

(財)国際通貨研究所
経済調査部長・チーフエコノミスト
竹中 正治

世界中で急膨張する政府債務残高のつけは？

増税か、インフレか：掲載タイトル

政府でも債務破綻することはあるのか？

世界的な不況への転落で欧米も中国も主要諸国は一斉に財政支出の拡大による景気対策に走っている。その結果、もちろん政府の財政赤字は今後急拡大する。2月26日に発表されたオバマ大統領の予算案では、09年度の財政赤字は1.75兆ドル(170兆円)、GDPの12.3%となり、戦時を除くと空前の規模になる。もっとも同時に発表された将来見通しでは、2012年度には赤字を5810億ドル(その時のGDPの3.5%)まで縮小させる計画が示されている。しかしかなり楽観的な前提で、かつ歳出歳入の抜本的な改革ができないとそうした改善は見込めない。

西欧諸国の事情も似たようなものだ。日本も財政赤字の拡大、政府債務の一段の増加は避けられない。日本の政府長期債務残高(国と地方)は既に08年度末に778兆円、GDPの148%(08年度期初予算時点)であり、債務のGDP比率は先進諸国の中で最も高い。国のバランスシートで見ると、日本の特徴として政府負債と同時に資産も大きいので、純債務(=負債-資産)のGDP比率は100%近傍まで下がる。しかし、それでも先進国中「トップ水準」であることに変わりはない。

アメリカをはじめこのままのトレンドが続くと世界の政府債務はどうなるのだろうか？ハーバード大学のケネス・ロゴフ教授(元IMFチーフエコノミスト)によると、過去の金融危機の歴史を検証した結果、危機後の3年間で政府債務は倍増する傾向が見られるという。90年代の日本はその典型だった。ところが今は世界的な規模でそうした方向に動いている。この結果、現在のデフレ圧力はやがてインフレ圧力に転じ、国によっては債務不履行(デフォルト)にすらなる可能性が高まると同教授は陰鬱な警告をしている。

本当に先進国の政府でも債務破綻や債務不履行(デフォルト)を考えなくてはならない時代になるのだろうか？不安を感じる人に「だから金(ゴールド)を買え」と説く評論家もいる。そもそも政府債務とは何だろう？まずこれを考えてみよう。

再びベビーシッター協同組合のモデルで考える

前回「禁断のマナー増発、挑む価値あり」(2月18日付け「ニュースを斬る」)で取り上げたポール・クルーグマン教授紹介の「ベビーシッター(BS)協同組合」のモデルに少し手を加えて考えてみよう。念のために補足すると、クルーグマン教授は通常の金融政策が

不況にどのように効くのかを説明するためにこれを語ったのであり、当時「マネー増発」を主張したわけではない。また、モデルとして単純化されている結果、BS 協同組合が会員に増発して配るクーポンが、返済を要する金融資金なのか、それとも返済不要の財政資金なのか区別がつかないのが難点である。

さて、BS 協同組合は 100 人の会員に 400 枚のクーポンを配ってスタートしたとしよう。クーポン 1 枚で 1 時間のベビーシッター・サービスが受けられる。新規の会員を受け入れる時には新会員にまず初回のベビーシッターの提供を義務づけたとする。そうすれば新会員はサービス提供で旧会員からクーポンを受取り、クーポンの流通が進むと考えた。

協同組合は会員を増やしながら順調に展開したが、しばらくするとサービスの提供活動が減退し始めた。なぜか？当初会員が 100 人だった時には 1 人平均 4 枚のクーポンを保有していた。その後、会員が 200 人に増えたが、クーポンの発行枚数は 400 枚のままだった。このため会員 1 名が平均的に保有するクーポンは 2 枚に減ってしまった。

手元保有クーポンの不足を感じた会員は自分のクーポンの使用を控え、サービスの提供で手元保有のクーポンを増やそうとした。しかし、多くの会員が同様の行動を取ったので、クーポンの使用が減り（＝消費減少）、ますますサービスの相互提供が減退してしまった（＝不況）。ここまでは前回と同じである。

今回は協同組合の事務局がクーポンを増発して会員に配ることで「不況」から脱した。しかし、私の論考に寄せられた 60 件のコメントを見ると、デフレ不況回避のためでも「マネー増発は論外」とするご意見が多く、支持者は少数派だった。「返済不要の債務」という概念に反射的に「いかがわしさ」を感じる方も少なくないようだ。そこで今回は組合事務局（＝政府）がクーポン増発を組合規則で禁じられていると想定しよう。

それでは代わりに何ができるか？ 組合事務局は、サービスの相互提供活動を回復させるために、まず期間 1 カ月の「債務証書」を発行してクーポンを退蔵している会員からクーポンを借りることにした。債務証書を購入した会員は 1 カ月後にクーポンの返却とクーポン 12 分の 1 ポイントの利息を受け取る。のべ 12 カ月分ポイントを貯めるとクーポン 1 枚と交換できることにした。

事務局はクーポン 200 枚分の債務証書を希望会員に発行し、集めたクーポン 200 枚を 200 名の会員に 1 枚ずつ配布した。200 名の会員の手元には、「債務証書クーポン 200 枚分＋クーポン 400 枚＝計 600 枚」が保有されたことになる。

当面クーポンの使用見込みのない会員は「利息がもらえるなら」ということで債務証書を買った。一方、BS サービスの使用ニーズの高い会員はクーポンの追加供給を受けて安心し、クーポンの使用を増やした。この結果、組合の相互サービス提供活動は回復した。これが赤字国債を発行して、国民に給付金を支給した場合の経済効果である。

BS 協同組合が直面する第 2 の危機、債務証書の借り換えが困難に！

話はここで終わらない。事務局は債務証書と引き換えにクーポンを提供した会員に 1 カ月後にはクーポンの利息分と元本を返済しなくてはならない。しかし、事務局はクーポンを増

発できないので、毎月新しい債務証券を発行することで旧債務証券を返済した（＝国債の借り換え）。

そうやってしばらく組合は順調に運営されていたのだが、突然困った事態が起こった。これまで外出頻度が少なく、BS サービス利用の頻度が少なかった会員達も、冬から春に季節が変わり、陽気が良くなると外出を増やし、サービスを利用する回数が増えた。その結果、事務局の債務証券の引受け手がなくなってしまった。そればかりか、BS サービスの供給に対して需要が超過し始め、会員の中には「サービス 1 時間に対してクーポン 2 枚を払うからやってくれ」という者まで出始めた（＝インフレ）。

事務局の発行した債務証券残高は 3 か月で利息と元本合計でクーポン 250 枚分になった。この借り換えができなくなったので、事務局長は総会を開き、次の 3 つの選択肢からどれを選ぶかを会員に問うた。①会員全てから平等に 250 枚のクーポンを徴収して、債務証券の保有会員に返済する（＝増税）。②事務局がクーポン 250 枚の増発をすることで債務証券の保有会員に返済する（＝マネー増発、あるいは日銀による国債買取）。③債務証券のデフォルト（返済不履行）を宣言する（＝政府の債務破綻）。

当然、組合員らの議論は紛糾した。債務証券のデフォルトを起こせば、怒った証券保有者は脱会し、組合は信用を失って崩壊するだろう。さりとてクーポン徴収（＝増税）は嫌である。しかし、クーポン増発で債務証券を返済すれば、ただでさえサービス需要超過になりそうな状況であるから、クーポン価値が下落する形で事実上のコスト負担が会員に生じるだろう（＝インフレタックス）。

インフレか、増税か

さて、喩え話はここまでである。ポイントは赤字国債を発行する政府の蔵は空であることだ。社債や株式はそれを保有することで、間接的に企業の資産を保有することになる。企業の資産はそれが効率的に運営されている限り経済的な付加価値を生み出す。

国債を保有している人は国債も社債や株式と同様の資産だと思っている。しかし経済全体の視点で見れば、赤字国債は住宅や工場（生産設備）のような資産ではない。つまり、赤字国債を発行する政府の蔵は空である。従って将来の返済する原資は増税か、国民への給付金の削減か、あるいはインフレによるマネー保有者からの実質的な徴税（インフレタックス）しかない。

誤解を避けるために強調しておく、私は国債発行による景気対策は将来インフレか増税になるだけだから止めておくべきだと言っているのではない。反対である。皆が貯蓄（マネーの退蔵）に走れば、「消費減少→生産・雇用・所得減少→消費減少」という負のスパイラルが起こる。経済成員の一部が貯蓄増・消費減に動くなら（今は米国の家計がそのように動いている）、別の成員が消費か投資を増やさない限り、経済は縮小再生産に陥る。そうした負のスパイラルをカウンターする動きが民間で生じないならば、政府が有効需要の「最後の創出者」になって負のスパイラルを止めるしかないだろう。

要するに赤字国債増発もマネー増発も条件と程度の問題なのだ。デフレギャップ（需要に対する供給超過ギャップ）がある時に、その範囲内で行い、デフレギャップが解消してきた

ら、引締め（増税か歳出削減）に転じることが、景気対策の要件である。「日本の政治は頼りないので、そうした要件は満たせない」と言うならば、経済はデフレ不況に深く沈みこみ、他国が回復する後を追って、また輸出（外需）依存による回復を繰り返すしかない。

また、供給サイドの諸改革の必要を強調する主張については、私も賛成する点が多い。しかし、今起こっていることは需要急減ショックであり、それに対して供給サイドの改革を説くのは肺炎を起こした患者に筋トレを勧めるようなものだ。

BS 協同組合の例では単純化されているため、盛り込めなかった点をここで補足しておく。赤字国債の発行による歳出拡大では、その恩恵を受ける今の世代とその返済をする将来の世代の間で受益と負担の不公平が起こる。ならば、国債発行で公共事業をすれば、将来にわたって利用できる実物資産を建設するので、世代間不公平を避けられると言えるだろうか。残念ながら 90 年代の公共事業の実績を振り返ると、本当に有益なものが建設されるという賢明な選択は期待できそうにない。

むしろ、未就労の若い世代のための教育に財政歳出を向けるべきだと思う。義務教育だけでなく、高等教育に思い切った補助、助成を与えたら良いだろう。教員の質も高め、数も増やして頂こう。これは日本の将来の労働力の質を上げる投資になるし、向上した労働力を何に費やすかは将来の世代自身で選ぶことができる。

政府債務、アメリカと日本の違い

先ほど日本の長期政府債務残高は GDP の 148% と言ったが、他国の政府債務比率はどうだろうか。08 年時点で米国は 64%、英国 49%、ドイツ 65%、フランス 73%、イタリア 116% である (SNA ベースのグロス政府債務)。米国の 09 年度の連邦財政赤字は GDP 比率で 12.3% だから、今後はかなり速いペースで「日本にキャッチアップする」かもしれない。

しかし、日本と米国では大きな違いがある。BS 協同組合の続きで言うと、「日本組合事務局」発行の債務証券（国債）はほとんど日本組合の会員によって保有されている。その結果、事務局が徴税権を發動して、増税と同時に債務返済を行っても、事務局と会員間の債権・債務の付け替えが起こるだけだ。

ところが「米国組合」の債務は日本を含む他組合の会員によりかなりの部分が保有されている。その結果、将来債務を返済する時には、クーポンを他組合の会員に支払わなくてはならない。他組合の会員は返済されたクーポンで米国組合からサービスの提供をうけることになり、その分だけ、将来の米国組合会員の消費できるサービス量は減る。つまり、海外の投資家への米国政府の債務返済は、そのまま海外への購買力の移転となる。

ポスト危機後の世界のインフレ、金利、ドル相場

さて、最初の問題に戻ろう。政府でも債務破綻することはあるのだろうか？アルゼンチンは国内外の投資家にペソ建て、外貨建て双方で莫大な国債を発行したあげく、2001 年に債務不履行（デフォルト）となった。その後、政府は一方的な債務再編案を宣言し、大幅な債務棒引きを強行した。この時、日本でもアルゼンチン政府発行の円建て国債を保有していて大損した投資家が大勢いる。

しかし、米国政府が海外投資家への国債の返済をデフォルトしたら、その時こそ世界の金融・資本市場は修復不可能な崩壊を起こし、世界経済は壊滅するだろう。従ってそうした選択肢は米国にとっても世界にとってもあり得ない。それに返済するのは米国にとっての外貨ではなく、自国通貨のドルだから、その気になれば幾らでも増発できる。

代わってあり得そうなシナリオは、米国はある程度のインフレとなり、米国債の実質価値が減少することで政府債務の実質価値を減少させることである。インフレに伴って米国債金利は上昇する（債券価格は下落する）。その時、ドル相場はどうなるか？今後の景気の回復で米国がユーロ圏や日本に先行すれば（私はその可能性が高いと見ているが）、欧州や日本から米国への投資が復活し、短期的、中期的（2～3年）にはドル高となり得よう。しかしより長期的にはインフレ格差を反映してドル相場は下落する。

現下の危機の最中、投資資金はリスクのない資産として国債に向かい長期金利は大幅に下がった（債券価格は上がった）。しかし、長期投資の視点からは、逆の投資を考えた方が良い。すなわち、世界不況の今日「米国債も日本国債も売っておきなさい。代わりに資産デフレで価格が下がり、投資（インカム）リターンの上上がった実物資産に厚めに投資しておきなさい。ドルは買ってでもいいが、途中で売り抜けないと長期的には下がりますよ」ということになる。

以上