

日本の財政政策：今後の道筋

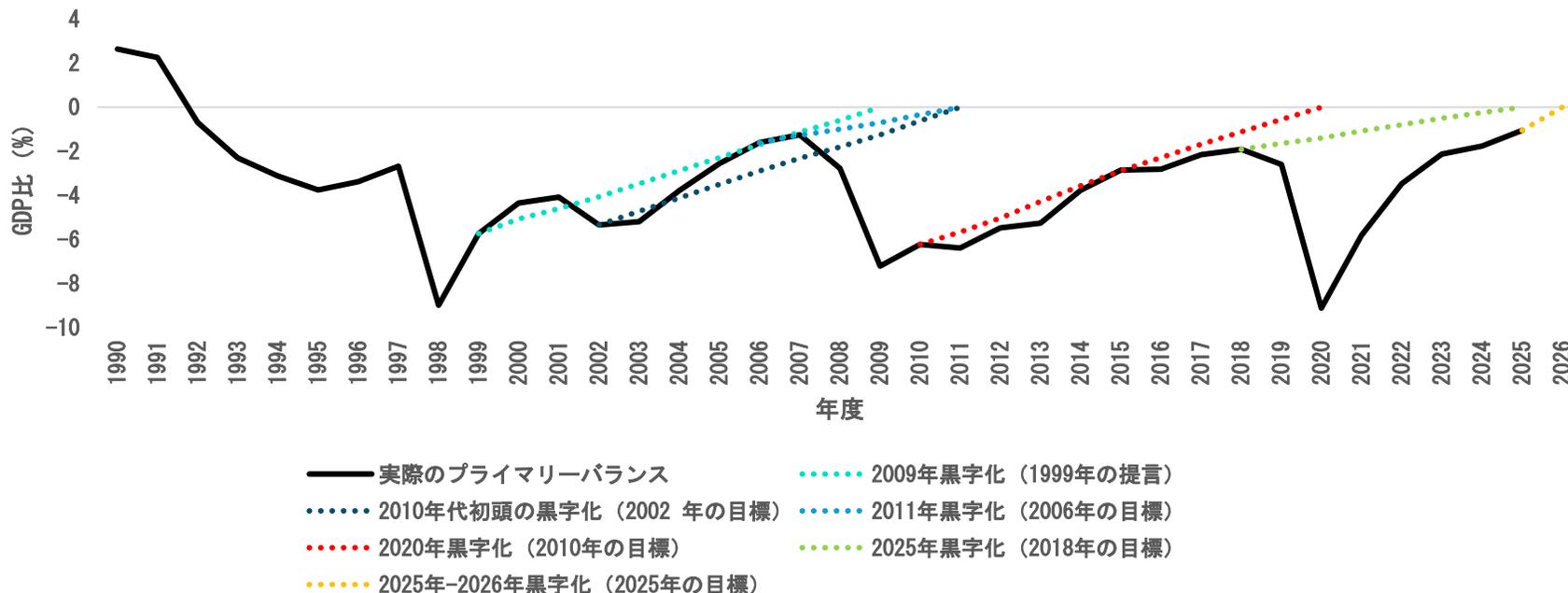
オリヴィエ・ブランシャール

2026年3月26日

※和訳資料は便宜的に作成したものであり、引用に当たっては英語版の資料1-1を利用ください。

歴史：プライマリーバランスの赤字と政府債務の増加

日本のプライマリーバランス



政府純債務残高の対GDP比：1990年の20%から現在は約130%へ。

なぜ大幅に上昇したのか？二つの異なる理由：

- ▶ 低成長、政治的制約、楽観的な予測。
- ▶ 民間需要の低迷持続、金融政策のゼロ金利制約。

現在は問題が軽減？長期停滞の終焉？可能性はあるが、確実ではない。

高水準だが安定している政府債務残高対GDP比を、どこまで懸念すべきか？

- ▶ 基本的に($r-g$ 、金利-経済成長率)に依存する
- ▶ ($r-g$) $>$ 0 (金利が経済成長率より大きい場合) (教科書的な場合) :
 - ▶ *厚生面* : ポートフォリオにおける資本の置き換え ; 将来的な生産の低下。
 - ▶ *動学面* : プライマリーバランスの均衡でも政府債務残高対GDP比が上昇。
 - ▶ 債務の安定にはプライマリーバランスの黒字が必要 \Rightarrow 増税
- ▶ ($r-g$) $<$ 0 (経済成長率が金利よりも大きい場合) :
 - ▶ *厚生面* : 資本の置き換えのコストはさほど大きいものではない (「動学的非効率性」の結果)。
 - ▶ *動学面* : プライマリーバランスの赤字がゼロでも政府債務残高対GDP比は自然に低下。
 - ▶ (一定の) プライマリーバランスの赤字を許容しても政府債務残高対GDP比を安定化させることが可能。
- ▶ **ただし** : ($r-g$) $<$ 0 であっても、($r-g$)の不確実性は増幅される。政府債務残高対GDP比の動きは $(r-g) \times b$ (b は政府債務残高対GDP比)に依存する。

着実に増加する債務のコスト

政府債務残高対GDP比の見通しが今後も着実に上昇し続けるものとなっている場合、負の連鎖が起こり得る：

- ▶ スプレッド上昇 → 政府債務残高対GDP比上昇の加速 → さらにスプレッド上昇 → …
- ▶ 実際にはデフォルトが起きなくても、コストは大きい。
- ▶ 複数均衡／取り付け／急激な資本流出のリスク。財政の持続可能性への懸念が、投資家のポジション調整をさらに促す。

懸念すべきタイミングは？投資家がコントロール喪失を感じた時。

明確な境界線はなく、以下の要素に依存：

- ▶ 投資家の性質：国内／海外
- ▶ 債務の満期構成（満期ゼロである日銀当座預金も関係する論点）

日本の現在の財政状況

- ▶ 債務水準は高い（関連して、付利のある日銀当座預金も含める必要）。
- ▶ 現在の $(r-g)$ はマイナス（つまり、経済成長率が金利を上回る）。主な要因として、ゼロ金利時に発行した国債が多いことによる。
将来の $(r-g)$ は、合理的な予測として $(r-g) = 0 \Rightarrow$ 少なくともプライマリーバランスの均衡が必要。
- ▶ 現状：プライマリーバランスは小幅赤字だが、 $(r-g) < 0$ のため政府債務残高対GDP比は低下している。
ただし数年後には、少なくともプライマリーバランスの均衡が必要になる
- ▶ 言い換えれば：少なくとも、名目債務の伸びを名目GDPの伸びと同程度に抑えることを、**最低限の目標**とする。
- ▶ その上で、不確実性と高水準の政府債務残高対GDP比を踏まえると、多少のプライマリーバランスの黒字を視野に入れることが示唆される。

統合的なプログラムの構築

- ▶ 基本ツール：「SDSA」—不確実性の下での債務の動的シミュレーション
- ▶ 第一の用途：現行政策の下での財政経路の分布の評価。
 - ▶ 2つの期間：5年と20年の見通し（中期見通しと長期見通しの信頼性が異なるため）。
 - ▶ 暗黙の負債の評価も可能。
 - ▶ 想定外の事象を事前に織り込み、毎年の補正予算に頼らない設計に。
- ▶ 第二の用途：提案された政策の下での財政経路の分布の評価。
- ▶ SDSAは、情報に基づく議論のための共通の基盤を提供する。
 - ▶ 人口動態、 r^* （中立金利）、不確実性の度合い等に関する議論に有益。
- ▶ 最重要点：SDSAは独立した財政機関が作成すべきもの。
 - ▶ 外から見ても透明で、信認できるプロセスを構築するという趣旨。

実装

- ▶ 複数年計画：プライマリーバランスの条件付き経路を示し、明確な最終目標を置く。
- ▶ 最重要点：信頼に足る中期のプライマリーバランスの経路を提示し、計画期間の末には少なくとも政府債務残高対GDP比の安定化を達成する。
- ▶ 何年かけて達成するか？
 - ▶ 速すぎると：民間需要が弱いという制約があり、ゼロ金利制約に戻るリスク——日銀との連携が必要。
 - ▶ 遅すぎると：信認が得られない。
 - ▶ 年々の機械的な調整を避ける。
- ▶ 実装—2つのアプローチからの選択：
 - ▶ 毎年SDSAを実施し、年次で事後的に調整。
 - ▶ 例外条項を備えた財政ルール。

公的な投資

- ▶ 公的な投資だからといって、国債を財源とした実施が自動的に正当化されるわけではない。
- ▶ 必要とされる公的な投資の多くは将来の歳入を十分には生まない：
 - ▶ 防衛、地球温暖化対策
 - ▶ 改革に伴うリターンが不確実な投資：教育、研究
 - ▶ 危機管理投資
- ▶ 債務経路の分布の変化の評価には、SDSAが適切なツールである。
- ▶ ただし、投資が急務であり、必要な増税を直ちに実施できない場合には：
 - ▶ 最終的な債務の安定性を保つ限り、プライマリーバランスの赤字の一時的な拡大（またはプライマリーバランスの赤字の改善ペースの一時的な鈍化）を許容し得る。
- ▶ 透明性が不可欠：投資を別枠で区分管理し、歳出と見込まれる将来の歳入を明示する。