



# 政府の借金は将来世代への負担の先送りなのか

みずほ総合研究所

エグゼクティブエコノミスト 門間一夫 2020年7月10日

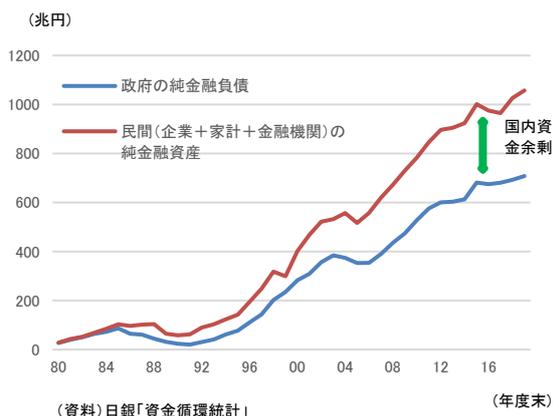
## もう一つの「ワニのクチ」

「政府の借金は将来世代への負担の先送りだ」と言われれば、「それはそうだ」と多くの人がうなずくだろう。しかし、よく考えてみると素朴な疑問もわいてくる。

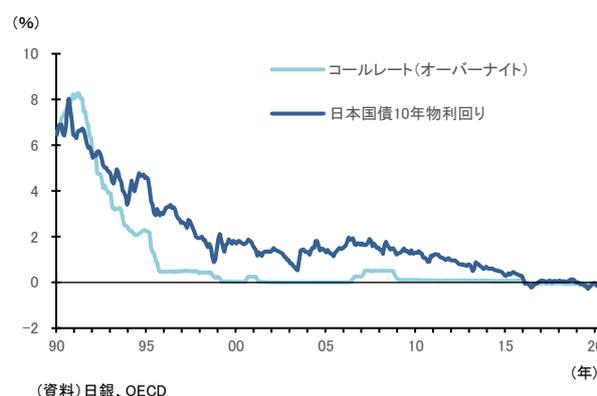
図表1を見ていただきたい。青い線は政府の純金融負債残高である。90年代後半から増加の一途をたどり、2019年度末には708兆円（速報値）に達している。財政赤字が「ワニのクチ」のように開きっ放しで、それを国債発行で補い続けてきた結果である。

別の赤い線がある。国内民間部門の純金融資産残高である。90年代後半から青い線を上回る勢いで一貫して伸び続け、2019年度末には1058兆円（速報値）と、政府の負債を350兆円上回っている。これこそもう一つの、そしてより巨大な「ワニのクチ」にほかならない。政府がいくら借金を重ねても、民間の余剰資金が増えるペースには追いついてこなかったのである。

図表1 政府債務と民間資産



図表2 長短金利



この「ワニのクチ」を抜きにして、日本のマクロ経済を語ることはできない。慢性的な低金利が始まったのは90年代後半であり（図表2）、「ワニのクチ」が開き始めた時期と符合している。もちろん、最終的に短期金利の水準を決めるのは日銀であるし、2016年以降はイールドカーブ・コントロールによって長期金利まで日銀が決めるようになった。

しかし、日銀が低金利政策を採ってきた背景には、民間の資金が支出に十分回らず、低成長・低イン

フレが続いてきたという経済情勢があった。そこからの脱却を狙って、日銀は金利を極限まで下げ、貯蓄を不利に、投資や消費を有利にしてきた。それでもなお貯蓄が積み上がり続けた結果が、図表1の赤い線なのである。

金融政策だけでは歯が立たないので、財政政策も同じ戦いを強いられた。過去20年以上にわたり、財政再建が試みられては頓挫するということが繰り返されてきたが、それは決して政治の意思が弱かったからではない。民間の余剰資金が増え続ける中では、それを政府がある程度吸い上げて必要なところへ回さなければ、経済が持たなかったのである。これが、平成年間に数知れず打たれた経済対策の深層背景である。財政再建を阻んだのは政治ではなく、民間の余剰資金であった。

冒頭の疑問にいったん戻ろう。膨れ上がった政府の借金が、将来世代に引き継がれていくことは確かである。しかしそれを言うなら、もっと大きな規模の民間の金融資産も、将来世代に引き継がれていく。われわれは、将来世代に債務だけを押し付けているわけではなく、それ以上の資産を残しているのである。

## では財政再建は不要なのか

難しい問いである。

政府債務残高が大きいと、将来、何らかの理由で金利が大きく上昇した場合に、金利負担が急速に膨らみ、元利合わせた政府債務の増大に歯止めがかからなくなる。その時点であわてて対応すれば、強烈な緊縮政策が避けられない。そうした事態を避けるため、政府債務は予め抑制しておくべきだ。

これが筆者の腑に落ちる唯一の、財政再建の論拠である。財政再建は、将来に対するリスク・マネジメントという意味において必要なのである。したがって、その緊急性の度合いは、今述べたような悲惨な事態が起きるリスクをどう判断するかに着目する。確かに、いずれ金利が上昇する可能性はいつか考えられる。

第一に、2%の物価目標が達成されて日銀が金利を上げていく場合である。ただ、このシナリオが実現する可能性は低い。仮に実現したとしても、その時は名目成長率が上昇して税収も増えるので、財政に悪影響はない。むしろ、財政事情の改善にはインフレが必要だ、という議論すらあるくらいである。

第二に、人口動態など長期的な要因により、政府債務が増え続ける一方で、民間のカネ余りが徐々に是正されていく場合である。図表1の「ワニのクチ」が閉じていくケースだ。ただ、そうしたゆっくりとした変化なら、その兆候を確認してからでも対処できる。今から慌てる必要はない。そもそも日銀が物価目標政策を採用している以上、資金循環の変化だけで金利がいきなり上昇するわけではない。インフレ率の上昇というところまで物事が進んで、ようやく金利の上昇が始まるのである。そして、その時には第一のケースと同様、名目成長率も上昇しているため、財政危機にはならない。

第三に、海外発など予期せざるショックにより、長期金利にスパイク的な上昇圧力がかかる可能性である。理論的には、長期金利に含まれるリスク・プレミアムが上昇する場合である。しかし、イーロドカーブ・コントロールを行っている日銀は、インフレが起きていない限り、無制限にでも国債を

買い入れてリスク・プレミアムを抑えにかかる。債券価格が短期間に上下動し、市場参加者は悲喜こもごもかもしれないが、高金利が持続して政府の金利負担が増えるという話にはならない。

第四に、何らかのきっかけで市場が財政の持続性に疑念を抱き、やはりリスク・プレミアムが上昇する形で長期金利が上昇する可能性である。しかし、この場合も、インフレが起きていない限り、日銀は必要なだけ国債を買い続け、買われた時間の中で市場が冷静さを取り戻す、あるいは政府が必要な対応を打ち出すことができる。ちなみに、ユーロ圏では常にこの手が使えるとは限らない。金融政策が欧州中央銀行によって一元的に管理されており、例えばギリシャの中央銀行がギリシャ国債をいくらでも買う、というわけにはいかないからである。このため欧州では、ひとたび市場で財政に対する疑念が生じれば、自己実現的に財政危機になるリスクがある。米国や日本はそうではない。

第五に、日本経済が極度の供給ショックに見舞われ、スタグフレーションになる場合である。実はこれがほぼ唯一、日本で財政危機に至る可能性があるシナリオだと筆者は考える。経済の悪化で税収が落ち込む一方、物価は上がるので日銀は金利を上げざるをえない。実際、古今東西の多くの財政危機は、経済悪化とインフレの両方を伴う形で起こっている。最近では、商品棚がからっぽになり多くの難民が出たベネズエラの例がある。

この第五のケースが先進国で起きる可能性は非常に低いが、絶対には言い切れない。東日本大震災や今回のパンデミックに耐えられる日本の経済システムでも、もっと大きな災害や地政学リスクの顕在化により、生産・物流が長期間麻痺する可能性はゼロではない。率直に言えば、そのようなテールイベントに対して、政府債務を多少抑制しておくぐらいで大きな助けになるのかどうか、微妙ではある。それでも、予め最善を尽くしておくのが責任ある財政運営だ、という考え方には説得力がある。

一方で、圧倒的に確率が高いのは、低成長、低インフレ、低金利、民間のカネ余り、というこれまでの日本経済の特徴が、今後も長く続くシナリオである。テールリスクへの備えと、最もありそうな経済情勢への対応、という方向性の異なる財政戦略を、どうバランスさせるかが問われている。「将来世代の負担を減らすべき」という単純な話では整理し切れないところに、もともと日本の財政再建の難しさがあるのだと思う。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。