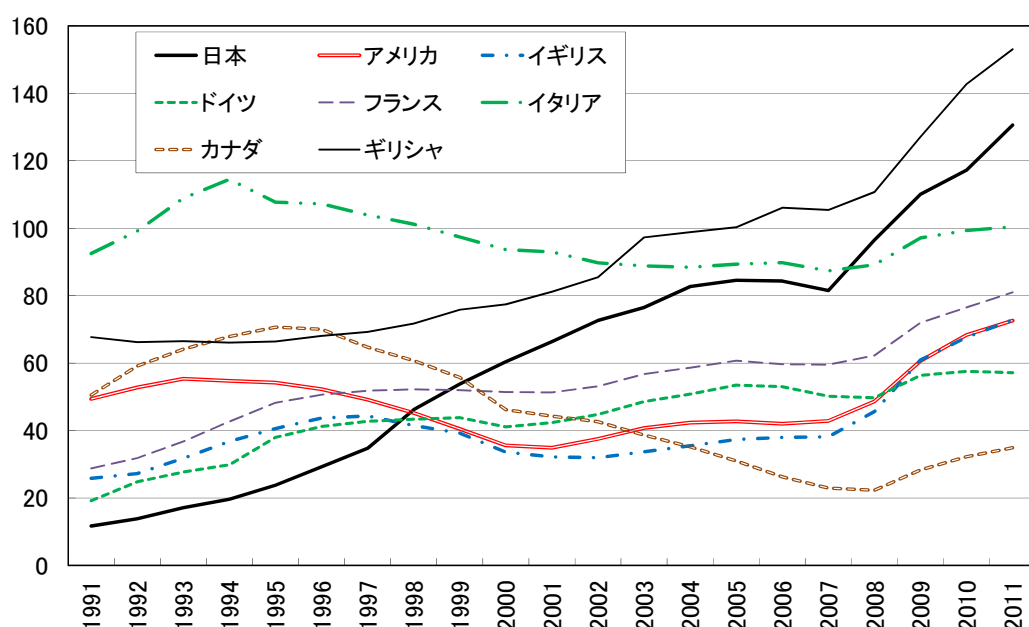
日本政府は負債だけでなく、金融資産も保有している。例えば、国の年金基金は国債な

³ 図表 1、2 は国際的に使われている国民経済計算体系で「一般政府」と呼ばれる部門についての数字である。日本の「一般政府」は、国の一般会計と非企業特別会計（中央政府）、県・市町村からなる地方公共団体の普通会計と事業会計（地方政府）、および政府が運営している厚生年金、国民年金、公務員共済、健康保険組合（社会保障基金）を含む概念である。「一般政府」は、政府が行う教育、治安維持、消防、外交などを含むが、金融活動や事業活動は含まない。このため、日本銀行、日本政策金融公庫、日本政策投資銀行、ゆうちょ銀行、かんぽ生命、日本道路公団、地方公営企業などは含まないことに注意が必要である。

どの金融資産を持っており、また外貨準備として米ドルなどの外貨建て金融資産も保有している。借金が多くてもそれに見合う金融資産を持っていれば、金融資産を売却すれば債務は返済できる。そこで政府の負債総額から金融資産保有額を差し引いた純債務について国際比較をしたのが、図表2である。日本政府は、2011年でGDPにほぼ匹敵する金融資産を保有しているため、純債務GDP比率は総債務GDP比率から約100ポイント差し引いた水準になる。政府純債務GDP比率でみると、日本は131%とギリシャの153%を下回っているが、他の主要国を相当上回っていることが見て取れる。このように、日本政府の負債の水準は資産を差し引いた純額で見ても、他の主要国に比べて高くなっているといえる。

図表2

主要国とギリシャの政府純債務・GDP比率



出所：International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, September 2011 のデータから筆者が作成。

日本政府の負債が経済規模の二倍を超える水準にまで積み上がった経験は、過去にも存在する(図表3を参照)。第二次大戦末期の1944年末には、中央政府債務のGNP⁴比率は204%に達していた。⁵これは、巨額の戦費を税収だけでは賄うことが出来ず、国債発行で財政赤字をカバーしていたからである。このときには、戦中戦後に発生した高率のインフレより、数年間で政府債務の大半が帳消しにされてしまった。GNPデフレーター⁶の動きを戦前の比

⁴ GNPは国民総生産でGNPに海外からの要素所得を加えたものであるが、実質的にGNPとほぼ同じ金額。

⁵ 深尾、大海、衛藤(1993)、p. 100 参照。

⁶ GDPデフレーターにほぼ相当する。

較的経済が落ち着いていた 1934-36 年の平均を基準の 1 と置いた指数で見ると、1944 年までの 9 年間で 3.61 倍に上昇していたが、戦後の混乱期にインフレ率が加速し、1944 年からインフレが一段落した 1950 年までに 68 倍も上昇した。この結果、中央政府の負債 GNP 比率は、1950 年にはわずか 14%にまで低下した。

図表 3

戦中戦後日本の GNP と政府債務						
		名目 GNP	実質 GNP	GNP デフレーター	中央政府 債務	中央政府 債務
		億円	百万円	1934-36 =1	年度末	年度末
		34-36 年価格			億円	(GNP 比率)
暦年	1943	638	21351	2.99	851	133.4
	1944	745	20634	3.61	1520	204.0
年度	1945	N. A.	N. A.	N. A.	1995	N. A.
	1946	4740	11594	40.9	2653	56.0
	1947	13087	12573	104.1	3606	27.6
	1948	26661	14211	187.6	5244	19.7
	1949	33752	14524	232.4	6373	18.9
	1950	39467	16115	244.9	5540	14.0
	1951	54442	18207	298.9	6455	11.9
	1952	61180	20238	302.3	8267	13.5
	1953	70848	21657	327.2	8511	12.0
	1954	74657	22456	332.5	9327	12.5
	1955	82355	24967	329.9	10572	12.8
		p. 27	p. 28	p. 28	p. 302	

『昭和財政史：終戦から講話まで』、19 巻、「統計」、1978 年

出所：深尾、大海、衛藤、「単一為替レート採用と貿易民営化」、香西泰、寺西重郎編、『戦後日本の経済改革：市場と政府』、東京大学出版会、1993 年、p. 100。

貯蓄を国債や預金などの金融資産で保有していた国民は、インフレによる実質的な資産価値の大幅な低下で、巨額の損失を被った。これは、国民が保有する国債に対して政府が高率の課税を行って債務を帳消しにしたことと同等であり、インフレタックスとも呼ばれている。インフレタックスによる政府債務の削減は、非常に不公平な税である。学資や老後資金のために貯蓄していた人は、預金、国債、生命保険などの実質価値が数十分の一に低下するため、生活に窮することになる。これに対し、銀行などから借金をして不動産などの実物資産を保有する人は、インフレにより借金の実質価値が大幅に低下し、巨額の利益を得ることになる。日本政府も高率のインフレによって、税収が数十倍に増加する一方で、負債の円金額は変わらないため、財政は一気に健全化する。高率のインフレによる金

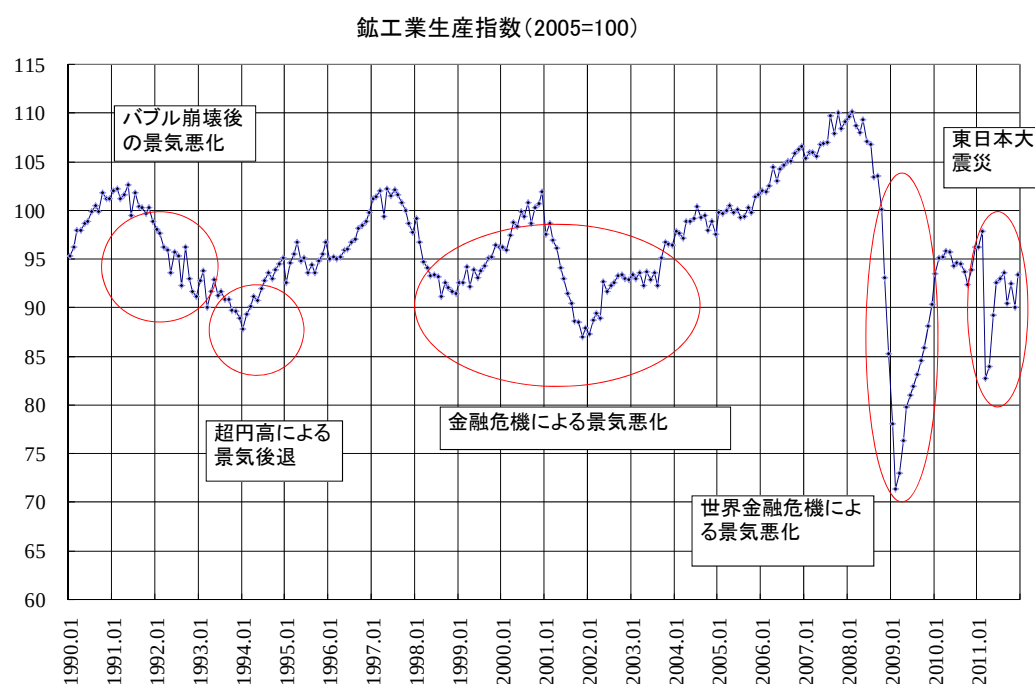
融資産に対する課税は出来る限り避けるべきである。しかし敗戦直後の占領下の日本では、生産設備が空襲で破壊され、原材料の輸入も自由に出来ないために実質 GNP が 1946 年には 44 年の半分強にまで減少していた。このように生産が大幅に減少する中で財政赤字により国民が巨額の金融資産を保有する状況では、高率のインフレは避けられない状況であったといえよう。

2. 日本経済の長期停滞とデフレ

日本の財政の長期的な安定性を見通すためには、日本経済が長期停滞しデフレに陥った経緯と状況を理解した上で、日本経済の長期的な成長力などを十分理解する必要がある。

日本経済の活動水準を概観するには、主に製造業の活動水準を示す鉱工業生産指数の動きを見るのが簡便かつ的確である。日本経済の長期停滞の裏には、景気が相当回復しデフレから脱却できる目途がついてくると、強いマイナスのショックを受けて景気が再び低迷するという、「運の悪さ」がある。

図表 4



出所：経済産業省のデータから筆者作成。

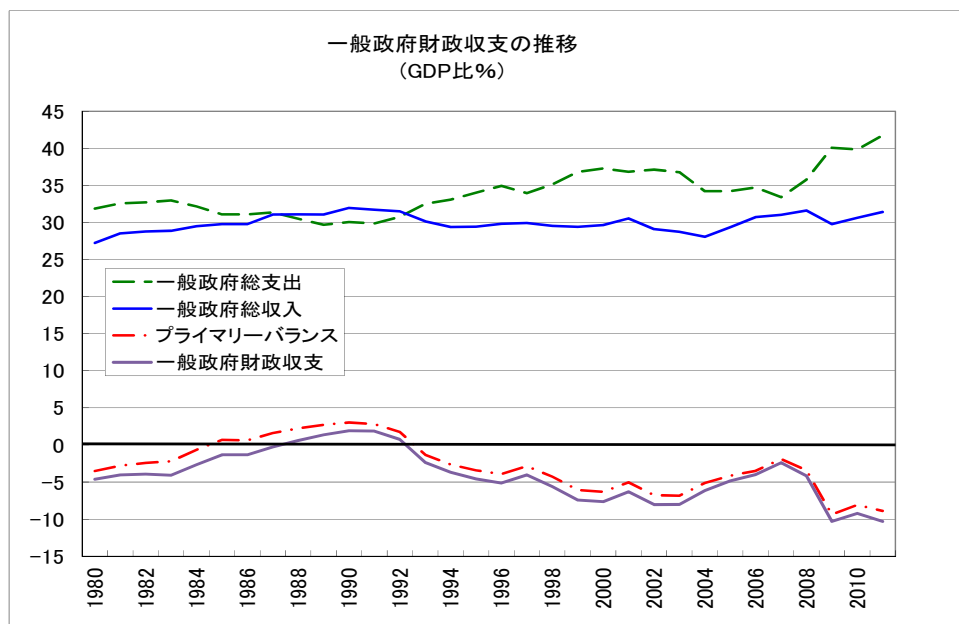
図表 4 は 1990 年から 2011 年末までの 21 年間の指数の動きを示している。91 年にバブル景気のピークをつけた後、バブル後の景気後退で生産が低下し、さらに 94-95 年の大幅な円高⁷で日本経済は深刻な停滞に陥った。その後の政府による景気刺激策などで 1997 年

⁷ 当時、「超円高」と呼ばれた。

には生産がバブルのピーク並にまで回復するが、不動産価格の大幅な低下で金融機関は巨額の不良債権という時限爆弾を抱えていた。

1997年には橋本政権の下で消費税の3%から5%への引き上げと所得税減税の停止を行ったが、同年秋には三洋証券の破綻をきっかけに北海道拓殖銀行、山一証券が相次いで経営困難に陥った。これらの金融機関は破綻後になって、自己資本に比較して巨額の損失を抱えていたことが明らかになった。⁸このため、銀行や証券会社などの金融機関は相互不信に陥った。97年秋から翌年にかけては、金融市場が閉塞し金融機関が自らの資金繰りに窮する状態となってしまった。このため金融機関の貸出先企業や個人に対しても、広範な貸し渋りや強引な貸出回収が広がった。さらに翌年には日本長期信用銀行、日本債券信用銀行も相次いで経営困難に陥り、国有化による実質的な破綻処理が行われた。これが98-99年の深刻な景気後退を引き起こした。その後、政府による銀行への資本注入、日銀による量的緩和や米国を起点とするITバブルによる株価高などで景気は回復するが、2001年には米国のITバブル崩壊や、りそな銀行の経営悪化で景気は再び悪化した。この当時は、デフレも深刻で日本経済はデフレ加速のリスクに直面していたが、2003-04年の巨額の円売りドル買い介入による円安誘導や日銀の量的緩和と、中国経済の拡大加速、欧米経済のバブル的な景気拡大などで輸出主導の回復を達成し、2008年にはバブル期を相当上回る水準にまで生産が拡大した。

図表 5



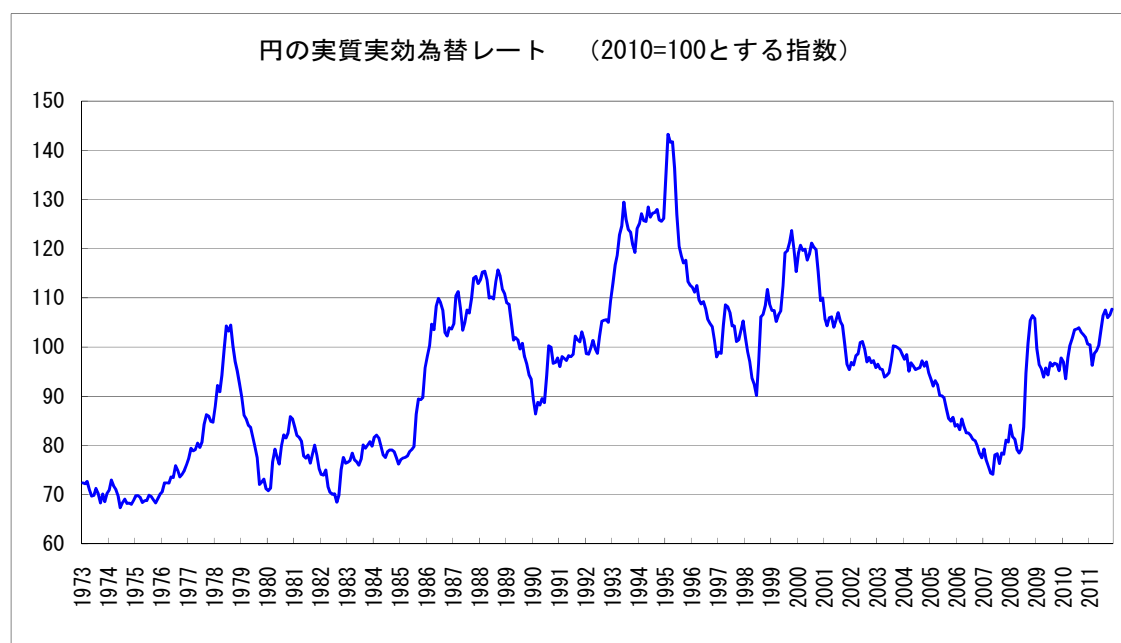
出所：International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, September 2011 のデータから筆者が作成。

⁸ 金融危機発生の原因については、深尾光洋『コーポレートガバナンス入門』、ちくま新書、1999年、第4章が詳しい解説を与えている。

この景気回復期は、日本の財政収支を改善する良いチャンスであった。日本政府の収入 GDP 比率は長期的にみて GDP 比 30%程度で推移してきた（図表 5）。これに対して総支出は、高齢化に伴う年金給付や医療費の増大などを反映して、1990 年以降傾向的に増大してきた。この間、2001 年から 08 年にかけては、持続的な景気回復を反映して小泉政権による財政支出の削減が行われたため、一時的に総支出 GDP 比率は 2003 年から 07 年にかけて低下しているのが注目される。例えば一般政府による公共投資は、2001 年度の 24 兆円から 08 年には 15 兆円へと大幅に減少し、GDP 比約 2%削減された。この結果、日本の財政赤字は 2003 年の GDP 比 8.0%から 2007 年には GDP 比 2.4%へと大幅に改善した。しかしこの時には、傾向的な社会保障支出の拡大を見据えた大きな増税は行われず、消費税の引き上げも行われなかった。

この後も日本経済の運の悪さは続く。2007 年には米国で低所得者向けの住宅ローンであるサブプライムローンの焦げ付きが増加し、2000 年代前半の不動産バブルの反動がはじまっていたが、大手投資銀行であるリーマンブラザーズ証券は 2008 年 9 月に突然破綻し、世界の金融市場を大混乱に陥れた。1997-98 年に日本が経験した金融危機が、今度は米国と欧州で発生したのである。欧米諸国の厳しい景気後退は、米国とユーロ圏での金利の大幅な引き下げを引き起こし、急激な円高の原因となった。

図表 6



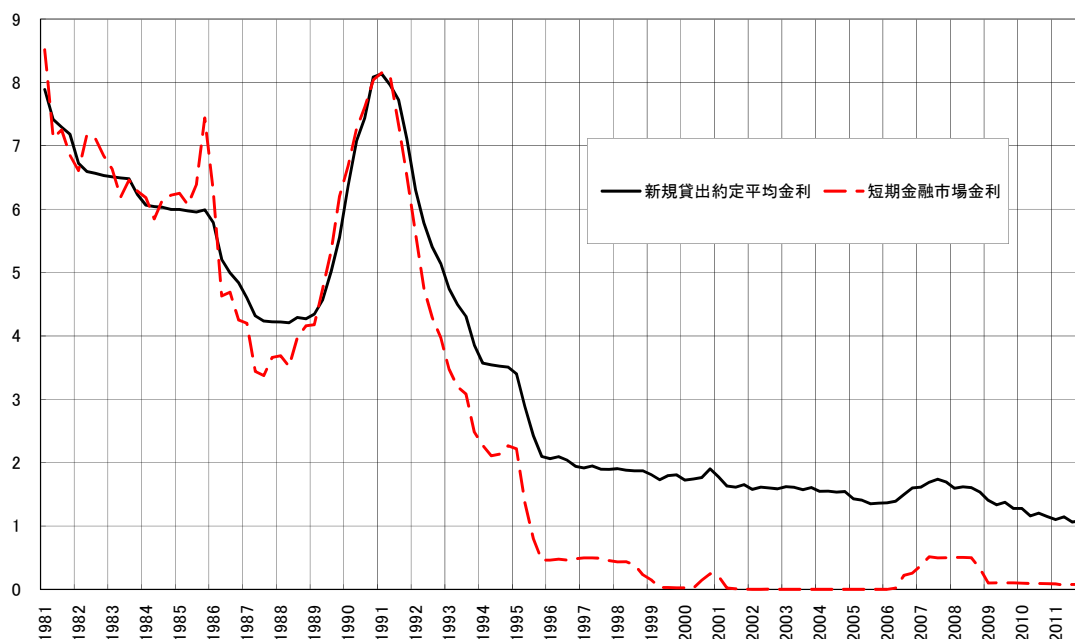
出所：BIS 公表の narrow index を使用して筆者作製。

図表 6 は、1973 年 3 月に日本が変動相場制に移行した以降の円相場の動向を示している。この図では、指標が上昇すると円高であることを示している。なお日本経済の長期的な国際競争力を見るために、この図では円の米ドル相場を見るのではなく、円と日本の 26 の貿易相手国通貨との為替相場を加重平均した指数を用いてある。またインフレ率の違いが競

争力に与える影響を考慮して、日本とそれぞれの貿易相手国の物価変動を調整した指数（実質実効為替相場）を用いている。円相場は、2008年8月から12月にかけて32%も急騰し、大幅な円高になったことを示している。

図表 7

貸出金利と短期市場金利の推移（%）



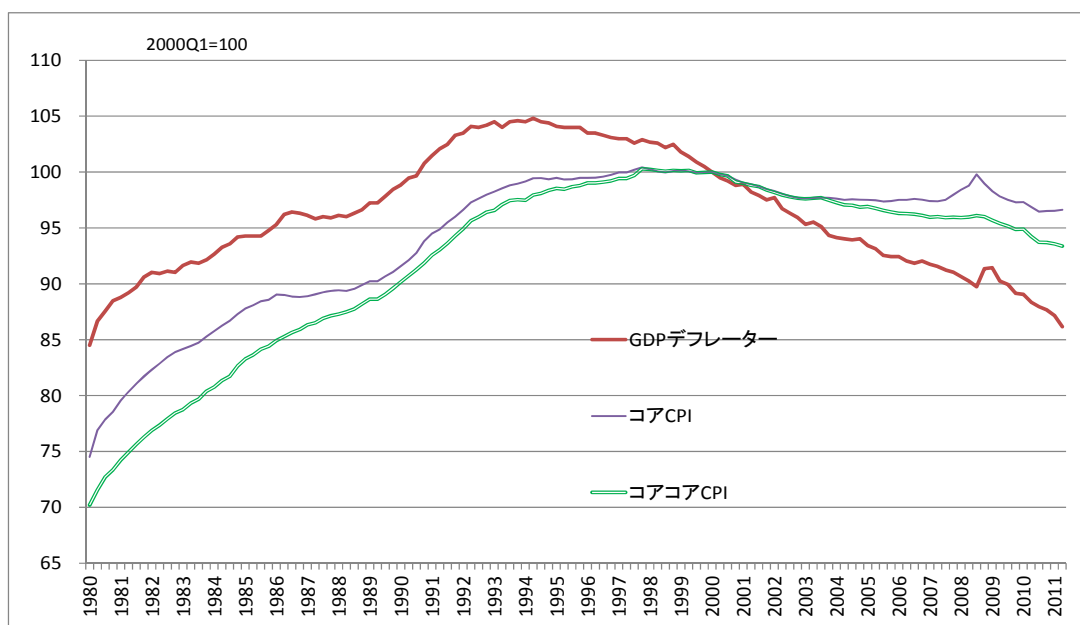
出所：データは日本銀行のホームページよりダウンロードして筆者作成。短期金融市場金利は、1985年第2四半期以前は有担保翌日物コールレート。その後は無担保翌日物コールレート。

日本ではデフレ傾向を反映して1990年代の半ば以降、短期市場金利はゼロから0.5%の間で推移してきた（図表7）。GDPデフレーターで計ったインフレ率は、1994年からマイナスが定着し、物価は低下し続けてきた。この超低金利は、ドルやユーロに比較して円への投資を不利にし、円安方向に為替相場を安定させることに貢献してきた。しかし世界金融危機以降、米国、ユーロ圏も超低金利政策を採用したため、日本経済が深刻な不況に陥っているにもかかわらず、円相場はドルやユーロに対して相当大幅に上昇した。2008年末以降の円相場の水準は、過去30年の平均前後であり、1994年当時の極端な円高からは相当低い水準にあるが、2008年以降の円高幅は大きく、輸出産業の競争力を弱め収益を悪化させる要因となった。円高と輸出先国の不況の結果、日本の輸出は急減し、これに伴って日本の鉱工業生産も40%近くも減少した。いわゆるリーマンショックである。その後G20諸国の政府・中央銀行の協力で金融市場の安定化が図られ、景気も比較的順調に回復しはじめたが、2011年3月には、日本は東日本大震災と福島第一原子力発電所の重大事故に直面することになる。大震災が生産に与えた直接の影響は、リーマンショックよりは小さかったが、人々の消費心理に与えた影響は深刻で、また原子力発電所の停止に伴う電力不足

も景気回復の足取りを鈍いものにした。

こうした生産の長期停滞を背景として、物価面でもデフレが続いている。日本経済にとって最も重要な物価指数は GDP（国内総生産）デフレーターである。GDP は日本経済の総生産額から財・サービスの輸入額を差し引いた金額であるが、その物価が GDP デフレーターである。たとえ生産量が拡大しても GDP デフレーターが低下すれば、名目の売上金額も増加しない。図表 8 は、1980 年以降 31 年間の物価水準の動向を示しているが、GDP デフレーターは 1994 年央から低下しはじめており、2011 年末までにピークから比べて 19% も下落している。またコア消費者物価⁹、コアコア消費者物価¹⁰も GDP デフレーターから少し遅れて、2000 年頃から低下し始めており、2000 年代には全ての指標が、日本経済がデフレ状態にあることを示している。¹¹

図表 8 主要物価指数の動向



出所：内閣府のデータ等により深尾光洋研究室、西村伶、林則孝、藤川ちひろが作成。

注：消費税引き上げの影響を除去してある。季節調整値。

GDP デフレーターが下落しているため、名目 GDP で計った日本経済の売上金額は長期間にわたって停滞している。数量ベースに相当する実質 GDP は 1990 年第一四半期から 2001 年第四四半期までに 24% 増加しているが、名目 GDP は同じ期間にわずか 8% しか増加していない。また 2011 年第四四半期の名目 GDP は、1991 年第一四半期の GDP とほぼ

⁹ 天候に左右されやすい生鮮食品を除いた指数。

¹⁰ 海外市況の影響を受けやすい食料品とエネルギーを除いた指数。

¹¹ 2008 年末から 09 年初にかけて GDP デフレーターが一時的に上昇しているが、これはマイナス項目として入っている原油などの輸入原材料価格が急落したためである。マイナス項目の理由は、原料価格の低下は、日本企業の粗利益を増加させ売上価格の上昇同様に GDP を上昇させるからである。

同じであり、過去 20 年間、日本経済の名目規模は全く増加していないことが分かる。

デフレの継続は、金融緩和による景気回復を困難にしてきた。日銀は市場金利をゼロに近い水準にまで引き下げたが、賃金・物価が低下を続けると、企業も個人も借金の返済が困難になるため、設備投資や住宅投資など活発にならない。企業の場合は借金返済の減資は売上であるが、物価が低下して売上が伸びない状況では、積極的な設備投資を行うことが難しい。個人のばあいでも、給与が伸びずむしろ低下する可能性が高い状況では、大きな借金を負うことになる住宅投資を決断するのが難しい。これが、歴史上もまれに見る低金利の持続にもかかわらず、景気拡大につながりにくい原因である。¹²

3. GDP ギャップと潜在成長率

日本の財政収支の持続可能性を判断するためには、日本経済の長期的な名目成長率を推計する必要がある。名目成長率は、物価上昇率（インフレ率）と実質成長率の合計であるため、それぞれの決定要因を考える必要がある。以下では、物価上昇率と長期的な実質成長率についてそれぞれ分析してみよう。

これまで見てきたように、日本経済はデフレが続いているが、その主な原因は人や資本設備が十分稼働していないためである。各国の中央銀行や国際機関が物価上昇率・下落率を分析する標準的な方法は、失業率と賃金上昇率の関係を表すフィリップス・カーブの分析や、フィリップス・カーブを拡張して GDP ギャップとインフレ率の関係からマクロの物価動向を分析することである。GDP ギャップは、日本経済が持つ労働力と機械設備がどの程度稼働しているかを示す指標である。この分析手法では、経済には常に、ある程度の失業者や十分稼働していない資本設備が存在することに注目する。つまり、人的資本や物的資本は、常に 100%稼働しているわけではない。稼働率が高すぎると、長時間の残業が必要になり休暇も取れない状態になる。設備の稼働率が高すぎると、列車や飛行機の座席がとれず、商品を発注しても長時間待たされることになる。こうした状況では、物価は上昇をはじめ、徐々にインフレ率は上昇していく。

逆に、稼働率が低すぎると、働きたいと望んでも仕事がない状況が続き、企業内にも余剰人員が発生して、人員削減が行われる。設備の面でも稼働しない資本が多くなり、投資も行われなくなる。こうした状況では、インフレ率は徐々に低下していき、ついにはマイナスになる。さらにマイナスのインフレ率が徐々に下方に加速していき、デフレが悪化していく。この二つの状態の間が、経済全体にとっての一つの均衡稼働率、失業率であると言える。この均衡失業率のことを自然失業率と呼び、均衡 GDP（国内総生産）の水準を潜在 GDP と呼ぶ。この理論では、失業率が自然失業率を上回る状態、ないしは GDP が潜在 GDP を下回る状態（デフレギャップの状態）にある限り、デフレは徐々に深刻化していく。

¹² 量的緩和や政府紙幣の発行によりデフレからの脱却や景気刺激が可能であるとの多くの論説が存在する。もちろん量的緩和はある程度の効果があるが、それはあまり大きいとはいえない。本稿の補論では、デフレ・ゼロ金利の下での金融政策の効果について詳しく解説する。

潜在 GDP を推計するためには、日本にある労働と資本を過去最高水準で稼働させた場合に生産できる「最大生産可能 GDP」を推計する必要がある。所定外労働時間や人口に占める就業者の比率が過去最高水準にあり、かつ資本設備の稼働率も過去最高水準にある状態で生産できる最大限の GDP である。この最大生産可能 GDP を推計するためには、その前段階として、実際の GDP を実際に使われた労働力と、実際に稼働していた資本設備で説明する関数を推定する必要がある。これがマクロ生産関数であり、この推定を行う過程で、マクロの生産性指標（全要素生産性で TFP とも呼ばれる）が推計される。なお本書の GDP ギャップや潜在成長率の推計は深尾光洋研究室、西村伶、林則孝、藤川ちひろの 3 名が 2011 年秋に行ったものである。

===== BOX =====

GDP ギャップと潜在成長率の推計に用いた生産関数

$$\ln(\text{実質 GDP}(t)) = 0.72 \times \ln(\text{総労働時間}(t)) + 0.28 \times \ln(\text{資本設備} \times \text{稼働率}(t)) + \text{TFP}(t)$$

【変数一覧】

労働時間パラメータ：1995-2009 年の国民所得中の雇用者報酬比率の平均値 0.72 と置いた。

資本パラメータ：1 次同次関数を仮定し、 $0.28 = 1 - 0.72$ 、と置いた。

資本設備：民間企業資本ストック統計の数値を公的企業の民営化などによる不連続分を補正して用いた。

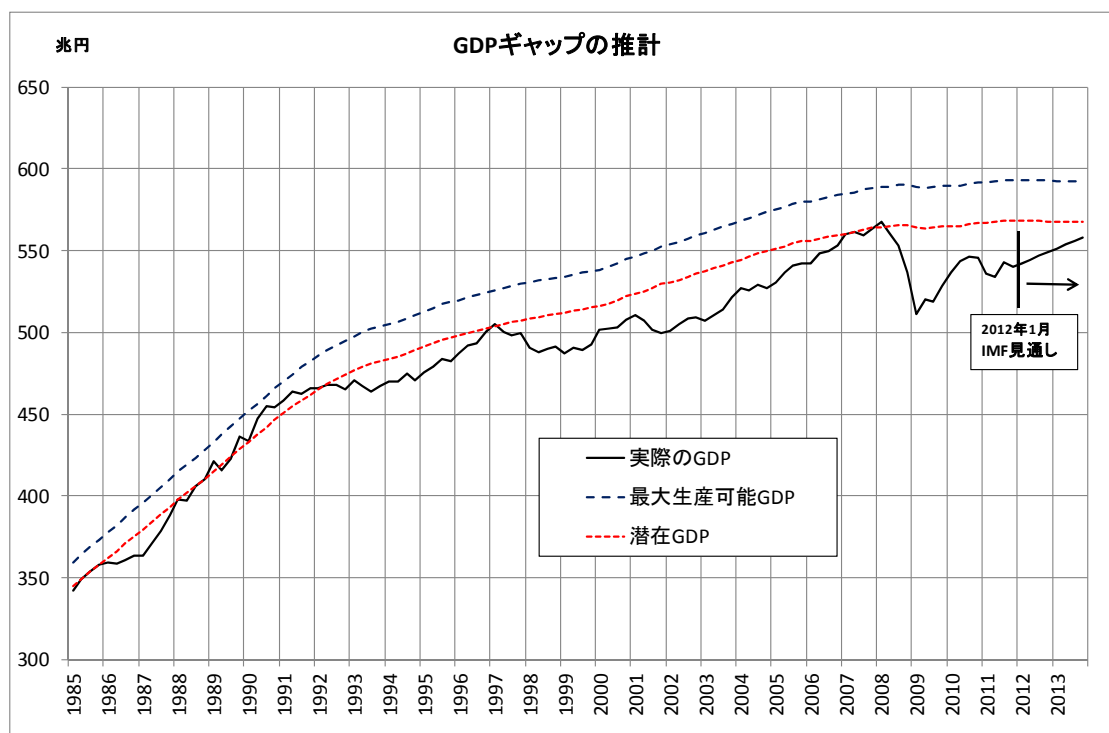
総労働時間：就業者数に労働時間を乗じて求めた。就業者数は総務省「労働力調査」の「全産業就業者数」、労働時間は厚生労働省「毎月勤労統計」の「事業所規模 5 人以上の一人当たり平均月間労働時間」を用いた。

稼働率：製造業については経済産業省の製造業稼働率指数を用いた。非製造業については、日銀の非製造業設備判断 DI などから推計した。

=====

この生産関数を用いて、労働と資本を最高に稼働させた場合に達成できる最大生産可能 GDP を求めることができる。図表 9 は 3 本の線を示しているが、そのうちの一番上の線が最大生産可能 GDP である。また一番下を動く実線が日本の生産水準を示す実質 GDP の水準である。過去 20 年間を見ると、実際の実質 GDP（図表の実線）は、最大生産可能 GDP（長い破線）をかなり下回ってきたことがわかる。なお最大生産可能 GDP は日本経済がフル稼働の場合に達成できる最大の生産水準であるが、その実現は決して望ましいわけではない。残業や休日出勤を最大限行い、設備も十分な保守点検ができないほど使うことは長続きしないし事故も多発する。ホテルやオフィスの空き室は見あたらず、製品を発注しても納期は遠い先になる。またそうした状況では景気が過熱し、賃金・物価は上昇し始め、さらにインフレが加速していく。この図で実質 GDP が最大生産可能 GDP に近づいたのは、バブル経済のピークである 1990 年であった。

図表 9

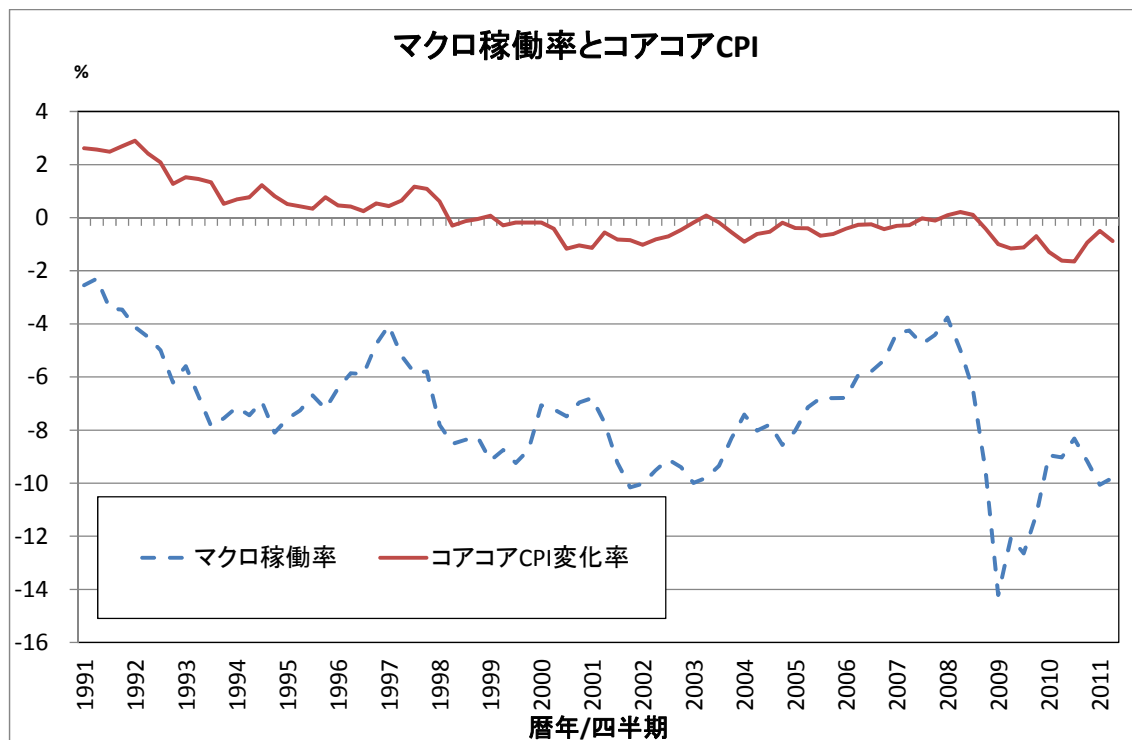


注：図は2000年基準の実質値をベースに作製。2009年以降2011年末までの実績値については、2009年第1四半期の水準をあわせて2005年基準の実績値を2000年基準の実績値に変換した。IMF見通しはWEOの年間成長率を四半期換算して単純に延長した。

消費者物価指数で計ったインフレ率が、実質的に物価が安定している状況に対応する 1 パーセントに維持できる GDP 水準を、本稿では「潜在 GDP」と呼ぶことにする。これは消費者物価指数が、品質の上昇による実質的な価格の引き下げや、郊外店舗や通信販売による新しい販売チャネルの導入を十分反映していないため、1 パーセント前後は物価上昇率が高めに出る傾向があるためである。日銀は物価安定目標を 0~2%としているが、この中心が 1 %となっていることも、このような物価指数のゆがみを反映していると考えられる。

「潜在 GDP」の水準を求めるためには、最大生産可能 GDP と実際の実質 GDP の間のギャップである「マクロ稼働率」と、実際の物価変動率の関係を分析することで、消費者物価上昇率が 1 パーセント程度になるマクロ稼働率を推定する必要がある。図表 10 は、マクロ稼働率とコアコア CPI インフレ率の関係を示している。バブル景気の余韻があった 92 年頃まではインフレ率もプラス 2%を超えていたが、それ以降はコアコア CPI インフレ率も低下した。さらに金融危機が発生した 98 年にはコアコア CPI が低下に転じ、それ以降継続して物価の下落がつづいている。特に 97 年秋の金融危機においてクレジットクランチが発生したため、マクロ稼働率は急激に低下し、デフレ率も 1999 年から 2003 年までは、平均してマイナス 0.5%程度で推移した。しかし 03 年ごろからの景気回復でマクロ稼働率が上昇したため、デフレ率が縮小していき、07 年には、ほぼゼロ近傍に達した。しかし 08 年後半には世界金融危機に伴う景気の悪化により再びデフレは大幅に悪化した。

図表 10

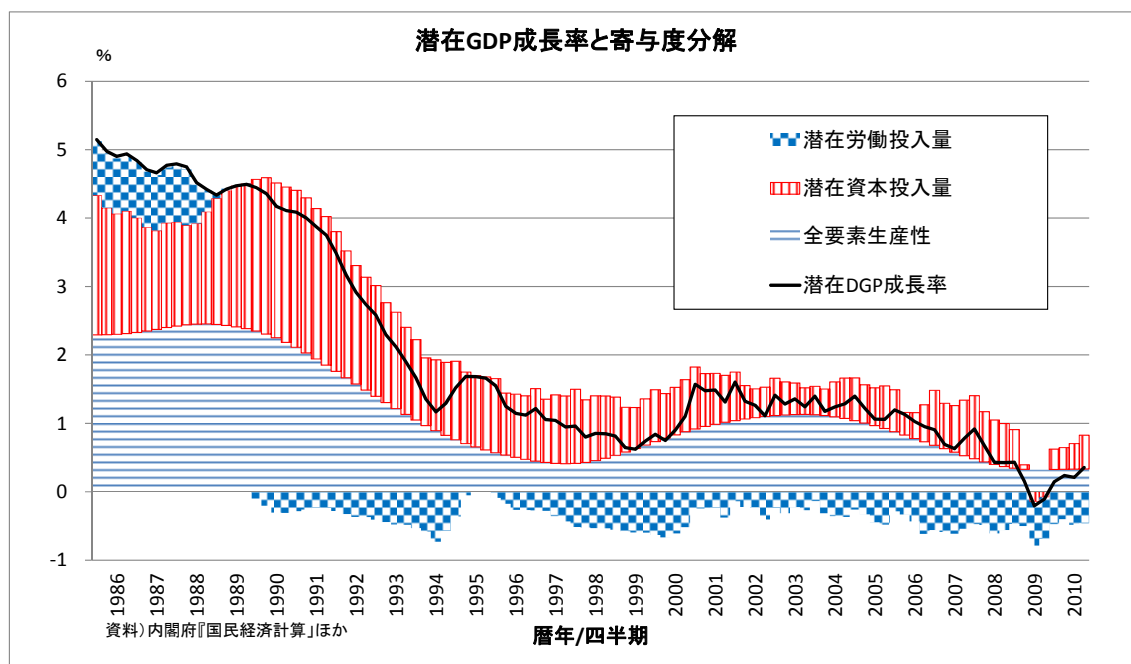


この関係から読み取れることは、図表10のマクロ稼働率が概ねマイナス4～5%をこえて高くならない限り、コアコア消費者物価上昇率は1%を達成できないということである。実際、回帰分析を行うと、マクロ稼働率がマイナス4.6%であれば、コアコアCPIが長期的に1%に近づくとの結果が得られた。そこで、図表9では、最大生産可能GDPの線を4.6%下方にずらして潜在GDPを求めている。そして、潜在GDPと実質GDPの間のギャップが「GDPギャップ」である。実際のGDPが潜在GDPの水準を上回っている時には「インフレギャップ」があると言い、逆に実際のGDPが潜在GDPを下回っている時には「デフレギャップ」があると言う。

2011年第2四半期で、デフレギャップは5%程度となお大きく、当面デフレの改善は見込めないと判断される。また図示したIMFの見通しを前提としても、デフレギャップがゼロになると見込まれるのが2014年中となっている。このため、IMFの比較的楽観的な見通しが達成できると想定しても、コアコア消費者物価で見たデフレが収束するのは、2015年以降になると予想される。

図表9の最大生産可能GDPの伸び率は、潜在GDPの伸び率に等しいので、最大生産可能GDPの増加要因を分析することで潜在GDPの成長率を推計することが出来る。潜在GDP成長率は、日本経済の長期的な成長力を決める最大の要因である。日本経済の成長力が高ければ、税制を変更しなくても税収の伸びも高くなり財政赤字の削減も容易になる。これに対して、将来高い成長率が見込めない場合には、税収も伸びないため、税率を引き上げたり新税を創設したりして税収を意図的に増加させないと、財政も改善できない。

図表 1 1



女性が育児と就労を両立しやすい環境を整えるなどを行えば、女性の労働力率の上昇により潜在 GDP の水準を 5%程度引き上げることも可能であろう。

4. 財政バランスの将来予測

日本の財政バランスを見通すためには、財政収支と政府債務の関係を整理しておく必要がある。政府が財政黒字であるとは、税金、社会保険料、利子収入などの政府の「経常収入」以下しか人件費、物件費、公共投資、国民への年金、国債の金利支払などに支出をしないことである。この支出には経常的な人件費、物件費、年金などの所得移転支出に加えて、政府による投資的な支出も含んでいることに注意しよう。以下ではこの支出のことを「経常・投資支出」と呼ぶ。¹³

経常収入以下しか経常・投資支出をしなければ、財政黒字となり当然お金が余ってくる。その場合には、政府は手元の現金や預金などの金融資産を増やしたり、借金を返済したりすることが出来る。これに対して財政赤字は、経常収入以上に人件費などの経常・投資支出をすることである。その場合には、政府が保有する金融資産を取り崩したり、政府が借り入れを増加したりする必要がある。このため次の関係が成立する。

財政赤字 ⇔ 経常収入 < 経常・投資支出 ⇔ 負債の増加 > 金融資産の増加

財政黒字 ⇔ 経常収入 > 経常・投資支出 ⇔ 負債の増加 < 金融資産の増加

この関係から、財政赤字の累積額が政府の純債務残高に等しいことを示す、次の式が成り立つ。

$$\text{累積財政赤字} = \text{政府債務残高} - \text{政府金融資産残高} \quad (1-1)$$

図表 1 に示した政府総債務 GDP 比率は、上の式の政府債務残高の GDP 比率である。これに対して図表 2 に示した政府純債務 GDP 比率は、上の式の「政府債務残高－政府金融資産残高」の GDP 比率である。

政府の収入には、先の「経常収入」のほか、政府が発行する国債による収入がある。¹⁴また政府の支出には、先の「経常・投資支出」に加えて、国債の償還のための支出がある。このように定義すると、政府の支出と収入の関係は次の式のようにまとめることが出来る。

$$\begin{aligned} \text{政府の全収入} &= \text{経常収入} + \text{国債発行} \\ &= \text{経常・投資支出} + \text{国債償還} = \text{政府の全支出} \end{aligned} \quad (1-2)$$

¹³ 普通の日常用語では株式や債券の購入を「投資」と呼ぶが、国民経済計算では耐久性のある実物資産やソフトウェアの作製・取得だけを投資と呼ぶことに注意されたい。

¹⁴ 正確には中央・地方の政府は国債発行以外に銀行などからの直接の借り入れがあるが、以下では説明を単純化するために国債発行だけだと仮定して説明する。

以下でプライマリーバランスの概念を導入するために、ここで経常収入を「金利収入」と「金利以外の経常収入」、経常・投資支出を「金利支出」と「金利以外の経常・投資支出」に分割して上の式を書き直すと、以下のようになる。

$$\begin{aligned} & \text{「金利以外の経常収入」} + \text{「金利収入」} + \text{「国債発行」} \\ & = \text{「金利以外の経常・投資支出」} + \text{「金利支出」} + \text{「国債償還」} \end{aligned} \quad (1-3)$$

プライマリーバランスは、「金利以外の経常収入」から「金利以外の経常・投資支出」を差し引いた金額であるから、上の式を整理すると次の式が得られる。

$$\begin{aligned} & \text{「プライマリーバランス」} + (\text{「金利収入」} - \text{「金利支出」}) \\ & = \text{「国債償還」} - \text{「国債発行」} \end{aligned} \quad (1-4)$$

簡単に言えば、

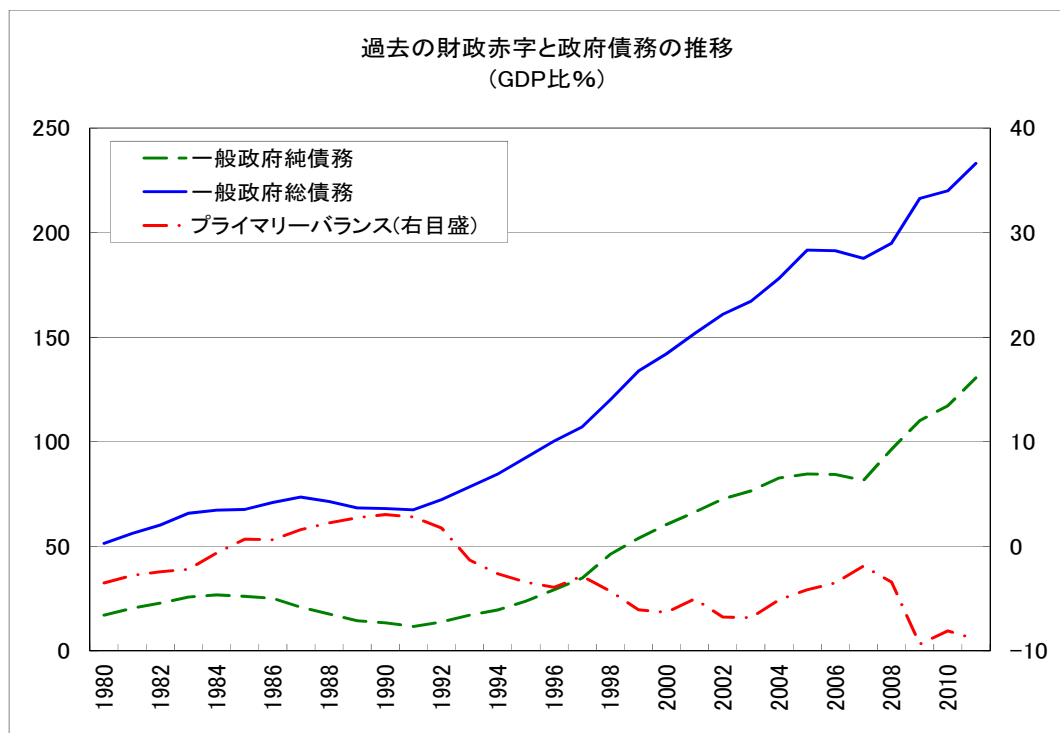
$$\text{「プライマリーバランス」} + \text{「純金利受取」} = \text{「国債のネット償還額」} \quad (1-5)$$

現在の日本では、プライマリーバランスは赤字で、金利は支払い超過、国債は発行超過であるから、次の式の方が直感的に分かりやすいだろう。

$$\text{「プライマリーバランス赤字」} + \text{「純金利支払」} = \text{「国債のネット発行超過額」} \quad (1-6)$$

1980 年以降の日本政府のプライマリーバランスと政府純債務、政府総債務の GDP 比率を見てみよう（図表 1 2）。バブル景気最盛期の 1980 年代後半はプライマリーバランスも黒字で、政府債務 GDP 比率も低下傾向にあった。しかし 1993 年頃からプライマリーバランスは赤字化し、政府債務・GDP 比率も拡大に転じた。特に金融危機が深刻化した 1998 年から 2003 年にかけて財政赤字が大きかったことが分かる。しかしその後の景気回復を映じて、2007 年にはプライマリーバランスの赤字は縮小し、経済成長率が高かったこともあって政府債務 GDP 比率も一時的に低下している。しかしリーマンショックによりプライマリーバランスの赤字は過去最高水準に達し、負債 GDP 比率も急増し始めている。以下では、日本政府の財政赤字を安定化するにはどの程度の収支改善が必要なのかをシミュレーションにより分析してみよう。

図表 1 2



出所：IMF, *World Economic Outlook*, September 2011 のデータで筆者作製。

2011 年から 2050 年までの 40 年間の財政バランス・シミュレーションは以下の想定で行った（詳しくは BOX を参照）。

将来の実質成長率については、先の図表 1 1 で示した最近の潜在成長率を将来の労働力人口推計を用いて延長し、2014 年以降 2030 年まで 0.5%、その後は人口増加率がさらに低下して 0%になると想定した。また GDP が潜在 GDP 水準にまで回復する 2014 年以降には GDP デフレーターは横這いになると予想した。政府債務の金利は、デフレの収束を考慮して、多少上昇すると仮定した。さらに社会保障関係支出の強力な抑制を前提に、利払い以外の政府支出 GDP 比率を 2016 年以降横這いに、また消費税の増税を除く政府の収入 GDP 比率も横這いと置いた。政府支出 GDP 比率を横這いに維持するためには、年金支給開始年齢を 2-3 年以上引き上げるとともに、公的年金や医療保険の給付に全面的な所得テストを導入するなど、抜本的な歳出の見直しを行う、非常に厳しい歳出抑制を見込んでいることになる。

=====BOX=====

財政バランス・シミュレーションの想定一覧

- (1) IMF の 2011 年 9 月世界経済予測 (WEO) にある日本経済見通しをベースに行った。
- (2) 日本の将来の実質 GDP 成長率は、深尾研究室の西村伶、林則孝、藤川ちひろによる潜在 GDP 推計をベースに、国立社会保障・人口問題研究所の 2012 年 1 月の人口推計により延長した。IMF 見通しでは日本の GDP は 2014 年に潜在 GDP の水準に到達するので、

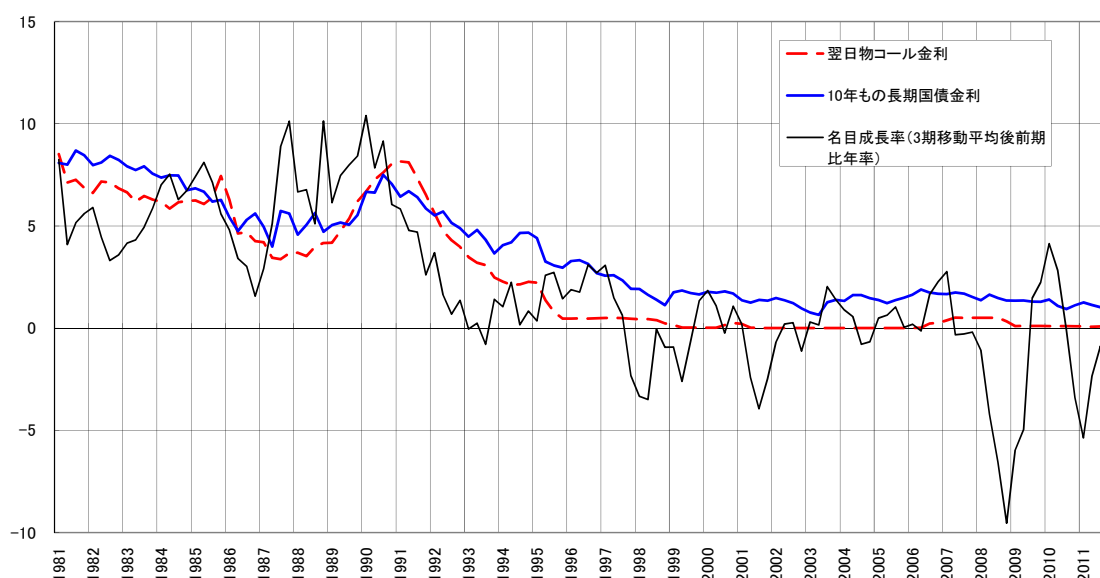
それ以降は潜在成長率と等しい 0.5% で成長し、労働力人口の減少率が加速する 2031 年以降はゼロ成長を見込んだ。このため、予測期間中の実質 GDP は外生変数である。

(3) GDP デフレーターインフレ率は 2014 年にデフレから脱し、それ以降はゼロインフレを見込んだ。消費者物価は過去の傾向から GDP デフレーターより若干高い 1% 弱の上昇率を見込んでいることになる。なおこの GDP デフレーターは消費税の課税ベースを計算するために予測しているので、消費税増税による物価上昇を反映させていない。また、物価を外生変数にしているので、(2) の前提を考慮すると消費税増税による名目 GDP 押し上げ効果を除いた名目 GDP は外生変数となっている。

(4) 政府債務の金利は 2014 年のデフレからの脱却で多少上昇すると想定し、2011 年の 1.1% (一般政府の純利払いを一般政府の純債務で割った見かけの利子率) から 2016 年に 1.5% に達し、その後横ばいを見込んだ。GDP デフレーターのインフレ率がマイナス 1.5% 程度で 10 年もの国債金利が 1% 前後で推移してきたことを考慮すると、インフレ率がゼロになる 2014 年以降の政府純債務の見かけの金利を 1.5% と置くことは、政府債務の実質金利が低下することを見込んでいる。政府債務が増大し続けるシミュレーションにおいて、このような仮定を置くことは、かなり楽観的である。

なお、見通し期間中の政府純債務利子率は 1.5% であり、2030 年までの名目成長率 0.5% を 1% 上回る。この想定は、いわゆる与謝野・竹中論争では、与謝野大臣の側を支持することになる。実際、下の B-1 図を見ると、過去 31 年間で名目成長率が長期国債利子率を上回ったのは、1980 年代後半のバブル期とリーマンショックからの回復期であった 2010 年前後の合計 6 年程度に過ぎない。また図の期間の 10 年もの国債金利の平均値は 3.7%、名目成長率は 2.1 パーセントで、金利は成長率を 1.6% 上回っている。実際の政府債務は金利が相対的に高い長期国債だけではなく、低めの中長期国債も相当額あるため、金利が成長率を上回る幅を 1% と置くことは合理的である。

図表 B-1 市場金利と名目成長率の推移 (%)



出所：内閣府と日本銀行のデータにより筆者が作成。

(5) 一般政府の受け取り利子・配当以外の経常収入は、消費税引き上げによる歳入増を除き、2013 年以降 GDP 比 31.4%で横ばいと見込んだ。

(6) 一般政府の利払い以外の経常・投資支出は、2016 年以降 GDP 比 37.1%で横ばいと見込んだ。高齢化がさらに進む中で、政府支出を GDP 比横ばいに維持すると言うことは、厳しい制度改正により社会保障支出を切り詰めていくことを意味する。

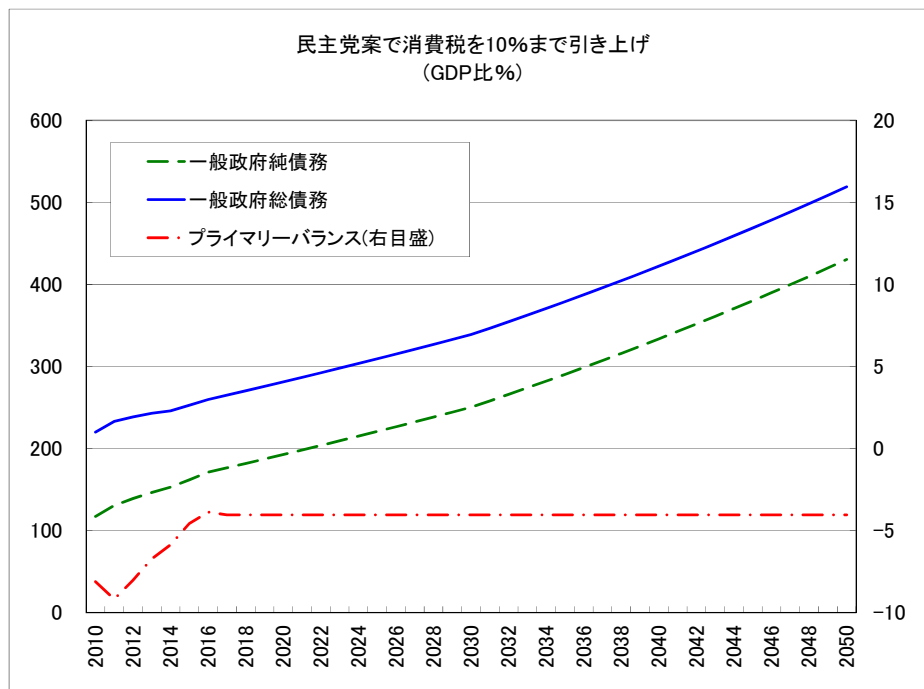
(7) 消費税引き上げによる税収増加額は、税率の 2 %引き上げで GDP 比 1 %に相当すると想定した。

(8) 一般政府の総資産は、2016 年以降 GDP 比 88.6%で横ばいとなり、財政赤字は総債務の変化に全て反映されると想定した。

=====

まず執筆時点(2012 年 3 月 10 日)の民主党の消費税増税案を前提として、将来収支を見通したのが図表 1 3 である。民主党案では現在 5%の消費税を、2014 年 4 月に 8%、15 年 10 月に 10%まで引き上げることを目指している。このシミュレーションでは、消費税を 10%まで引き上げた後、同税率は横ばいと置いた。このケースでは、予想される景気回復と増税により、プライマリーバランスの赤字は 2012 年の GDP 比 9.2%から 2017 年以降 4.1%まで約 5 ポイント強改善する。しかし図にあるとおり、政府債務 GDP 比率はなお上昇を続け、純債務は 2022 年に 200%を超え、総債務も 2024 年に 300%を超える。これでは、日本の財政はとても持続可能な状態になったとはいえない。

図表 1 3

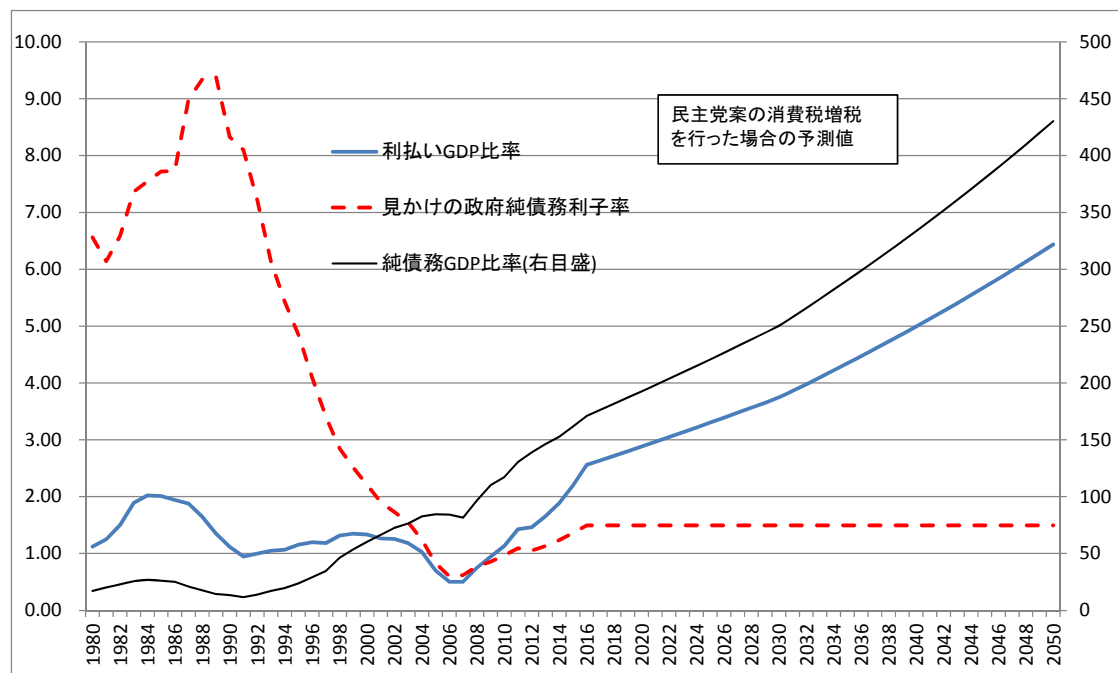


注：消費税は民主党が 2011 年 12 月 29 日に決定した方針通り、2014 年 4 月に 8%、15 年 10 月に 10%に引き上げると想定。

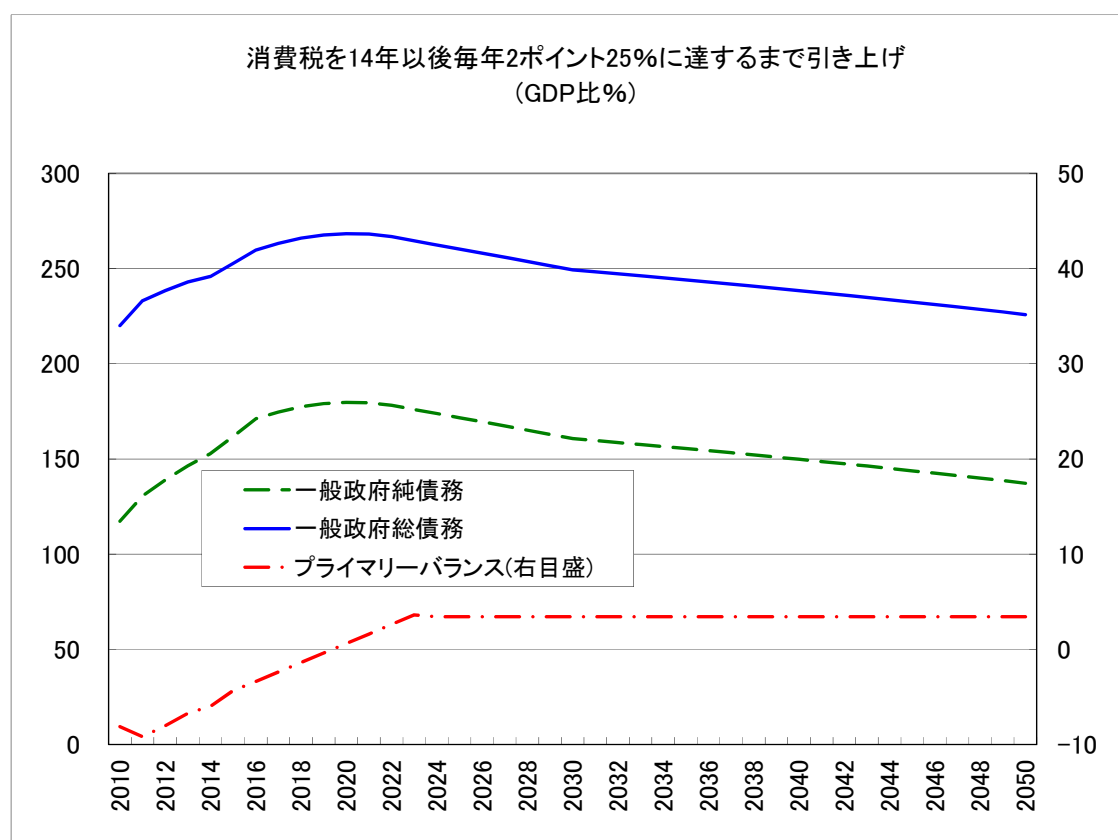
将来の負債 GDP 比率が急激に増加していく一つの理由は、政府の金利支払が今後急増する見通しだからである。図表 1、2 で見たように政府の純債務、総債務は両者とも急速に増加してきたが、同時に金利が急速に低下してきたため、政府の純金利支払 GDP 比率は図表 1 4 で示すように 1984 年の GDP 比 2% から 2007 年の 0.5% へと低下してきた。高金利で発行した長期国債が償還期を迎えて低金利で借り換えが出来たため、金利負担が軽減されてきたからである。しかし 1998 年以降 10 年もの長期国債金利が 1~2% で推移するようになったため、かつての高金利の長期国債の借り換えが一巡し、今後は金利低下による利払い負担の軽減が望めなくなってしまった。また高金利の運用が可能であったドル建て外貨準備の運用利回が急速に低下してきていることも、政府の純金利支払（＝支払金利－受取金利）を上昇させるように働いている。このため、今後は政府債務残高の増加が直接利払い負担の増加に結びつくようになっている。¹⁵

¹⁵ 国債残高累増による利払い負担増加の詳細な分析については、河村小百合「わが国の国債発行と財政運営の先行きをどうみるか」、『Business & Economic Review』、日本総研、2011 年 12 月を参照されたい。

図表 1 4 一般政府利払い GDP 比率の将来予想



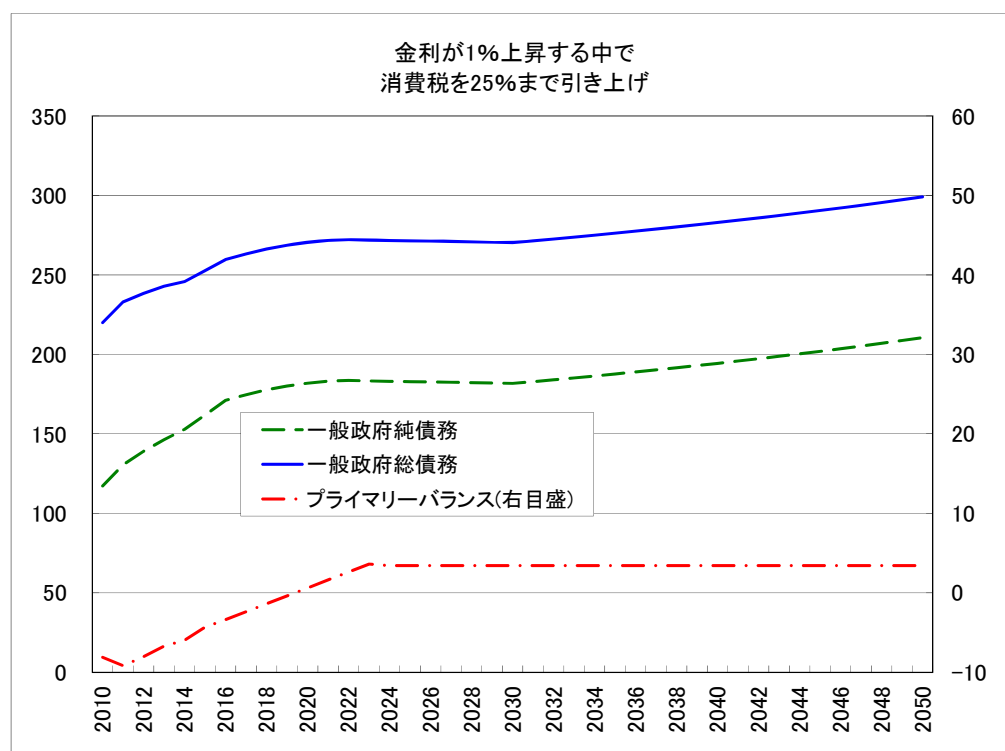
図表 1 5



政府債務 GDP 比率の上昇が止まり低下を始めるためには、遥かに大幅なプライマリーバランスの改善が必要である。一例として図表 1 5 は消費税を 2014 年から 2023 年までの 10 年間、毎年 1 月に 2 ポイントずつ引き上げ、23 年の 1 月以降 25% にするケースを示してある。このケースであれば、政府の純債務 GDP 比率は消費税率が 19% に達する 2020 年にピークの 180% に達した後、徐々に低下を始める。プライマリーバランスは、2024 年以降 3.4% の黒字となるが、この時点でも利払い負担が GDP 比 2.6% あるため利払い負担を調整した黒字幅は小さく、政府債務 GDP 比率は非常にゆっくりとしか低下しない。実際に財政赤字を削減するためには、消費税だけの増税を行う必要は無く、所得税、法人税、社会保険料、税外収入、固定資産税など、どんな税目で増税を行ってもよいし歳出削減を行っても良い。

消費税を 25% まで引き上げても、金利が少し上昇すれば、政府債務は増加を続けてしまう。例えば政府の平均借入金利が 2016 年の 1.5% から 21 年に 2.5% まで毎年 0.2 ポイント上昇を続けるケースを見たのが図表 1 6 である。この場合には、プライマリーバランスの 3.4% の黒字では、利払い負担の GDP 比 4.6% をカバーしきれず、負債 GDP 比率は上昇を続ける。このように、政府債務が巨額になると、小幅の金利上昇でも政府債務は安定化できなくなってしまう。

図表 1 6



このシミュレーションで見たように、日本の財政を安定化するために GDP 比 10% もの巨額の財政収支改善が必要となるのは、次の三つの要因によっている。

第一に、景気が回復し GDP が潜在 GDP 水準に達しても、景気回復による税収増が十分

でなく、大きな赤字が残ると予想されるためである。IMF 見通しのよう景気回復が順調であれば、深尾研究室で推計した潜在 GDP をベースにすると 2014 年にデフレギャップがほぼ無くなるが、その時点でも財政赤字 GDP 比率は 5.6%、利払い負担は GDP 比 1.9%と見通されているため、財政赤字は GDP 比 7.5%と見込まれる。このため、GDP がインフレギャップの領域に達するまで回復しなければ、大幅な赤字が残ることになる。

第二に日本の潜在 GDP 成長率が低いことである。名目 GDP 成長率が政府債務の金利よりも高ければ、プライマリーバランスを均衡させるだけで政府債務 GDP 比率は低下していく。(1-6)式から、プライマリーバランスが均衡している場合には、財政赤字は政府の金利支払だけになる。このため、国債残高の名目増加率は金利と等しくなる。これに対して名目 GDP 成長率が金利を上回っていれば、国債残高の名目 GDP 比率は低下していく。シミュレーションの仮定(2)(3)により日本経済の潜在実質成長率を 0.5%と見込み、GDP デフレーターインフレ率もゼロを想定しているため、国債金利が 0.5%以下でないと、負債 GDP 比率は低下していかない。

一般に、負債 GDP 比率を安定化させるためには、次の GDP 比率以上のプライマリーバランス黒字を出す必要がある。¹⁶

プライマリーバランス黒字 GDP 比率

$$= \text{政府純債務の GDP 倍率} \times (\text{政府純債務の平均金利} - \text{名目成長率}) \quad (1-7)$$

政府純債務が GDP の 1.6 倍に達する 2014 年時点で、政府債務の金利が 1.5%、名目成長率が 0.5%の場合、必要なプライマリーバランス黒字の GDP 比率は次の式から

$$1.6 \times (1.5\% - 0.5) = 1.6\%$$

となる。政府債務の金利が 1%上昇すると、必要なプライマリーバランスの黒字幅は GDP 比 1.6%増加する。消費税を 2%分引き上げても税収は GDP 比 1%しか増加しないことを考えると、金利がわずかに 2%上昇すれば、消費税を 6%引き上げないと利払い増加をまかなえない計算になる。

=====BOX=====

政府債務安定化に必要なプライマリーバランス黒字

式の導出を簡単にするために、国債の利払いは年末 1 回だけで、全て同じ金利だと仮定すると、次の式が成立する。

$$(1 + r) \times D_t - P_t = D_{t+1}$$

¹⁶ 式の導出は BOX 参照。

ここで r は小数で表示した年率金利（2%なら 0.02）、 D_t は t 年初の国債残高、 P_t はプライマリーバランス黒字、 D_{t+1} は $t+1$ 年初の国債残高

ここで、両辺を t 年の名目 GDP、 Y_t で割って整理すると次の式が得られる。

$$(1 + r) \times (D_t / Y_t) - (P_t / Y_t) = (D_{t+1} / Y_{t+1}) (Y_{t+1} / Y_t)$$

ここで、上式を負債 GDP 比率が d で一定の場合について変形する。まず (Y_{t+1} / Y_t) は 1 プラス名目成長率であるので $(1 + g)$ 、 (D_t / Y_t) と (D_{t+1} / Y_{t+1}) は一定の負債 GDP 比率なので d 、 (P_t / Y_t) はプライマリーバランス黒字の GDP 比率なので p と置くと、次の式が得られる。

$$(1 + r) \times d - p = d (1 + g)$$

これを変形すると次の式が得られるが、これは本文中の(1・7)式と同じである。

$$p = d (r - g)$$

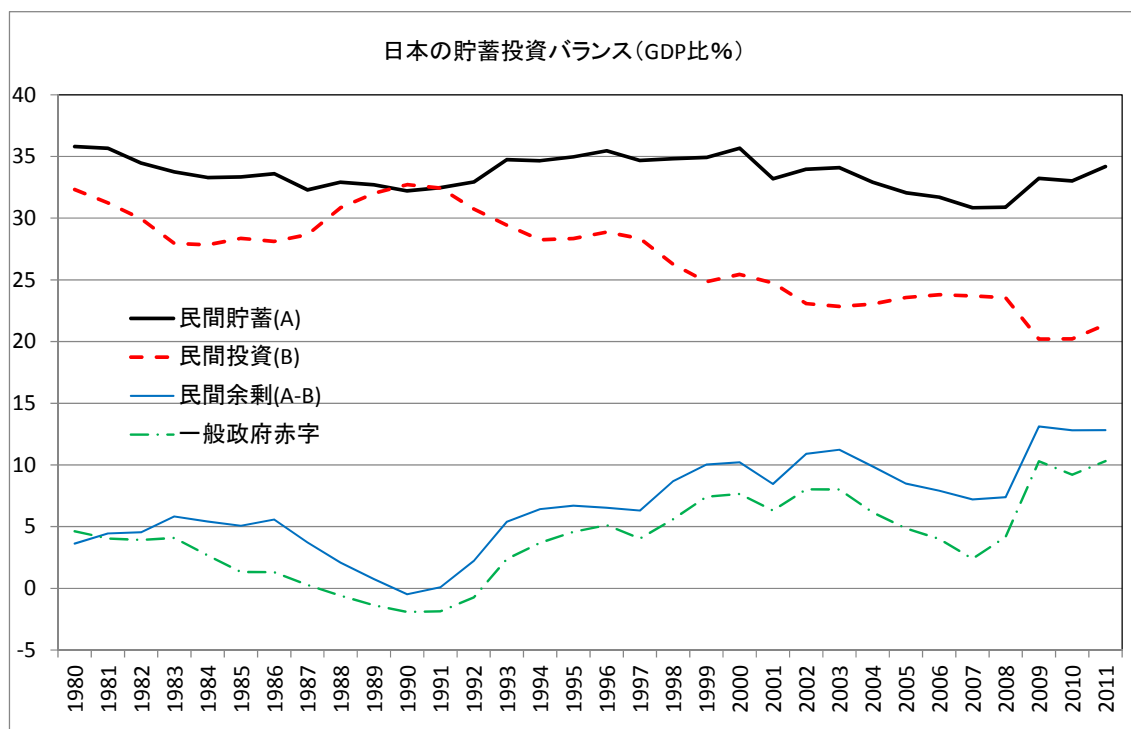
=====

ギリシャ、アイルランド、ポルトガルは、長期国債金利が上昇を始め 7%前後に達すると、次々に EU と IMF に対して金融支援を要請した。一度政府債務 GDP 比率が高くなると、金利上昇による利払い負担増加は巨額になる。政府は短期国債だけではなく長期国債も発行しているため、金利が上昇してもすぐに利払いが爆発的に増えるわけではない。しかし国債の市場利回りが上昇すると、国債が満期を迎えて借り換える度に金利負担が増大していく。また、国債の満期構成が短いほど、金利上昇のペースは速くなる。日本の純債務 GDP 比率はすでに GDP の 1.3 倍に達しており、毎年 0.1 倍程度増加している。日本の財政状況は、極めて危険な状態であるといえる。

5. 財政赤字削減による円高リスク

以上見てきたように、政府債務削減のためには、大規模な増税ないし歳出の削減が必要である。しかし大幅な増税や歳出削減のショックに日本経済は耐えられるだろうか。消費税を段階的に大幅に引き上げていくことを選挙民に説得することには、大きな困難が予想される。また、消費税を段階引き上げしていく場合、将来の増税を予想した消費や住宅投資の前倒し支出で、増税による景気悪化をある程度相殺できるとしても、増税は巨額であり徐々に強まる増税の消費減少効果を相殺できないだろう。このため、増税の一部を使った景気刺激策を採用することが必要となるだろう。本節では財政赤字削減が国際収支と為替相場に与える副作用とその回避策について解説する。

図表 1 7



出所: International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, September 2011 のデータから筆者作成。
 注: IMF は総投資に財政赤字と財サービス収支の黒字を加えて総貯蓄を推計している。しかし総投資には一般政府の投資額が含まれているため、この分だけ民間投資と民間貯蓄を過大評価していると考えられる。しかし民間余剰と財政赤字の数値には問題ない。

図表 1 7 は、日本経済の貯蓄投資バランスを概観したものである。このグラフの線は、全て貯蓄・投資等の名目金額を名目 GDP で割った比率になっている。図の上半分にある二本の線は、民間部門（公的企業を含む）の総貯蓄と総投資の動きを示している。民間貯蓄は、企業と家計の貯蓄額の GDP 比率であり、1980 年代以降 30～35% で、おおむね横ばいに推移している。これに対し、企業設備投資と住宅投資が大宗を占める民間投資の GDP 比率は、1974 年の石油危機以降、1990 年前後のバブル期を除いて民間貯蓄を下回って推移してきた。バブルが崩壊して以降、民間投資・GDP 比率が 25% を切るまで低下しており、特にリーマンショック以降 GDP 比率は 20% 程度にまで低下している。

図の下半分にある二本の線は、民間部門の総貯蓄から総投資を差し引いた差額である民間余剰と、一般政府赤字の GDP 比率である。民間部門の貯蓄超過傾向を反映して、民間余剰はバブル期を除いてプラスを続けてきた。特に 1998 年の金融危機以降、民間余剰は 10% 前後という高水準を続けている。民間の貯蓄から投資を差し引いた差額は、家計と企業の資金余剰に対応し、具体的には政府（一般政府）に対する貸出と、海外に対する貸出の合計に等しくなる。

一般政府全体では、1987 年から 92 年のバブル景気の時代を除いて財政赤字を続けてきた。特に 98 年以降は、景気悪化で税収が落ち込んだため、5% を超える赤字を続け、2006-07 年に景気回復を反映して赤字が一時低下したものの、2008 年秋のリーマンショック以後、

財政赤字は GDP 比 10%もの高水準となっている。

民間の資金余剰は、この財政赤字を上回っていたため、日本経済全体としては海外に対して資金供給を行ってきた。これが、民間余剰と一般政府赤字の間のギャップであり、日本の対外貸出に等しい。海外が日本からお金を借りる理由は、海外が日本から買い入れる財・サービスの金額（すなわち日本の輸出）が、海外が日本に売る財・サービスの金額（すなわち日本の輸入）を上回っているためである。このため、下半分の二本の線の間のギャップは、日本の財・サービス収支の黒字に等しい。

日本が歳出削減によって財政バランスの改善を計ったのは、1983 年から 86 年にかけての中曽根行革の時代である。この時期には歳出の削減努力などで一般政府赤字が GDP 比 3.5 ポイント改善した。これに対して民間投資は横ばいで、貯蓄率も高水準を続けたため、民間余剰が高止まる中で財政赤字が減少し、財・サービス収支の黒字が急拡大した。特に 1985 年には、第二次石油危機以後高い水準に維持されてきた原油価格が大幅に下落したため、エネルギー価格の低下によって家計や企業の資金余剰が拡大したことも、財・サービス収支黒字を増大させる要因となった。

現在の野田内閣も基本的には財政再建を進めると予想される。これに対して企業設備投資の伸びはあまり期待できないため、民間余剰は高水準が続く可能性が高い。そうすると、1983-86 年に発生したような、財・サービス収支黒字の大幅な拡大が発生する可能性がある。現在のような貯蓄超過状態にある日本経済の下で急激かつ大幅な財政赤字の削減を行うことは、経常黒字拡大による円高が発生して景気を悪化させる可能性がある。このため、財政再建を進める場合には、民間消費や民間投資を刺激しながら増税や歳出削減を進める必要がある。

6. 日本の財政破綻シナリオ

4 節の日本の財政バランスのシミュレーションを読み進まれてきた読者には、日本の財政破綻のシナリオがイメージできるだろう。概略、次のようなシナリオである。

(1) 選挙民を恐れる政治家が増税を先延ばし続けて政府の累積赤字が拡大する。この結果、金利上昇による利払い負担増加のリスクが蓄積されていく。

(2) 日本の金融資産の大部分を保有する 50 歳以上の高齢者層も、政府に対する信頼を徐々になくし、円から不動産、株式、外貨、金等に資金を移動し始める。

(3) 長期国債価格が下落し、長期金利が上昇を始める。

(4) 新規発行や借り換え国債の利払い負担増加に直面した政府が、発行国債の満期構成を短縮し、主に短期国債で赤字をファイナンスするようになる。日銀がゼロ金利政策を続けている間は、政府の利払い負担は増加せず、財政破綻を先延ばしできる。しかし同時に、国債の満期構成の短期化は、将来の短期金利の上昇で、政府の利払いが急増するリスクを増大させる。

(5) 政府の財政悪化に伴い、上記 (2) の資金シフトが加速する。特に高齢化に伴う貯蓄率の低下や財政赤字の拡大によって経常収支が赤字化すると、大幅な円安になるリスク

が高まる。実際に円安、株高が発生すれば、景気にはプラスとなりバブル的な景気回復を達成する可能性もある。そうなればインフレ率も上昇し始める。景気回復は税収を増大させ、財政赤字を減少させる。この時点で大幅な増税と赤字の削減が出来れば、財政破綻は避けられる可能性がある。

⇒この場合、政府はタイミングの良い増税で健全化を達成できる。

しかし政府が増税に躊躇すると、以下のシナリオに突入する。

(6) 日銀はインフレ率の上昇に対して金利引き上げによる金融引き締めを行うが、これで政府の利払いが爆発的に増大し、政府の信用が急激に低下する。

(7) 政府が日銀の金融政策に介入して、低金利を強制したり、国債の買い取りを強制したりすれば、インフレがさらに加速し、国債価格は暴落する。

(8) 金利の急激な上昇で長期国債を大量に保有する銀行が、巨額の損失を被り、政府に資金援助を要請する。

(9) 政府が日銀に国債の低利引き受けを強制する場合には、政府は利払い増加による政府債務の急増を避けることが出来る。この場合は、敗戦直後のインフレ期と同様に、政府債務を大幅に引き下げることが可能で、政府は財政バランスの回復に成功する。しかし、所得分配の上では、預金や国債、生命保険、個人年金などの金融資産を保有する人々が、その実質価値の喪失で巨額の損失を被る。

⇒この場合、政府はインフレタックスにより財政を健全化できる。しかし金融資産の実質価値の大幅低下により、生活資金に困る多数の人々を生み出す。

以 上

補論 ゼロ金利下における金融政策の有効性

この補論では、ゼロ金利下における金融政策の有効性を説明する。簡単に要約すると、「量的緩和」については、アナウンスメント効果を持つものの、金利引き下げによる効果よりは弱く強力な景気刺激効果は期待できない。「ヘリコプター・マネー政策」は実質的に減税や補助金散布と同じ財政政策であり、財政を大幅に悪化させるので望ましくない。「政府紙幣の発行」は、実質的な財政の粉飾決算であり、効果は期待できない。政府が価値を保障する金融資産に薄く広く課税する「マイナス金利政策」は、政府が税収を得つつ景気刺激が可能であるものの、政治的には実施が非常に困難であると考えられる。

(量的緩和と資産買入の効果)

私は1974年から1997年まで日銀に在籍していたが、97年に慶應義塾大学に移籍して以来、日銀の金融政策に関する論評は、日銀の公式見解とは距離を置いて、極力客観的に行ってきたと自負している。実際、1997年秋の金融危機以降、量的緩和を実施すべきだと主張し続けた。速水総裁の時代の2000年8月のゼロ金利解除の時には、衆議院議員の山本幸三氏、渡辺喜美氏らと一緒に解除反対の声明を出している。また、日経センターから年二回発表してきた金融研究班報告書と経済教室による解説でも、常にデフレが終わっていないことを強調し続けてきた。1997年以降の日銀の金融政策は、経済の実態が十分改善する前に金融を早めに引き締めようとする一定のデフレバイアスがあったと判断している。

こうした中で、デフレの元凶として日銀を非難する書籍が相次いで出版されている。例えば、浜田宏一、若田部昌澄、勝間和代『伝説の教授に学べ! 本当の経済学がわかる本』東洋経済新報社、田中秀臣『デフレ不況 日本銀行の大罪』朝日新聞出版、山本幸三『日銀につぶされた日本経済』ファーストプレス、などである。

こうした書籍の論調については、正直「日銀の能力を買いかぶりすぎている」といわざるを得ない。すでに金利がゼロに近づいた今日の状況で、日銀が景気を刺激してデフレを止める能力については、さほど強くないからである。こうした誤解が生ずる理由は、金融緩和が実体経済に影響するチャネルが十分理解されていないためである。国債の買いオペをすれば民間金融機関が保有する国債が減少し、日銀当座預金が増加する。現在は補完当座預金制度により、準備預金制度により決められた最低限を上回る当座預金には0.1%の金利が払われている。銀行はこの金利と比較して、貸倒損失や審査費用を差し引いた貸出金利のほうが有利であれば貸出を行う。中小企業向けに金利2-3%で貸出を行っても、貸倒損失や管理費のほうが高いと判断すれば、銀行貸し出しは増加しない。デフレのもとでは、企業収益もあまりよくないので、量的緩和を行っても貸出を刺激する効果は少ない。

現状で日銀は何をすべきか。日銀は、日銀は補完当座預金制度をやめて市場金利をゼロに近づけ、量的緩和を継続すべきだと考えている。この政策実施による副作用もほとんどなく、若干の景気刺激効果も見込める。しかし残念ながら、この政策でデフレから脱却できる確率は、2-3割程度しかないであろう。以下では、実施可能な政策の例をあげて、その効果に限界がある理由を説明する。

一つは、米国のバーナンキFRB議長のように、「金融政策にはもっともっとやれること

があり、量的緩和や信用緩和政策には絶大な効果がある」と、いわば虚勢を張ることで市場の期待を大きくしておいて、緩和を実施してみせることが考えられる。これは、市場の期待をうまくコントロールできれば、株価や為替相場の変動を通じて、金融緩和効果を高めることが可能である。私は、この効果を偽薬効果と呼んでいる。薬効のない薬であっても、医者がある効な薬だと言って処方すると、相当の効果を持つ場合があるのと同じだからである。この偽薬効果は金融市場の参加者の多くが効果を信じている場合には、それなりに有効であり、日銀はタイミングを計ってそれを使うのが賢明であろう。しかし、実際に政策を発動しても効果があまりないことが市場に理解されると、それ以後の効果は大幅に削減されることになるだろう。

二つ目には、2003-04年当時のように財務省によるドル買い円売り介入と連動した量的緩和を発動して、円安誘導を行うことである。しかし、欧米諸国も景気回復が思わしくなく、多くの国が実質的なゼロ金利政策を採用している状況での円安誘導には、問題が多い。円安誘導を行うことは、外交上も非常に困難であると考えべきである。日中関係が懸念される中で日米の経済関係を悪化させることは、当然日本の安全保障にも悪影響を与えるという認識が必要である。

三つ目の方策として、日銀が株式や社債を大量に購入して、企業の資金調達を容易にすることが考えられる。しかし、日本企業の投資水準は減価償却費と内部留保の合計を下回っており、企業部門は内部資金だけで投資をまかなえる状況にあるため、その効果は限定的である。日銀が株式や REIT を大量に購入すれば、一時的に株価・地価は上昇するだろう。しかし、その効果は一時的な物にとどまる。その理由は、株価・地価は中長期的には必ず企業の利益や不動産の賃貸料というファンダメンタルズによって決まってくるからである。これを思考実験で検証してみよう。

仮に日銀がある企業の発行済み株式を全て買った場合を考えると、市場の株価は観測できなくなる。しかし、その企業が新株を一般投資家向けに発行する場合の株価は、企業の将来の利益を反映して決まるはずである。このため日銀の株式買いオペによる企業の資本調達コストの低下幅は、市場のリスクプレミアムを多少引き下げる程度に止まると考えるべきである。

(ヘリコプター・マネー政策は行うべきではない)

デフレ下では、現金が安全かつ相対的に有利な運用資産となる。現金を保有しているだけで、三%のデフレ率なら、リスクなしで一年後には三%価値が上がり、しかも課税されない。このためデフレの下では不動産や株を売却して現金に換えるほうが有利になる。これが大規模に行われると、デフレがさらに加速する。

そこで、大量の通貨を国民に無償で供給することで通貨の価値を下げて、デフレを止めようとするのが、この政策である。日本銀行券一枚あたりの製造コストは約一七円であるため、理論的には一万円札の価値を一七円まで下げることができる。実際にはヘリコプターで現金をばら撒くのではなく、たとえば、日本政府が一二七兆円の国債を発行して日銀に買ってもらい、政府はこれを一億二七〇〇万人の国民に一人あたり一〇〇万円ずつ支給

することが考えられる。

しかしこの政策は、実質的には財政赤字による国民への所得移転であるため、財政を急激に悪化させるという重大な欠点がある。金融の引き締めが必要になった時点で、日銀が引き受けた国債を売りオペすることで現金を回収することは可能であるが、財政赤字を大幅に拡大して政府の信用を決定的に傷つけるため、むしろ財政破綻を引き起こす原因になりうる。このように危険が大きいため、デフレ対策としてヘリコプター・マネー政策を採用すべきではない。

(政府紙幣の発行は財政赤字の粉飾)

政府紙幣の発行が注目されるのは、少なくとも表面上は税負担無しで財政支出がまかなえるように見えるからである。しかし以下で説明するように、政府紙幣の発行は日銀にゼロ金利の永久国債を引き受けさせることと同じになる。これは日銀の収益を悪化させ、日銀から政府への納付金を将来にわたって減少させる。政府紙幣発行額は、日銀収益悪化の現在価値に等しいため、政府と日銀を連結すれば、政府には財政上のメリットは存在しない。

現在、日銀と政府で異なった通貨発行益の計上方法を採用している。

日銀が市場から国債を買い入れて、その代金として銀行券を売り手に渡す場合には、購入した国債を日銀の資産、発行銀行券を日銀の負債に計上する。この段階では、日銀は銀行券発行による利益を計上しない。しかし国債からの金利収入が入ってくると、銀行券製造費や日銀経費などを差し引いて、残額を利益計上する。

これに対して貨幣（コイン）発行の場合は、政府は発行増加額の 95%を発行益として計上し、5%を将来回収する場合の準備金として積み立てている。このため、発行増加額の 95%から貨幣の製造コストを差し引いた額が、財政収入として計上されている。¹⁷

経費や準備金を捨象すれば、日銀方式で計上される利益の割引現在価値は、政府方式で計上される利益と等しくなる。例えば、一兆円の通貨を発行して一切回収しない場合に、それを無限の将来まで国債運用した場合の利子収入の割引現在価値は、ちょうど一兆円になる。

政府紙幣の発行で、政府は本当に将来返済する必要のない追加歳入が手にはいるのだろうか。結論から言えば、将来のどこかの時点でインフレにして物価を上昇させることで、通貨に対する取引需要を増大させることができれば、答はイエスである。しかし国民には、インフレタックスという負担が発生する。つまり、物価上昇により通貨価値が下落するという負担である。

逆に、政府紙幣を発行してインフレにしない場合には、政府は発行時点で紙幣発行益を計上できる。しかし日銀収益減少による日銀から政府への納付金の減少が発生するため、政府は将来増税が必要になる。さらに巨額の政府紙幣を発行する場合には、日銀収益が赤字になり、政府から日銀への補助金が必要になることも考えられる。このように、政府紙

¹⁷ 詳しくは、大久保(2004)を参照。

幣発行は、将来の日銀収益を先取りするだけに終わる。

政府が政府紙幣発行による歳入を、現在のコインと同じ方法で会計処理すると仮定しよう。また、現在の日銀券と額面が同じ政府紙幣は、法的に日銀券と同じ価値があるものとして扱うと仮定しよう。ここで、政府紙幣が日銀の手元に戻ってきてしまった場合の処理が問題になる。政府が日銀から政府紙幣を回収する場合には、政府から日銀への支払が必要になり、その額だけ政府紙幣発行益が使えなくなってしまう。そこで、日銀の手元に回収された政府紙幣は、日銀に保有を義務づけ、一切回収しないと仮定しよう。

実際に、政府が新しいデザインで政府紙幣を印刷して流通させる場合でも、大半の政府紙幣は直ぐ日銀に持ち込まれて流通しないと予想される。これは ATM や自動販売機が対応できる紙幣の種類に限度があるためである。実際、2000 円札については、対応がなされておらず、ほとんど流通していない。このため、発行した政府紙幣は大半が日銀に還流し、日銀は政府紙幣を「無利息永久国債」として保有することになる。これは、将来の日銀収益を減少させ、日銀納付金を減少させる。¹⁸この場合の日銀収益減少の現在価値は、政府紙幣発行による政府の増収に等しい。要は、政府紙幣は将来の日銀収益を紙幣発行益として先取りするだけであり、一種の粉飾に過ぎない。

それでは政府紙幣が大量に日銀に還流しても、日銀が損失を被らないで済む方法はないだろうか。それには売り出し手形や日銀当座預金の金利がゼロであれば良い。景気が低迷するデフレ経済の下では、ゼロ金利政策を続けることができる。

しかし将来、景気が回復して物価が上昇をはじめると問題が発生する。日銀が損失を被らないためには、売り出し手形や日銀当座預金に対して金利を払うことはできない。これは、景気が回復し物価が上昇をはじめても、ゼロ金利政策を維持することを意味する。これは非常にインフレ的である。インフレを放置し、物価水準が上昇すると、銀行券や政府紙幣に対する取引需要が増大する。そうなれば、日銀券に対する需要も増大し、日銀は買いオペを再開することで、収益を回復できる。しかし国民は、インフレによる日銀券や政府紙幣の価値の下落という、インフレタックスを負担することになる。毎年のインフレによる課税額は、国民が保有するゼロ金利の銀行券、政府紙幣、コインの残高にインフレ率をかけたものになる。2011 年末の銀行券の残高は 84 兆円であるため、仮に物価が 10% 上昇すると、年間 8.4 兆円の見えない課税が行われることになる。また、既発の国債についても変動金利国債以外は金利が上昇しないため、数十兆円規模の巨額のインフレタックスが課されることになる。

(金融資産課税「ゲゼル・タックス」によるマイナス金利政策)

これは筆者が 2001 年末に出版した講談社現代新書、『日本破綻』で提案した方法で、実質的なマイナス金利政策である。金融政策だけではマイナス金利の実現は不可能である。なぜなら日銀が例えばマイナス金利で民間銀行に貸し出しても、銀行券はゼロ金利で安全

¹⁸ 2000 円札の需要がない場合は、日銀は単に 2000 円札の発行を減らし 1000 円札や 1 万円札など他の銀行券を発行すればよい。

な運用手段であるために、民間銀行は銀行券を退蔵するだけで市場金利はマイナスにはならないからである。具体的には、民間銀行が 100 億円をマイナス 1 % の金利で 1 年間借りたとすると、1 年後の返済額は 99 億円になる。そこで日銀から借りた 100 億円を銀行券にして金庫に入れておくだけで、1 年後には 1 億円の利益が計上できるので、リスクの伴う貸出をするインセンティブはないからである。

そこで、政府が実質的に価値を保証しているあらゆる金融資産に対して、デフレ率にほぼ等しいかそれをやや上回る税率で（例えば年 2 %）、デフレが継続する期間だけ金融資産の残高に対する課税をおこなえば、マイナス金利を実現できる。課税すべき金融資産は、国債、政府保証債、地方債、郵便貯金、郵便振替、簡易保険、預金、現金である。預金保険対象預金とそれ以外の預金が分別管理されていないので、全ての預金に課税する必要がある。これに対して、不動産、株式、社債、外貨預金、外国証券などには課税しない。

実際に課税する場合には、次のように行うことが考えられる。

（１）実質的な課税対象者

円の名目価値が政府によって保証されている金融資産を保有するすべての経済主体
条約や国際慣例の上で必要があれば、主権免税は認め、円資産を保有する外国政府機関に対して免税ないし還付措置を講ずる。

課税は、政府が保証する金融資産の価値を直接カットすることで行われる。国債、地方債、中央・地方政府借入金の場合は負債のパーシャルデフォルト（元利金支払いを税率分だけ一律カット）により負債を直接カットし、その相当額（債務免除益）を歳入に計上する。

（２）課税対象金融資産

元本と金利の名目価値が政府により実質的に保証されているすべての金融資産
具体的には、日本国内のすべての銀行店舗のすべての円債務（本支店勘定、デリバティブの円支払いなどを含む）、国債、政府保証債、地方債、財投機関債、中央政府・地方政府の円借入金、旧簡易保険の政府保証つき保険債務、日本銀行券、日本銀行当座預金

（３）納税義務者

政府債務のカット分については、納税は必要としない。政府が直接債務の一部免除益を計上すれば足りる。

それ以外は、課税対象金融資産の発行者による源泉徴収とする。具体的には、政府保証債務のカットにより債務免除益を得た主体（政府保証債の発行主体、地方政府、日銀、財投機関、民間銀行など）は、その金額を政府に納税する。納税は価値をカットする前の通貨価値により納税する。すなわち、銀行預金 100 万円に対して 2 % の課税が行われた場合、銀行は旧日銀券で 2 万円を納付するか、新日銀券ないしそれと同じ価値の日銀当座預金で、2 万円の $\frac{2}{102}$ を納付する。債務免除益を得た主体は、政府保証金融資産のパーシャルデフォルト損失を相殺した金額を納税する。

(4) 主権免税の主体に対しては、その保有する日本政府保証金融資産額に応じて課税額を還付する。

(5) 日本銀行券については、新券との交換時に課税を行う。具体的には旧券 1 万 200 円を新一万円と交換する。交換は銀行が日本銀行の代理として行う。日銀の得る債務免除益は、日銀の保有する国債等のパーシャルデフォルト損失と相殺して、日銀から政府に納付する。

この政策により、家計や企業は、課税される金融資産から非課税の資産に資金運用をシフトしようとする。このため、株価や不動産価格は上昇する。円から外貨へのシフトも発生し円安となる。なお、外貨へのシフトが発生しても大規模な資本逃避は発生しない。なぜなら、この政策により一時的にかなりの円安が発生すると予想されるが、いったん円安になってしまえば、わずか数%円高になるだけで、ドル保有のメリットがなくなるからである。銀行は日銀当座預金に積んでおくに課税されるが、貸出には課税されないため、必死に貸出を拡大するだろう。企業も、取引先から売掛金を回収すると預金や現金に対して課税されるが、売掛金のまま保有すれば課税されないため、企業間信用も拡大する。これも景気を良くする要因となる。

現金に対して課税するには、毎年日銀券の色とデザインを変更し、古い銀行券を使うためにはその税率に対応する印紙を貼り付けることを義務づける。また日銀が古い銀行券と新年度の銀行券を交換する場合には、額面の二%の手数料を徴収する。コインに対する課税は困難なため免除する。この場合、課税対象の銀行券から非課税の五百円玉などに退蔵需要がシフトし、コインが流通しなくなる可能性がある。この対策として、五百円札、百円札などの少額の銀行券を一時的に発行する必要があるだろう。¹⁹

デフレ対策のために現金に課税する政策は、ケインズが『雇用・利子および貨幣の一般理論』の第 23 章で、シルビオ・ゲゼルの銀行券印紙課税として紹介している。このため、筆者が提唱するマイナス金利政策は、特に新しい考え方とはいえない。この政策を行う場合には、銀行券の印刷費として相当の費用が必要となるほか、ATM や自動販売機の煩雑な調整が必要となる。しかし、このコストはよく話題に上るデノミと同じ程度であり、また税率を高くすることにより、高率のデフレでも確実に景気を刺激して脱出することが可能である。²⁰

現金を含む金融資産に対する残高課税は、1930 年代の大恐慌の時代に米国とカナダの一部の州等で実施されたことがあるが、国レベルでは過去に採用された例がなく、政治的な抵抗も強いと予想される。しかし戦後の混乱期に実施された預金封鎖（一定額以上の預金の引出禁止）や、高率のインフレによる実質的な金融資産課税（国債の実質価値の下落に

¹⁹ 銀行券を全額、日銀発行の電子マネーに切り替えることができれば、現金に対する課税はきわめて容易である。

²⁰ デノミとは、通貨の単位を入れ替えることをさす。例えば、従来の 100 円を新 1 円と呼び、1 円を 1 銭とよんで、通貨を交換することである。

よる政府債務の切捨て)に比較すれば、遥かにマイルドな課税方式である。

安全資産の残高は1500兆円程度のため、2%の課税で30兆円近い税収を得ることができる。こうした資産課税には国民からの強い反発が予想されるので、それを抑制するために全国民に一律5万円程度の現金を配布することも考えられる。金融資産課税の税率が2%であれば、250万円以下の課税対象資産しか保有していない人にとっては、税額よりも配布される現金のほうが多くなり、むしろ利益を得るので、金融資産課税に対する反対を弱めることが可能である。現金配布は一人5万円の場合、全国民に対する支払総額は6兆円程度であり、税収よりも遥かに低いコストで実施可能である。

なお、国債などの政府が保証している安全な金融資産に対する課税は、格付機関から日本政府によるパーシャル・デフォルト(債務の一部不履行)と見なされる可能性がある。これは、政府が自らの債務に対して恣意的な課税を行うことは、債務不履行と同じだからである。しかしデフレが加速するような非常事態であれば、税収は低迷して財政赤字が拡大しているはずであり、そうした状況において政府債務に対して薄く広く課税することは、やむをえないと考えられる。

この課税により、金融機関の財務体質も悪化する。銀行は日銀当座預金や国債に対して課税されるものの、預金に対する課税との相殺を認めるため損失は被らない。これに対して、保険会社は債務に対して課税されないため相殺は出来ず損失を被る。これに関しては、例えば保険契約者保護機構に対する拠出金を一定期間無料にして、資産課税からの税収の一部で保護機構の拠出金減少の穴埋めをすることが考えられる。

【参考文献】

大久保正和、「政府紙幣発行の財政金融上の位置づけ」、財務総合政策研究所、2004 年

河村小百合「わが国の国債発行と財政運営の先行きをどうみるか」、『Business & Economic Review』、日本総研、2011 年 12 月

ケインズ、J. M.、『貨幣改革論』、東洋経済、ケインズ全集 4、1978 年。

厚生労働省「公的年金各制度の財政状況」、平成 21 年、2009 年

国立国会図書館、「家計金融資産 1400 兆円の分析」、*ISSUE BRIEF*, No. 491, 2005 年 8 月 11 日。

田中秀臣『デフレ不況 日本銀行の大罪』朝日新聞出版、2010 年

浜田宏一、若田部昌澄、勝間和代『伝説の教授に学べ! 本当の経済学がわかる本』東洋経済新報社、2010 年

深尾光洋、『日本破綻』、講談社現代新書、2001 年

深尾光洋『コーポレートガバナンス入門』、ちくま新書、1999 年

深尾光洋、大海正雄、衛藤公洋、「単一為替レート採用と貿易民営化」、香西泰、寺西重郎編、『戦後日本の経済改革：市場と政府』、東京大学出版会、1993

山本幸三『日銀につぶされた日本経済』ファーストプレス、2010 年

International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, September 2011.