

# 日本の財政に関する専門家たちの意見

鈴木壮介

前田裕之

## はじめに

日本の財政を巡り、大学やシンクタンクの研究者ら専門家の意見は分かれている。毎年の財政収支を黒字にすべきか、積みあがった債務残高を削減すべきか、政策の優先課題は何か、債券市場の現状と先行きをどうみるか—などが論点である。専門家の議論は、大きく以下3つの立場に分類できる。

- 財政規律を重視する立場⇒財政規律派
- デフレからの脱却を優先する立場⇒リフレ<sup>1</sup>派
- 円建て国債がいくら増えても債務不履行にならないとする立場⇒MMT<sup>2</sup>派

経済学者たちの中で伝統的な考え方は財政規律派であり、日本政府、財務省もこの立場にある。一方安倍政権下では、リフレ派の考え方が政策に取り入れられた。MMT派は少数派であるものの、近年注目を集めている。

3つの立場を、目的と手段で整理したのが表1だ。ここでの類型化は一般的なもので、細部での意見の相違は捨象している。特定の研究者、個人の意見が、類型化した意見のどれかに完全に一致するとは限らない点にご留意いただきたい。

---

<sup>1</sup> リフレーションの略。元来はデフレーションからは脱却したが、インフレーションには至っていない状態を指す言葉。

<sup>2</sup> Modern Monetary Theory=現代貨幣理論の略。マクロ経済理論の1つ。

表1 3派の目的と手段

	目的	手段
財政規律派	公債残高対GDP（国内総生産）比の安定的な引き下げなどを通じて財政健全化を実現し、社会保障制度等の持続可能性を確保する。	歳出を削減しても財政赤字が解消しない場合は、国債（借金）に頼るのではなく、増税でまかなう。
リフレ派	株式などの資産価格と期待インフレ率の上昇や、民間金融機関の融資拡大などを通じてデフレから脱却する。	金融政策で市場への資金供給量を増やす一方、財政政策で歳出を増やす。
MMT派	完全雇用と適度なインフレを実現し、経済の需給バランスを図る。	自国通貨の発行権を持つ国では、財政は破綻しないため、財政政策によって景気刺激・抑制を目指す。

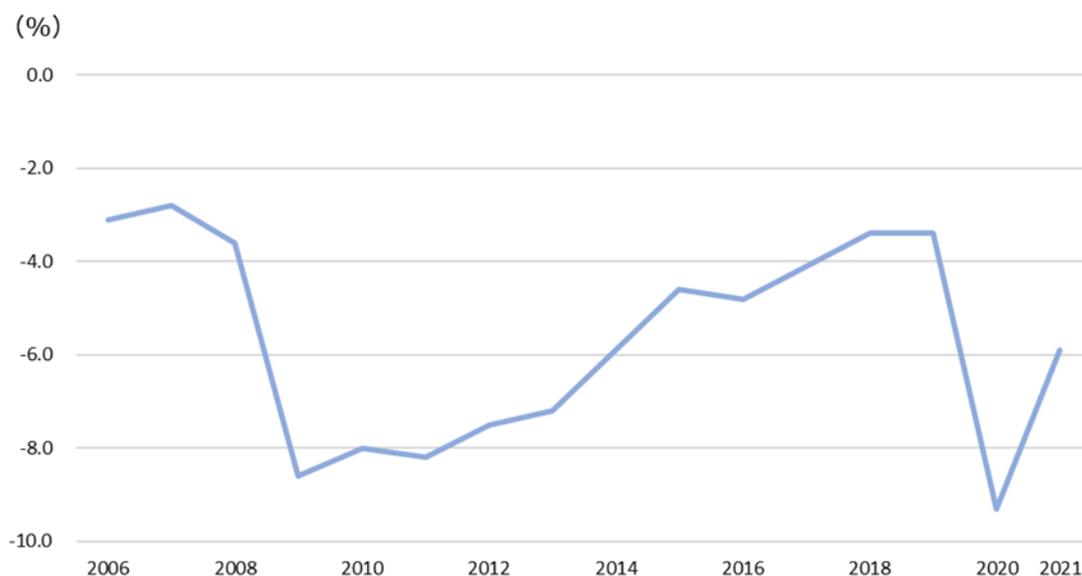
## 1. 財政の現状

財政の収支の状況を示す指標としてよく用いられるのが、プライマリー・バランス<sup>3</sup>だ。この指標は、国債の償還や利払いに必要な分（国債費）以外の歳出が、税収等に見合う水準かどうかを表している。

企業でいえば、毎年、借入金の返済や社債などの償還、またその利払いを除いた経費を、売り上げだけでカバーできているかどうかにあたる。これが、近年マイナスで推移しているということは、償還や利払い分を除いても、支出が収入を上回る、つまり、行政サービスを税収等で賄えておらず、毎年、新たに借金をしていることになる。また、近年は新型コロナウイルス感染症対策予備費なども計上し、プライマリー・バランスのマイナス幅が大きくなった。

このプライマリー・バランスを対 GDP 比で示したのが図 2 だ。景気が良くなれば税収が増えて比率が高く（あるいはマイナス幅が小さく）なり、景気が悪くなれば比率が低くなる（あるいはマイナス幅が大きくなる）とされている。

図 2 プライマリー・バランス対 GDP 比



(注 1) 数値は中央政府と地方政府を合わせたもの。

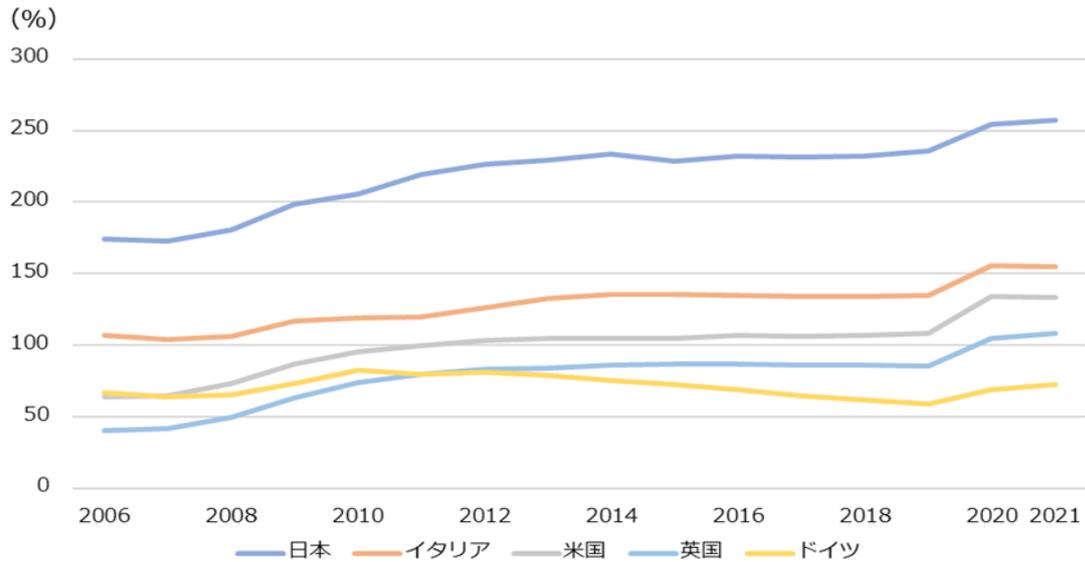
(注 2) 2020 年及び 2021 年は推計値。2021 年度補正予算及び 2022 年度予算により生ずる財政収支赤字が反映されていないことに留意が必要。

(出所) 財務省 (2022) わが国税制・財政の現状全般に関する資料

<sup>3</sup> 税収と税外収入の合計額から政策的経費（歳出から、国債の元本返済や利子の支払いに充てられる国債費を除いた額）を差し引いた額のこと。各年で必要とされる政策的経費を、国債発行を除く、その年の税収等でどれだけまかなえているかを示す指標。基礎的財政収支ともいう。

また、財政の状況を示す指標に、国債に加えて地方自治体が発行する地方債等を含めた公債残高対 GDP 比 (図 3) がある。諸外国と比較すると、日本の GDP に対する比率は、財政状況が危惧されているイタリアよりも高い。先進国の中で公債残高が GDP の 200% を超えているのは日本だけである。

図 3 公債残高対 GDP 比の国際比較



注 1) 数値は一般政府 (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 2) 日本は 2020 年及び 2021 年、それ以外の国々は 2021 年が推計値。日本について令和 3 年度補正予算及び令和 4 年度予算によって見込まれる債務残高の増加が反映されていないことに留意が必要。

出所) 財務省 (2022) わが国税制・財政の現状全般に関する資料

こうした動向に対して、3つの立場はどのような認識を持っているのか。

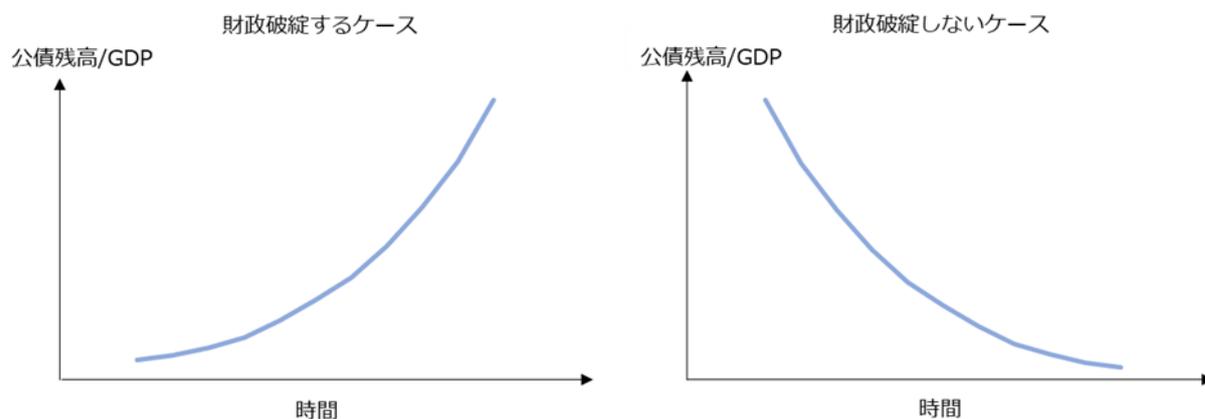
## 財政規律派は

公債残高対 GDP 比の上昇は、返さなければならない債務の実質的な増加であり、将来、返済できなければ財政は破綻する、とみる。具体的には、国債などの利払いや償還ができなくなる、公務員の給与が支払えない、あるいは、社会保障などの行政サービスが大幅に低下する。

他方、分子である公債残高よりも分母である GDP の伸びが大きい場合、この比率は低下し、財政破綻が起こる可能性は小さくなる（図 4）。

また、現在は、中央銀行が主体的に国債を買い入れており、結果として、通貨供給のタイミングと量が中央銀行ではなく、政府によってコントロールされている状況になっている。

図 4 公債残高対 GDP 比と財政破綻との関係



## リフレ派は

当面は、日本の財政が破綻することはない。仮に、日本の財政が危ういのなら、投資家が危機感を覚えて国債を売却し、国債価格が下がる（利回りが上昇する）ため、国債が現在のような低金利にならないはずである。日本は、ギリシャやポルトガルなどとは違う。独自の金融緩和政策を採用でき、また、家計貯蓄率も高いなど経済の基礎的条件（ファンダメンタルズ）も優れている。投資家の多くは日本の財政破綻リスクはほとんどないとみている。

また、日銀と政府の貸借対照表を合わせた「統合政府」で考えても、日本の財政に破綻の懸念はないことが分かる（図 5）。日銀と政府は、子会社と親会社であるかのように一体だ。国債価格が下落した場合でも、日銀から見れば損になるが、政府から見れば益

となるため問題はない。現在は、国債発行残高の半分を日銀が持っており、その分は相殺されるので心配はない。

図5 統合政府の貸借対照表

<政府の連結貸借対照表>

<b>資産</b> 1121兆円	<b>負債</b> 1661兆円  (内訳) 国債 987兆円 国債以外の負債 674兆円
<b>債務超過</b> 540兆円	

<日本銀行の貸借対照表>

<b>資産</b> 736兆円	<b>負債</b> 731兆円
(内訳) 国債 526兆円 国債以外 210兆円	資産 5兆円

<政府+日本銀行の貸借対照表>

<b>資産</b> 1121兆円	政府の国債以外の負債 674兆円
日銀保有の国債 526兆円	国債 987兆円
国債以外の日銀資産 + 徴税権	日銀の負債 731兆円

- ・ 実質的に債務でない（不換紙幣）
- ・ 本来利子負担なし（白川方明日銀総裁の在任中以降）
- ・ 償還負担なし

## MMT 派は

自国通貨を発行できる政府は、自国通貨建てで国債を発行する限り、財政破綻することはない。日銀は通貨の製造者であり、必要な資金を自ら作り出せる。それゆえ、資金が尽きることはないし、国債の償還期日が来たら、国債を借り換えて期日を延ばせばよい。公債残高対 GDP 比や財政赤字が拡大しても問題はないのである。

そもそも、財政赤字やプライマリー・バランス赤字は政府から民間へと資金が流れている状態、財政黒字やプライマリー・バランス黒字は政府が民間から資金を回収している状態を指し、本来、赤字か黒字のいずれかが良い、あるいは悪いということはない。

ただし、黒字化するという事は、歳出を切り詰め、税収を増やすということである。歳出によって民間への貨幣供給が増えたとしても、徴税によって民間に流通する貨幣量が減ってしまうため、プライマリー・バランスが黒字であるのは、デフレ期には望ましくない。

## 2. 政策の優先順位

3つの立場は財政の現状の捉え方が異なっている。それにより、どのような政策を実施すべきか、政策の優先順位にも違いが生じている。

### 財政規律派は

現在から将来まで、世代を超えて経済厚生をより高める政策を考えれば、現在の日本の政府債務は過剰だという認識になるはずだ。国債の償還が不可能になる前に、増税などによる歳入の増加か、公共サービス水準の低下などによる歳出の削減、またはそれらを組み合わせた財政再建策を求める。たまたま国債の金利が上昇していないので、現状のままでよいとするのは間違い。

### リフレ派は

量的・質的な金融緩和政策を実施し、インフレを誘発することを当面の目標と考えるべきだ。それによって、実質債務負担を減らし、経済成長を促すことができる。日本経済は長期停滞、デフレに陥っている。これは、量的・質的な金融緩和政策の実施以前、名目金利<sup>4</sup>は引き下げられたが、景気後退によってそれ以上に期待インフレ率が低下し、実質金利が上昇したためである。

まず、金融緩和でデフレから脱却し、潜在的な成長経路に近づけてから、消費税その他による増税と財政均衡化を図るのが正しい順序である。

### MMT 派は

今の日本政府は財政赤字を気にせず、国債発行・政府支出を拡大して民間に資金を流入することが必要だ。財政出動を続ければやがてインフレが起きるとはいえ、日本経済は20年以上もデフレに苦しめられており、そんな状況下でインフレを懸念し過ぎるべきではない。

### まとめると

財政再建について、財政規律派が必要とするのに対し、リフレ派は、現在の経済状況

---

<sup>4</sup> 物価上昇率などを勘案して調整を行っていない表面上の金利。これに対して、実質金利は物価上昇率を金利から排除するために、インフレ率を差し引いて計算した数値となる。

からみて不要、MMT 派は全く不要との主張だ。

財政再建を共に「不要」とみるリフレ派と MMT 派は、さらなる国債発行や財政出動を許容している点も共通している。ただし、リフレ派は、デフレ脱却・景気拡大を達成した後には、財政の健全化に取り組む必要があると主張し、長期的には財政の持続可能性は重要だという立場をとる。その点で、財政再建は全く不要であり、日本において財政破綻は起こり得ないとする MMT 派よりは財政規律派に近い。

### 3. 国債発行と将来世代の負担

国債の発行は将来世代のツケ（負担）になるか、という問題がある。この問題について、そもそもの国債発行が持つ意味から、それぞれの立場の主張を見ていく。

#### 財政規律派は

国債の返済原資は税金等で調達することになるため、国債発行は国民の借金の増加であり、将来世代に負担が生じる。

もともと、国債などの公債残高の増加率よりも経済成長率の方が高ければ、公債残高の対 GDP 比は減少するため、実質でみた将来世代の負担は小さくなる。

しかし、現在のように経済成長が期待できない時に、公債の償還を新たな国債を借りて先送りしていくと、公債残高対 GDP 比は上昇し、実質の公債負担は大きくなる。満期が来たら償還のためにより多くの税金が必要となり、増税でまかなわざるを得なくなるため、その時点の国民（将来世代）の負担が増加する。

#### リフレ派は

国債の償還資金を確保するために増税したとしても、資金は国債を所有している民間部門に戻り、国民の資産となるため、民間部門の金融資産の総額は変化しない。すなわち、資金の動きだけを見れば、将来世代への負担は生じない。

しかし、デフレが続き、国債を発行した時に実質金利（名目金利-期待インフレ率）が上昇して民間部門で投資が減った場合には、経済にとって利用可能な生産工場や機械が少なくなる。その結果、将来世代の消費は減少し、国民の生活水準が低下してしまう。これは、将来世代の負担である。

#### MMT 派は

国債を自国通貨建てで発行できれば、債務不履行に陥ることはない。市場から調達した資金をもって財政出動をすることで、景気回復を促せる。償還は、増税ではなく借換債の発行によって行うため、将来世代に負担は生じない。

実際、米国で政府債務の対 GDP 比率が最も高かった（120%）のは、第二次世界大戦直後であるが、これはまさに中産階級が生まれ、世帯の実質平均所得が急増した時期である。次の世代は高い税率に悩まされることもなく、生活水準は高まった。

## まとめると

国債発行が将来世代への負担となるかは、3派で意見が分かれた。財政規律派は、国債を償還するために増税するので、将来世代に負担が発生すると考える。他方、リフレ派は、国債の発行によって消費が減少すれば負担が生じると主張する。MMT派は借換債で調達した資金で国債を償還すれば、将来世代への負担はそもそも生じないとする。

## 4. 海外保有比率の上昇

2022年3月末において、国債のうち、海外投資家が保有する割合は約13.6%である。この比率が上昇した場合の影響について、3派の意見を見ていく。

### 財政規律派は

国債が低利回りで安定しているのは、家計の金融資産（を受け入れて運用している金融機関）や経常黒字によって自国内で国債が消化されてきたためである。海外保有比率の上昇は、自国内での消化が難しくなることを意味する。そのうえ、海外投資家は、国内投資家よりも高い利回りを求めるため、国債利回りの押し上げ要因となる。つまり、国債消化の限界が近づく点、利払い費の増加が財政に影響を与える点から、国債市場が不安定化するリスクが高まる。

また、海外投資家は国外に居住しているため、国債償還を増税で賄おうとしても課税の対象者にはならない。そのため、国民は増税によって国内の人々が全コストを負担するのではなく、国民が国債のデフォルト（債務不履行）を選択することで、海外の投資家にコストを負わせようとする確率も高くなる。

### リフレ派・MMT派は

国債の海外保有比率が高まるということは、海外の投資家からみて、日本の国債の信用度が高いことを意味する。海外保有比率の高まりとデフォルトとの間には、何の関係もない。

資産の動きを見ても、日本が海外から借金をしているのではなく、海外に円を供給し、それを日本国債という金利収入も得られる安全な資産と交換する選択肢を与えていると見るべき。そこにはリスクもなければ害もない。

### まとめると

国債保有者の海外比率が高まる問題については、市場の不安定化やデフォルトリスクを懸念する財政規律派と、「問題は発生しない」というリフレ派、MMT派に意見が分かれた。

## 5. 昨今の経済動向（2022年10月）

米国のインフレ抑制を目的とした金利引き上げや、新型コロナウイルス、ウクライナ危機に端を発する資源価格高騰は、日本の経済にも大きな影響を与えている。この状況を3派はどのように認識し、また、今後、どのように金融・財政政策を進めていくべきだと考えているのか。

### 財政規律派は

米国金利の上昇によってドルの価値が上がり、相対的に円の価値は下落している（円安）。円安の下では、短期的には、輸入額が増加し日本の経常黒字は縮小する。円安による輸出増加の効果が生じなければ、民間貯蓄の増加分も小さくなる。となれば、国債を購入する余裕も少なくなるため、財政破綻の可能性が高まる。

為替の水準は貿易や物価に影響を及ぼすので、場合によっては、利上げやマネタリーベースの縮小も視野に入れて検討すべきだ。コストプッシュのインフレであっても、通貨下落を招くのは同じ。また、金融緩和政策については、すぐに、完全に止めてしまうと、経済に与える影響が大きいため、イールドカーブ・コントロール<sup>5</sup>の上限金利を上げるなど段階を踏んで緩和を解除していく。

こうした財政健全化への過程で、一時的に不況に陥る可能性はある。そこを乗り越えれば、財政の面でも物価対策の面でも安定性が生まれる。

### リフレ派は

インフレターゲットとしている2%の物価上昇は達成したものの、現在起きている物価の上昇はコストプッシュ型の一時的なものであり、引き起こしたいインフレではない。コストプッシュの要因がなくなったら、デフレに逆戻りしてしまう。コストプッシュ要因が解消し、デフレに逆戻りした時に国民の購買力を削がないように、量的・質的金融緩和を続け、期待インフレ率の上昇を目指す。

### MMT派は

現下の動向による影響はない。防災・減災のニーズが豪雨等によって高まっているため、引き続き公共事業への支出を増やしていく。

<sup>5</sup> 「長短金利操作」とも呼ばれるもの。日本銀行は、短期金利のマイナス金利政策と、10年物国債の金利がゼロ%程度で推移するように買入れを行うことで、短期から長期までの金利全体の動きをコントロールしている。

以上、3派の意見をそれぞれ見てきたが、冒頭でも述べたように、このように分類した意見が特定の個人のそれぞれの意見と完全に一致するとは限らない。財政規律派と呼ばれる人たちの中にも、時には財政出動が大事だと考える人もいるし、リフレ派と呼ばれる人たちの中にも、時には財政規律が必要だと考える人もいる。

日本の財政をどのように運営していくのがよいのか。財政の限界についてアラートを鳴らす財政規律派、財政危機説を否定するリフレ派やMMT派などの意見を参考にしながら、国の将来を担う国民一人ひとりが財政について考える時が来ている。

## 参考文献

井堀利宏（2000）『財政赤字の正しい考え方-政府の借金はなぜ問題なのか』東洋経済新報社.

岩田規久男（2021）『資本主義経済の未来』光文社.

岩田規久男・浜田宏一・原田泰（2013）『リフレが日本経済を復活させる 経済を動かす貨幣の力』中央経済社.

木内登英（2017）『異次元緩和の真実』日本経済新聞出版社.

高橋洋一（2021）『99%の日本人がわかっていない新・国債の真実』あさ出版.

日本銀行（2022）「資金循環統計」

畑農鋭矢・林正義・吉田浩（2015）『財政学をつかむ』有斐閣.

L Randall Wray（2015）”*Modern Money Theory: A Primer on Macroeconomics for Sovereign Monetary Systems*” Palgrave Macmillan.（島倉原・鈴木正徳 訳（2019）『MMT 現代貨幣理論入門』東洋経済新報社.）

Stephanie Kelton（2020）”*The Deficit Myth: Modern Monetary Theory and the Birth of the People's Economy*” PublicAffairs.（土方奈美 訳（2020）『財政赤字の神話: MMT と国民のための経済の誕生』早川書房.）