

金融財政 ビジネス Business



時事通信社

昭和23年7月8日 第3種郵便物認可
毎週2回 月・木曜日発行(但し祝日を除く)
購読料金 月額5,830円(税抜5,300円)

104-8178 東京都中央区銀座5-15-8
©時事通信社2023

2023年(令和5年)
10月30日[月]
第11186号

時事トップ・コンフィデンシャル+

Contents 10.30

.corner	.page	.title	.writer
巻頭言	3	高齢者には残された時間が少ない	元大阪経済大学経済学部教授 熊倉修一
続・怒れるガバナンス	4	ビッグモーター事件〈第231回〉	作家 江上 剛
放眼日中	8	杭州アジア大会を見て	コラムニスト・アジアンウオッチャー 須賀 努
論壇・読みある記	9	脱炭素、経済安保両立が命題 石油危機50年の「今」	
インタビュー	12	来春闘を見極め「マイナス金利解除が焦点に」	早川英男元日銀理事に聞く
解説	14	日本政府の債務を巡る真実 政府純債務残高が対GDP比率で大幅低下	龍谷大学経済学部教授 竹中正治
column 藤原作弥のカラム・コラム	18	小樽・日銀金融資料館	
IPレーダー	19	海賊版対策に必要な国際協調	コンテンツ・シティ社長 土井宏文
デジタル教室講義	20	数字人民幣	国立情報学研究所准教授 岡田仁志

日本政府の債務を巡る真実

政府純債務残高が対GDP比率で大幅低下

毎年の財政赤字の結果、「日本政府の総債務は増加の一途で、債務の対GDP比率も上がり続けている。この傾向は政府の総債務から債権を除いた純債務ベースでも変わらない」。多くの読者はそう思っているはずだ。ところが、日銀の資金循環表統計（四半期データ）が示す事実はそのようではない。中央政府の純債務はGDP比率で2020年第2四半期の171%をピークに23年第2四半期には152%まで18%ポイント低下しているのだ。また、国債金利が上昇すれば日本政府は財政破綻するという言説も極めて一面的で、財政とマクロ経済に関する無知に根差していることを説明しよう。

縮小する中央政府の純債務比率

まず、図表1を見ていただきたい。これは日銀が集計・公表している資金循環統計表の中央政府の純債務（債務から債権を差し引いた残高）とその名目GDP比率の推移である。資金循環統計とは、家計、民間企業、政府、金融機関、海外部門など一国の経済を構成する主要部門ごとに、金融資産と負債の増減（フロー）、

残高（ストック）を表示したマクロ統計データである。主要国の中央銀行が国際的な基準で集計・公表している。

図表1では純債務はマイナス表記にしてある（他図表も同様）。また同統計表では「資産・負債」という表記が使用されているが、対象となるのは全て金融資産・金融負債なので、本論では債権・債務の表記で統一する。

23年第2四半期末時点における中央政府の総債権は346兆円、総債務は1244兆円、差し引き898兆円が純債務であり、その名目GDP比率は152%だ。財政赤字にしろ、政府債務にしろ、その大小は経済規模との比較で判断する必要があるが、名目GDPとの対比で見ることが経済学では標準的だ。

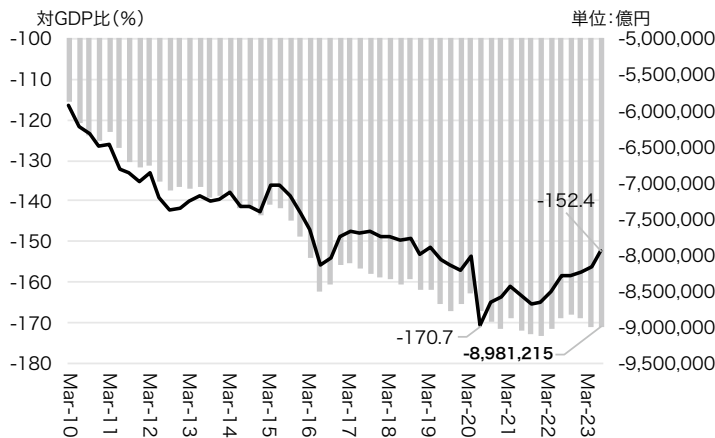
図表1が示す通り、中央政府の純債務はGDP比で20年第2四半期の171%のピーク時から18%ポイント低下している。しかし、純債務の額は20年の第2四半期から22兆円増えているので、これは名目GDPが同期間に76兆円も増加（年率4・7%の増加）して比率計算の分母が大きくなったことが主因だ。他の要因としては、円安・ドル高で政府の外貨準備が円換算で増加していることも加わっている。「日本は政府債務が膨張して、財政破綻に進んでいる」というような一部の経済評論家の扇動的な言説とは反対方向に変化していることがお分かりいただけるだろう。ちなみに、政府債務の主要項目は短期・長期の国債を中心とする公債

龍谷大学経済学部教授
竹中正治

たけなか・まさはる 79年東京

銀行（現三菱UFJ銀行）入行、
為替資金部次長、調査部次長、ワ
シントンDC駐在員事務所長、
国際通貨研究所チーフエコノミ
ストを経て、09年4月より現職、
経済学博士（京都大学）。最新著
作「資産形成のための金融投資
論」黄金の波に乗る知の技法
（Kindle、20年10月）。

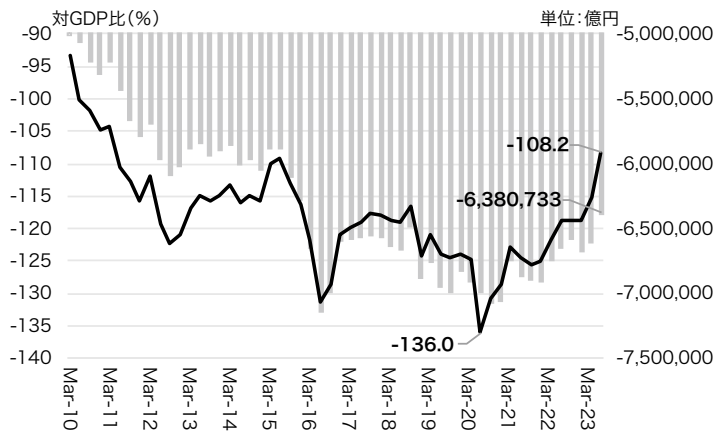
〈図表1〉中央政府の純債務とGDP比率(%)



(出所)内閣府
日銀(資金循環表)

■ 中央政府の純債務(総債権-総債務) (右メモリ)
— 中央政府の純債務/名目GDP(%) (左メモリ)

〈図表2〉一般政府の純債務とGDP比率



(出所)内閣府
日銀(資金循環表)

■ 一般政府の純債務(総債権-総債務) (右メモリ)

実はこの間の純債務額は減少し、社会保障基金、とりわけ公的年金の運用債権(時価評価)が急増したことが主因である。同期間に公的年金の運用純債権は233兆円から309兆円に76兆円増加、社会保障基金全体でも73兆円増加している。この運用債権の時価総額の増加と名目GDPの増加で、一般政府部門の純債務は実額とGDP比率の双方で大きく減少したわけだ。

の発行残高1140兆円である。また、政府債権の主要項目は、残高の大きい順に、①外貨準備を主とする外国政府債145兆円②政府預金45兆円③株式・投資信託等77兆円—であり、この3項目で政府債権346兆円の約77%を占める(23年第2四半期末時点)。

一般政府部門で見ると劇的な債務減少

しかしながら、「中央政府」とい

うのは政府部門の全部ではない。「地方政府(地方自治体)」と公的な医療保険、年金制度、介護保険などを担う「社会保障基金」を加えた「一般政府」という括りで見ることが、国際的な標準だ。

日銀の資金循環統計も、中央政府と一般政府を別々に表示しているの

でピークに達したのは中央政府の場合同様に20年第2四半期の136%で、そこから直近の23年第2四半期の108%まで純債務比率は28%も低下している。

それ以上に注目すべきことは、純負債の実額自体が同期間に698兆円から638兆円に60兆円も減少していることだ。もちろんこの間に大規模な増税も歳出削減もなく、財政収支は赤字を続けたことは言うまでもない。

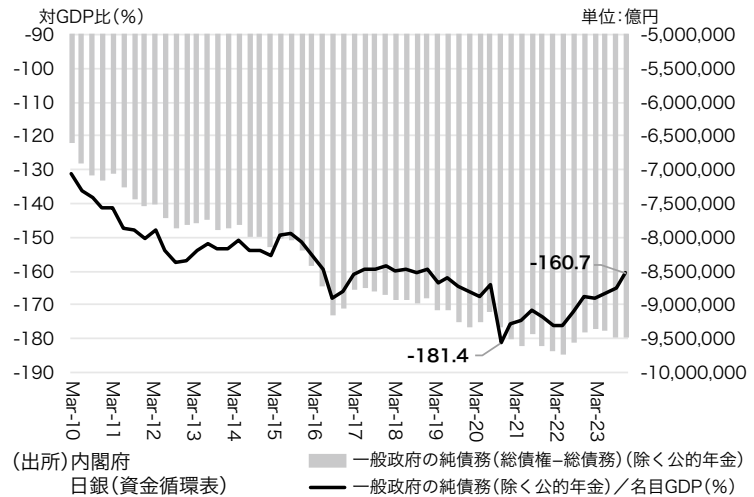
公的年金の運用債権の本質とは

公的年金の運用債権でこの期間に資産額が目立って増加した項目は、対外証券投資の増加40兆円と株式・投資信託等の20兆円であり、この2項目でこの期間の運用債権増加76兆円の約80%を占める。ありていに言えば、円安と内外の株価上昇で公的年金の運用債権額が著増したわけだ。

さて、それでは日本の政府債務は問題がないかというと、実はそう簡単ではない。そもそも公的年金の運用資産とは、政府が国民に負っている将来の年金給付に備えるためのものだ。GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)は公式サイトで以下のように説明している。

「現役世代が納めた年金保険料のうち、年金の支払いなどに充てられなかったものが、将来世代のために積み立てられています。GPIFはこの年金積立金を、国内外の資本市場で運用して増やしています。年金積立金の運用収益や元本は概ね100年の年金の財政計画のなかで、将来世代の年金給付を補うために使われます。年金財源全体のうち、積立金からまかなわれるのは約1割で

〈図表3〉一般政府の純債務(除く公的年金)とGDP比率



す」日本の公的年金制度は欧米諸国と同様に、現役世代の納付金が同時代の引退世代に給付される世代間賦課方式だ。ところが、日本のように長期的に少子高齢化が進む状況では、人口が増える引退世代への給付を人口が少ない現役世代の納付金で賄うと、負担と給付を巡る世代間格差が生じる。その格差を緩和するために

受け取る年金納付金も同様に現在価値に換算し、債権計上する(納付金債権)。「将来にわたる」という期間ほどのくらいかという問題があるが、無限期間でもよい。割引率でディスカウントされるので現在価値は無限にはならず、収束した値になる。その上で「納付金債権(現在価値) + 現在の運用債権残高 - 給付金債務(現在価値)」であるならば、公的年

資産運用が行われているのだ。この通り公的年金の運用債権は、将来生じる政府の給付義務(債務)を見合にしたものであるならば、それを債権として政府の総債務から差し引いてしまうことには問題がある。

この問題に徹底的に合理的に対応するならば、次のようなアプローチが可能だ。まず、現行制度の下で、政府が負う将来にわたる年金給付のキャッシュフロー(政府の支払い)を対象に、持続可能と思われる運用リターンで割り引いて現在価値を算出し、それを債務計上する(給付金債務)。同時に、将来にわたり政府が

金は純債権ポジションであると言える。逆に給付金債務の方が大きければ、純債務ポジションにあると判断できる。もっとも、こうした会計・認識手法は学問的には一部の研究者によって提唱されているものの、筆者が知る限り主要国で実際の政府会計で採用している国はない(末尾参照)。

実際のところ、将来の年金給付と納付の現在価値を計算するといつても、現在の日本の公的年金は04年に導入された「マクロ経済スライド」という仕組みで運営されている。これは今後の賃金や物価の変化に依存して、ある程度緩やかに年金の給付水準を調整する仕組みだ。逆に言う

と、今後の賃金と物価次第で給付のキャッシュ・フローも変わるの、信頼度の高い試算は困難かもしれない。公的年金に関しても、その将来の持続性について「破綻に向かっていく」などと過度に悲観的な言説を語る経済評論家などがメディアなどでは目につくが、筆者はそうした考えには与しない。しかしながら、現在の日本の公的年金は長期的な将来にわたって、ひいき目に見ても、十分

に純債権ポジションだから問題ないとは言えない。そうであるならば、公的年金の純債権(309兆円、23年第2四半期末)全部を現在の政府純債権からは抜いて計算するのが、正確とは言えないまでもベターな見方であるかもしれない。

そういう前提で一般政府の純債務から、公的年金の純債権を引いて計算したものが、図表3である。純債務の名目GDP比率のピークは20年第2四半期の181%で、23年第2四半期は161%に低下している。一方、同期間、純債務の実額は931兆円から947兆円に穏やかに増えている。公的年金の運用純債権の時価総額増加という要因を除いても、日本政府の純債務は、「日本破綻論者」が語るような債務膨張経路をたどっているわけではないのだ。

財務省公表「純政府債務」の大きな乖離

次に、財務省がこうした政府純債務をどのように公表しているか見てみよう。同省は毎年「日本の財政関係資料」という報告書を公表している。その中で一般政府の総債務と純債務のGDP比率が主要国と比較できる形で公開されている。令和5年

(23年4月)版を見ると、これは暦年データであるが、20年以降の一般政府純債務は160%前後のほぼ横ばいで推移しており、本論が日銀の資金循環表から作成したような低下傾向を示していない。

そして純債務残高のGDP比率の推移を示したグラフの下(同資料16ページ)の注記に以下のような記載がある。「純債務残高は、債務残高から金融資産(通貨・預金、負債証券等)を差し引いたもの」つまり、通貨・預金と負債証券(公社債)以外の株式・投資信託などの債権項目が、さつくりと対象から外されているのだ。株式・投資信託等は207兆円(23年第2四半期末)もあるのだ、これは大きな「調整」と言えるだろう。

さらに、次のような一文が加えられている。「政府が保有する資産の多くは、市場での売却可能性がないか、あっても財政危機時における価値下落の可能性があること等に留意する必要があります。このため、まずは総債務によつて財政状況の評価を行うべきです。」(同資料16ページ)要するに、株式・投資信託等の価格変動性の高い資産は政府純債務を

見る上では適正に欠くので、政府債務と差し引きする対象から外してあるということだ。この財務省の数値が日本政府の純債務残高としてIMFやOECDにも報告され、各国比較されている。ちなみに米国の公的年金(Social Security System)は、今の日本と異なり、全て連邦政府債を購入する形で運用されているので、政府純債務から株式・投資信託等を除いても、大きな違いは生じないはずだ。

このような同省の「データ調整」は、筆者には控えめに言っても恣意的に思える。ただし、財政学は筆者の専門分野ではないので、この点に関しては財政専門の経済学者の積極的な議論を期待したい。

国債金利が上がり始めても大丈夫か

最後に、金利の上昇と政府債務の持続可能性の問題について触れておこう。日本政府(中央政府)の国債総発行残高(含む短期債)は23年第2四半期末で1140兆円である。従つて、全期間平均1%の国債利回り上昇で約11・4兆円も政府の利払い費は増える。これは現在の政府一般予算規模の約10%にも相当する

額であり、「そのような利払い費の増額を賄えるはずがないので、政府債務は雪だるま式に増える」という議論がある。

しかし、この議論は重要な複数の要因を見落としている。既に図表で示した通り、政府純債務残高が増加しても、名目GDPがそれ以上に増加すれば、政府純債務の対名目GDP比率は低下することだ。その場合、政府債務は持続可能であると言える。逆に政府純債務比率が上が

り続けるならば、それはどこかで限界にぶつかるので、持続可能ではない。この政府純債務比率の変化は次の三つの要因で決まる。①財政のプライマリーバランス②名目GDP成長率③国債平均利子率である。プライマリーバランス(以下「PMバランス」とは、歳入面からは新規の国債発行による分を除き、歳出面からは期日の到来した国債の償還元本と年間の利払いを除いた歳入歳出の収支のことだ。通常「財政収支」という場合には、歳出に利払いを加えるので、PMバランスと財政収支はこの利払い分だけ違うことになる。政府債務比率と三つの要因の関係

は、次のように考えれば簡単に分かる。ある国の名目GDPが100兆円、政府債務残高が100兆円(政府債務比率100%)、PMバランスは収支均衡、政府の税収は名目GDPの伸びと同じだけ増加するとしよう(実際は所得税が累進税率なので、税収は名目GDP以上に増加する)。また、単純化のために政府債券はゼロで、政府総債務＝政府純債務と想定しよう。

名目GDP成長率が2%、国債平均利回りも2%ならば、10年後の名目GDP成長率は122兆円(100×1.04の10乗)、政府債務も利払いが2%で増え10年後には122兆円になる。つまり、政府債務比率は100%で変わらない。

次に名目GDP成長率が4%、国債平均利回りが2%ならば、名目GDPは10年後に148兆円(100×1.04の10乗)になるが、政府債務は122兆円なので、政府債務比率は82・4%(122/148)に約17・6%も下がる。逆に名目成長率が2%で、国債平均利回りが4%ならば、10年後の政府債務比率は121・4%(1148/122)に約21・4%も上がった。

てしまう。

つまり、名目GDP成長率が国債平均利回りよりも高ければ、その分だけ政府債務比率は上昇せずに抑え込むことが容易になる。これは財政学で「ドーマーの条件」として知られている原理だ。GDP成長率と国債利回りのどちらが長期的に高いのが問題になるが、日本のような国内の貯蓄投資バランスが長期にわたって貯蓄超過の国のみならず、恒常的に貯蓄不足の米国でも、2000年代以降、GDP成長率V国債利回りとなる傾向があることを指摘しておこう。

日本経済はようやくデフレの桎梏^{しごく}から抜け出し、名目GDP成長率が実質GDPより高くなる本来の姿に戻りつつある。野放図な財政赤字はもとより論外であるが、将来の経済成長のために賢明な財政支出に努めれば、過度に緊縮的な財政政策を取らずとも名目GDP比率で政府純債務を安定化、さらには低下させることができる局面に入っているのだと言えよう。

(参照) 吉田浩「世代会計による日本の政府債務」経済研究、Vol.49、No.4、Oct.1998