

1. 財政再建への3つの反論

IMF の World Economic Outlook (2024 年 4 月号) によれば、2023 年におけるわが国の公的債務残高対 GDP 比は約 252.4%で、スーダンに続く世界第二位という不名誉な地位にある。政府の範囲が異なる日本政府発表の『国及び地方の長期債務残高』においても、この数値は 2023 年度末見込みで 215%であり、平成 2 年に 59%の底を付けて以来、一貫して上昇傾向にある。Reinhart and Rogoff (2011)にあるように、歴史を振り返れば財政破綻は珍しいものではない。その定義に依存するが、我が国も幕末・維新期と戦後混乱期に財政危機を経験している。

こうした状況にあって国民の多くも財政に懸念を抱いている。東京財団政策研究所の調査(加藤,2023)によれば、「国の借金がこのまま増えた場合にどうなるか」という問いに対し、一般回答者の 30.5%が「増税や歳出カットなど厳しい財政再建を強いられる」を、19.7%が「高いインフレが起きる」を、21.0%が「国際がデフォルト(債務不履行)に陥る」を選び、「何も起きない」を選択したものは 7.2%にすぎない。国民は財政不安の中にある。

しかし、政府の危機感はそれほど強いとは感じられない。その背景には主に 3つの主張があると思われる。第一に、その本来の意味とは異なるが、国債金利の「オオカミ少年」仮説の存在が考えられる。経済理論に従えば、公的債務の増加は長期金利を上昇させる。しかし、我が国の 10 年物新発債利回りは 2006 年 5 月 15 日以来、一度も 2%を超えていない¹。このことから、「公的債務が増えれば、長期金利が上がり、財政破綻が起きる」というのは嘘だ。こんなことをいうのは「オオカミ少年」だ」という言説が広まり、麻生太郎元財務大臣すら同様の発言を行っている²。第二に、MMT (Modern Monetary Theory: 現代貨幣理論)からの指摘が存在する。MMT はポストケインジアン一派で内生的貨幣理論を内包する。この理論に従えば、彼らの言葉でいうところの「キーボードストローク」で、負債に合わせて資産が増えることになり、どれだけ政府

¹ Nikkei NEEDS Financial QUEST データベースによる。

² 「財務省や報道機関は「おおかみ少年」 麻生氏、国債増巡り」東京新聞 2020 年 5 月 13 日。

が債務を増やしても資産市場全体の需給は逼迫せず、故に財政破綻は起きない。加えて、彼らは我が国の債務はそのほぼすべてが自国通貨建て債務であるため、例えば国債価格が暴落したとしても、日本銀行が国債を買い支えればよいとも主張する。第三に IMF の元チーフエコノミスト：オリヴィエ＝ブランシャール氏などによる「公的債務擁護論」がある。通常の経済学においては、公的債務の維持可能性は名目の公的債務名目利子率と名目の経済成長率の大小を比較する「ドーマー条件」で議論されることが多い。そして、もし「公的債務名目利子率 > 名目経済成長率」なら公的債務対名目 GDP 比は発散し、通常、公的債務は持続不可能と判断される³⁴。このことは、この逆が、つまり「公的債務名目利子率 < 名目経済成長率」が成立すれば、若干のプライマリー赤字があっても、ドーマー条件は満たされることを意味する。この点に依拠して Blanchard (2019) は我が国においても 2.5% 程度の財政赤字は容認できるとしている。

高等学校の教科書には我が国の財政再建の必要性が明記されている⁵。一方、一部の政治家やエコノミストは上記 3 つの主張に基づき、財政再建不要論をマスコミ等で説明しており、こうした議論が多くの市民を混乱させている。

しかし、非常に残念ながら、上記の 3 つの指摘に関する実証分析はほとんど存在しない。その理由は次節以降で順次説明するが、上記の 3 つの主張はすべて経済の現状から、あるいは理論的考察からなされた主張にすぎない。理論的に是非が定まらないときには実証分析を実施するのが学術の王道であろう。そして国民経済に資する政策を実施するためには、その結果に基づいて政策を立案する必要がある。

本章の目的は、上記 3 つの主張について実証分析を行い、その結果に基づき日本の財政危機の可能性を再検討することである。しかし、残念ながらこれら 3 つのすべてを詳細に論じるには紙幅が足りない。そこで本章では筆者がこれまでに行った 3 つの分析の主要な内容を紹介し、その結果に基づき、日本財政の現状と今後について検討することとしたい。

本章の構成は以下のとおりである。2 節では「オオカミ少年」仮説について Kameda (2014) に基づき、3 節では MMT について Kameda, Yoshida, and Fukui (2024) に基づき、4 節では「公的債務擁護論」について 亀田 (2023) に基づき説明する。この上で 5 節で改めて我が国が財政危機に直面しない理由を考察し、6 節でもし今後わが国で財政危

³ 詳しくは 4 節参照。

⁴ 無論、公的債務の「持続可能性」は、本質的にはその定義に依存する。また、リカードの中立命題の前提が成立するなら、政府がどれだけ債務を増やしても債務の償還に困ることはない (井堀, 1996)。

⁵ 例えば『高等学校改訂版 現代社会』(第一学習社) 平成 30 年発行。

機が起きるとしたら、どうした形態をとるのかについて、論点整理を試みる。最後に 7 節で今後の日本の財政運営に関して簡単に私見を述べる。

2. 「オオカミ少年」仮説の検討

標準的な経済理論に基づけば、公的債務の累増は国債金利を上昇させる。2022 年 9 月、英国トラス政権下で、その財政運営の失敗が国債金利を急騰させたことは記憶に新しい。一方、Laubach (2011) は、「財政赤字や公的債務の増加が金利に与える影響は統計的に有意でないか、有意であってもわずかな上昇にとどまることを先行実証研究は示している」と総括している。

しかし、Laubach (2011) を含む多くの先行実証研究はデータ頻度というかなり大きな欠点を抱えている。国債金利、標準的な解釈に基づくところの長期金利は、経済状況に応じて時々刻々と変化する。よって、そのデータの頻度は究極的には Tick (取引) ごととなる。一方、財政データの頻度は高々四半期、本来の予算制度を考えれば会計年度であり、この二つのデータの因果・相関を考える実証分析結果は読者に疑問と不安を残すものとなる。そこで Kameda (2014) は 1982 年 2 月から 2009 年 9 月までの景気対策の首相表明日を日本経済新聞記事から特定し、その決定をイベントダミー (一時点ダミーとレベルシフトダミーの両方) として日次レベルでの介入分析 (Box and Tiao, 1975) を行った。この結果、この期間に実施された 18 の経済対策のうちの 15 回で 10 年物国債利回りに一時的な有意な影響が確認され、6 回で恒久的な有意な影響が確認された (表 1)。よって、国債市場は財政拡大に対して経済理論が示唆する通りの反応を示しているといえる。また、この分析での 18 のレベルシフトダミーに関する t 値を被説明変数として、景気対策の首相表明月における景気動向指数 (先行指数) の対前月差と、その景気対策に伴う補正予算での新規国債発行額に回帰したところ、ともに有意に正の相関を示した⁶。よって、景気拡大局面における景気対策、および大規模な補正予算を必要とする景気対策が 10 年物国債利回りの上昇を引き起こすことが示された。以上より、少なくとも「オオカミ少年」仮説が該当しないケースが存在することが確認された。

*** 表 1 挿入 ***

3. MMT の検討

⁶ 紙幅の都合、推計結果は割愛する。原典を参照されたい。

近年、我が国で急速に注目をあつめた MMT によれば、どれだけ公的債務が増えようとも、それが自国通貨建てであるならばその国家は財政破綻しない。なぜなら、その国家の発行する国債が信用を無くし、その価格が下落しようとも、その国の中央銀行が国債を買い支える限り、国債の債務不履行が起きることはないはずからである。

この危機回避可能性は中央銀行の独立性にも依存するだろう。MMT は中央銀行が政府に従属的であることを前提としているが、通貨価値を維持するために中央銀行が財政ファイナンスを拒否する可能性は十分に考えられる。また、固定為替レート制度を採用している国は、為替レート維持を優先する可能性があり、変動為替レートの国よりもデフォルトリスクが高いかもしれない (Wray, 2015)。

こうした見解は伝統的な経済学の立場とは大きく異なる。しかし、筆者の見解では、MMT ほど強い主張ではないものの、近年のいくつかの研究は、財政ファイナンスを過度にタブーとする必要がない可能性を示唆している。例えば、Turner (2015) は「債務過剰から脱却するためには、財政赤字の貨幣財政に対するタブーを破る必要があるが、その選択肢が過度に使用されないようにする必要がある」と述べている。

しかし、(1) Reinhart and Rogoff (2011) による先駆的なデータベース構築以降に行われた Conesa and Kehoe (2017) や Huertas and Meyer-Cirkel (2021) といった公的債務デフォルトに関する研究と、(2) Kameda (2014) での財政状況と政府債券金利の関係に関する研究レビューを見る限り、(1) 国家が自国通貨を発行しているか、(2) 中央銀行の独立性が高いか、または (3) 変動相場制や固定相場制を採用しているか、の 3 点が公的債務デフォルトに影響するかを検討する実証研究は存在しない。

そこで Kameda, Yoshida, and Fukui (2024) は、公的債務デフォルトの発生が、自国通貨の発行、為替制度、および中央銀行の独立性だけで説明できるかどうかを、ロジット分析とランダムフォレストを用いて分析している⁷。以下、紙幅の都合、ランダムフォレストの結果のみを紹介する。

図 1 は各変数の Mean Decrease Gini で測った Feature Importance を示したものである⁸。一見してわかるように、その上位には経済成長率や公的債務対名目 GDP 比などが

⁷ ここでのデフォルトは S&P の定義に基づく。5-(1)節も参照のこと。

⁸ Feature Importance は説明変数の重要度を意味する。機械学習では「説明変数」ではなく「特徴量 (feature)」という語を用いる。Mean Decrease Gini は、ある変数を特徴量として導入することで、どれだけ被説明変数の分類不純度が低下したか (ここでは、その変数がどれだけデフォルト国家と非デフォルト国家をきれいに分類できたか) を計算し、その平均をとった数値。

あり、自国通貨保有・変動相場制採用・中央銀行の低独立性をもって財政破綻を可否できるとする MMT の命題を支持しない。すなわち、財政破綻を回避するうえで、やはり財政再建は必要であるといえる。

*** 図 1 挿入 ***

4. 「公的債務擁護論」の検討

第 1 節でも述べたように、通常の経済学においては、公的債務の維持可能性は俗に「ドーマー条件」と呼ばれる条件で議論されることが多い⁹。「公的債務擁護論」を紹介する前に、まずこの条件について説明する。

D_t を t 期の債務残高、 PB_t を t 期の基礎的財政収支、 Y_t を t 期の名目 GDP、 r_t を t 期の名目利子率とすると、

$$D_t = (1 + r_t)D_{t-1} - PB_t \quad (1)$$

となる。この両辺を Y_t で除し、 t 期の名目経済成長率を $1 + g_t = Y_t/Y_{t-1}$ 、 t 期の公的債務対名目 GDP 比を $d_t = D_t/Y_t$ 、基礎的財政収支対名目 GDP 比を $b_t = PB_t/Y_t$ とすると、

$$d_t = \frac{1 + r_t}{1 + g_t} d_{t-1} - b_t \quad (2)$$

となる。ここで名目経済成長率、名目利子率と基礎的財政収支対名目 GDP 比が一定であるとすれば、以下のことが言える。

- $b_t = b$ のとき、
 - $r < g$ なら d_t は低下（債務は持続可能）
 - $r = g$ なら d_t は一定（債務は持続可能）
 - $r > g$ なら d_t は発散（債務は持続不能）

⁹ ここで「俗に」と記したように、ここで説明した内容は Domer (1944) の内容と異なることを記しておく。

これらの関係のうち、債務安定化の条件「 $r < g$ 」が俗に「ドーマー条件」と呼ばれるものである。

さて、この式の定常状態では以下の関係を得ることになる。

$$\frac{g-r}{1+g}d = -b \quad (3)$$

この式は、(3)式を満たす b に等しいプライマリー赤字を継続する限り、公的債務対 GDP 比は一定にとどまり、この b より小さいならばプライマリー赤字を継続したとしても公的債務対 GDP 比は時間の経過とともに縮小することを意味する。よって、この大きさの範囲に収まるならば、プライマリー赤字を出し続けたとしても債務は「持続可能」、言い換えれば発散することはない。

Blanchard (2023)は日本財政に関するこの b の値を約 2.5%と概算している。以下、ここでは実際の経済データに基づいて、より詳細な値を求めてみることにする。

図 2 は近年の 10 年物国債利回り（新発債利回り）と名目経済成長率を比較したものである。一見してわかるように 2010 年ごろまでは前者が後者を上回っており、ドーマー条件は満たされていなかったが、2013 年第 3 四半期以降、つまり当時の黒田日本銀行総裁が指揮した「量的質的金融緩和」以降、この関係が逆転していることがわかる。すなわち、この金融緩和以降、「公的債務擁護論」の条件が成立する環境が状況となっているといえる。

*** 図 2 挿入 ***

では、現在のプライマリー赤字は債務の持続性を維持しうる水準、すなわち b を下回っているのだろうか？財務省が発表している『普通国債の利率加重平均の各年ごとの推移(昭和 50 年度末以降)』によれば 2023 年度の利率加重平均は 0.77%である。一方、内閣府の国民経済計算によれば 2013 年度から 2023 年度までの平均名目経済成長率は約 1.53%である。さらに、IMF の World Economic Outlook(2024 年 4 月号)によれば、日本の公的「純」債務残高対 GDP は 155.9%である。これらの数字を用いて、すなわち $g = 0.0153$ 、 $r = 0.0077$ 、 $d = 1.559$ を(2)式に代入すると、 $b = 0.01167$ を得る。つまり、現下の日本経済においては対名目 GDP 比で約 1.167%、2013 年度から 2023 年度までの平均名目 GDP550 兆円を用いれば、約 6.4 兆円のプライマリー赤字なら許容できることになる。

では、この数字は現在の日本財政との関係はどうなっているのだろうか。図 3 は近年のプライマリー赤字対名目 GDP 比を見たものである。残念ながら、同比は大きく上

下を繰り返しながらも概ね平均 4%程度を維持しており、1.167%を大きく上回っている。ラフな金額だが、これまでの数値を用いれば、現状は $(0.04 - 0.01167) \times 550 = 15.58$ 兆円程度の歳入不足が生じているといえる。無論、2024 年度時点で観察されているインフレが継続すれば名目経済成長率は上昇し、この歳入不足の額は小さくなるかもしれない。しかし、このとき通常は名目金利も上昇するはずであり、この意味では歳入不足額は増加する。そして何より、インフレの家計への影響は消費増税と何ら変わらず、その促進を期待して財政の持続可能性を議論するのは避けるべきであろう。

総じて、「公的債務擁護論」は、一部の状況では妥当性を持つものの、日本の現状においては慎重な検討が必要である。プライマリーバランスの改善を図り、持続可能な財政政策を実施することが重要であるといえる。

* * * 図3挿入 * * *

5. 財政危機はなぜ起きないのか？

これまでの3つの節の議論を総括すると、「現状のままだと財政危機はいつかは生じる」と考えるべきといえる。しかし実際にはその予兆はまったく感じられない。以下、この理由を、(1)財政危機の定義と、(2)これまでに指摘されてきた破綻回避理由、の2つの視点から考察する。

(1) 財政破綻・財政危機とは何か？

これまで、「財政破綻」「財政危機」という語を定義なしに使ってきた。こうした「財政破綻」「財政危機」という語のいささか雑な利用方法は、本稿に限らず現在の経済論壇においても同様のようと思われる。以下、Reinhart and Rogoff (2011)、Baldacci et al. (2011)に従い、改めてその定義を検討する。

Reinhart and Rogoff (2011)は財政金融危機 (Financial crisis) を「数値で定義できる危機」と「事件で定義できる危機」の2種類で定義している。前者は主にマクロ経済指標による定義で、Reinhart and Rogoff (2011)では、(1)年間 40%以上のインフレーション、(2)対基軸通貨（現在においては米ドル）での年間減価率 15%以上、(3)通貨の品位低下（通貨の金属含有量の 5%以上の低下・デノミネーションの実施）を危機の定義としている。一方、後者は銀行危機・通貨危機・対外債務危機・国内債務危機がそれぞれ定義されており、対外債務危機はデフォルト（債務不履行）やリスケジュール、ヘアカットなどの発生の S&P Global Ratings (以下、S&P)による認定で定義されている。なお、

国内債務危機の定義は、筆者らも認めるようにデータの不足から不完全なものにとどまっている。

一方、Baldacci et al. (2011)は、(1)デフォルト（債務不履行）やリストラクチャリングに関する S&P による認定、(2)IMF による支援、(3)高インフレーション（先進国：35%、途上国：500%以上）、(4)国債利回りが 1000 ベーシスポイント以上、あるいは 2 標準偏差を上回る上昇、で定義されている。

ここから分かることは、俗に「財政破綻」「財政危機」という語が用いられるとき、そこには二つの意味が含まれているということである。その第一は、「財政が悪化するとインフレが生じる」「財政が悪化すると金利が急騰する」というように、マクロ経済指標の悪化をもって「財政破綻」「財政危機」を定義しているケースであり、いわば「広義の財政危機」とでも呼ぶべきものである。一方、「財政が悪化すると債務償還ができなくなる」「IMF からの支援を受ける」というような、その償還能力に関するものが第二の定義であり、これは「狭義の財政危機」と捉えられるであろう。これら 2 つの定義は互いに深く関連するものの同一ではない。確かに MMT が主張するように、公的債務がすべて自国通貨建てであるならば、その国の中央銀行が国債を買い支える限り、「狭義の財政危機」は生じにくい。しかし、これはいわゆる財政ファイナンスを意味しており、Reinhart and Rogoff (2011)もいうように歴史的にはインフレを誘発し「広義の財政危機」を招く可能性が高い。

これまで考えてきた 3 つの反論を考えると、これまでの我が国における「財政破綻」「財政危機」の議論では、その定義が異なり、かみ合わない議論が展開されてきたと言える。現下の財政状況を見て、財政再建を主張するものは「広義の財政危機」を念頭に議論しており、財政は持続可能とするものは「狭義の財政危機」に基づき論を立てている。財政運営について建設的な議論を展開するためには、この区別は極めて重要である。

なお、現下の日本経済に高インフレの予兆はなく、どちらの定義に基づいて議論しようとも、財政は持続可能であるとする主張は十分にあり得る。以下、項を改めて議論する。

(2) これまでに指摘されてきた危機回避理由

先ほど述べたように、現在の日本経済に高インフレの予兆はなく、また国債の格付けは A + を維持しており債務不履行の気配もない。この点は、世界第 2 位の公的債務対 GDP 比の「実績」と伝統的な経済理論に矛盾する。以下、これまで展開されてきた、日本が財政危機に陥らない理由を筆者の知る限りにおいて整理する。

① 総債務と違い純債務は多くないから。

Broda and Weinstein (2005)は、我が国政府の純債務残高で見ると深刻な規模ではなく、政府債務は維持できると主張した。これに対し、土居(2006)は Broda and Weinstein (2005)の財政試算前提は甘く、政府債務は維持できるものの国民負担は重くなると主張した。

近年、IMF (2018)は政府債務の国際比較を行った。図4は同論文が2016年の各国の純資産対GDP比を比較したものである。図中の各国の棒グラフを横切る黒横線は公的純債務の水準を表している。ここで公的とは、一般政府（中央政府、地方政府、社会保障基金）のみならず、中央銀行、公務員の年金債務、公的企業も含むことを意味する。ここから分かるように、日本の公的純債務水準はほぼ0%（正確には名目GDP比5.8%の債務超過）で、比較対象国中で特に悪いわけではない。これは一般政府に多くの債務が蓄積されているものの、その債券、すなわち国債の多くが日本銀行と年金積立金運用基金という公的部門によって保有されているためである。グラフに表れている金融資産の多さはこの事実を反映している。よって、この図からは、「日本の国債金利が上昇しないのは、純債務で見れば財政状況がそれほど悪くないからだ」と考えることができる。

*** 図4挿入 ***

ただ、土居(2006)が強調するように、資産・負債の対象に何を加えるかは重要な視点である。図5は先ほどの図から非金融資産を除いたものである。ここで、非金融資産はほぼ天然資源と社会資本で構成されており、日本の場合、そのほぼすべてが社会資本に相当している。当然のことながら、社会資本の金融的な意味での流動性は極めて低い。そのため、公的債務危機を考える際には、その価値を控除した金融純資産の多寡で考えるのが妥当であろう（Koshima,2019）。そう考えると、日本の財政状況はかなり悪いといえる。

図5にあるように、金融純債務で見たとき、我が国より状況の悪いのはポルトガル、英国の2国のみである。ポルトガルは欧州通貨危機の際に、英国は2022年の「トラスショック」の際に国債金利の急騰を経験している。よって、日本で国債金利の上昇、すなわち「広義の財政危機」が起きても何らおかしくはない。我が国も今以上の金融純資産の減少は避けるべきであろう。

*** 図5挿入 ***

② 対外純資産が多いから。

次に対外純資産が多いために財政危機は生じないという見方について考えてみる。金融機関が外国政府に貸出をする際、金融機関はその外国政府の債務返済能力を審査する。この際、この貸出が外国通貨建て、例えば米ドル建てであるならば、当然、その国が保有する米ドルの量が重要となる。この政府が自国企業に対して完全な徴税権を行使できるなら、この自国企業が保有する外貨建て資産も返済原資となり得る。よって、この国の政府および企業が有する外貨建て資産、すなわち対外純資産の多寡が、その政府の債務返済能力を示すことになる。

また、金融の常として、債務負担能力の低い借り手の金利は高くなる。言い換えれば、対外純資産が多い国の金利は低くなる。よって、これら2点をあわせて考えれば、世界第2位の、471兆3061億円もの対外純資産を誇る日本の国債金利が高騰することは考えにくい¹⁰。

ただし、このストーリーには二つの注意すべき論点が含まれている。第一に、先述の通り日本政府の債務は円建てであり、我が国の場合、対外純資産の多寡は財政危機の可能性と直接の関係をもたない点である。対外純資産の多寡が財政危機と直接の関係を持つのは、外貨建ての公的債務を持つ場合に限定される。

第二に、対外純資産の多寡が財政危機に関係するとすれば、それは外国為替市場介入の継続能力を通じたものとなる点である。仮に何らかの理由で日本国債の投げ売りが発生したとする。このとき、日本銀行は買いオペレーションを通じて、その価格の暴落を阻止するであろう。よって、この段階での国債金利の急騰は避けられる。しかし、日銀の買いオペレーションにより大量の円貨を手にした外国人投資家は、この円貨を外国為替市場で売却するため、円の急落が生じる。よって、政府は円買い・ドル売り介入を実施することとなるが、この段階で、外貨準備の多寡が重要となる。財務省「本邦対外資産負債残高」によれば、2023年度末における日本の外貨準備は約1兆2909億ドル、1ドル150円換算で約193兆円である¹¹。もちろん、財政危機の際に民間が保有する外貨建て資産を差し押さえ、その資産を直ちに外貨建て流動資産に変換できるのであれば、対外純資産の額をもって財政危機を議論できるが、現実はそうではない。

日本銀行『資金循環統計』によれば、外国人の日本国債と政府短期証券の保有額は2023年度末時点で合計約122兆円である。よって、現時点において、外国人投資家が一斉に日本国債と政府短期証券を売却したとしても、財政危機・通貨危機を回避することは可能であろう¹²。しかし、今後も政府債務が増加し、その結果、海外投資家の日本

¹⁰ 財務省 HP『令和5年末現在本邦対外資産負債残高の概要』より。

¹¹ 同前。

¹² ただし、日本国債や日本円を空売りする場合はまったく足りない。

政府債務保有が増加するようであれば、事態は回避できないかもしれない。その際には、上述の通り大幅な円安、すなわち「広義の財政危機」は覚悟する必要がある。

なお、2024年5月2日付けの日本経済新聞は現状の介入余力はあと8回程度と論じた¹³。この回数は米国債を売却しない場合を前提としており、最近の介入でその売却があったとする2024年5月2日付けの日本経済新聞記事と矛盾するが、対外純資産残高をもって財政危機が回避できるとするのはいささか早計と思われる。¹⁴

③ 海外投資家が少ないから

前項で外国人の日本国債と政府短期証券の保有額は2023年度末時点で合計約122兆円であると述べた。この数字はすべての国債・政府短期証券発行額の13.7%に相当する(図6)。Reinhart, Rogoff and Savastano (2003)は、公的債務の海外保有が増えると財政の脆弱性が増すと論じた。では、海外保有割合がどの程度の水準になったら、財政破綻の危険が増すのであろうか。Matsuoka (2022)は先進国・途上国の両方を含む2006年第2四半期から2017年第2四半期までのデータを用いて、現地通貨建ての政府債務に対する外国民間保有分の割合が約20%を超えると、予想される公的債務水準が金利に与える影響が指数的に増加すること、すなわち「広義の財政危機」の発生可能性が高まることを発見した。

*** 図6挿入 ***

では現状の外国人の日本国債と政府短期証券の保有額の動向はどうなっているのだろうか。先ほどの図6にあるように、日本の公的債務の海外保有は逡増している。近年は若干の低下がみられるが、一般には高齢化にともなう国内低下の減少により、海外保有は増えると予想されている。少なくとも「20%を超えることはない」と考えるわけにはいかないだろう。

④ 財政余力があるから（消費税率が低いから）

中里他(2003)は「財政赤字の持続可能性が懸念され、財政状況が改善する見通しが不透明であるにもかかわらず、なぜ長期金利は低位安定を続けているのだろうか？」という問いを立て、二つの可能性を示した。その一つは多くの市場参加者は運用成績に長期

¹³ 「市場、円買い介入余力探る あと8回の見方も」日本経済新聞 2024年5月2日。

¹⁴ 「5月末の外貨準備高、7.4兆円減 円買い介入を反映」日本経済新聞 2024年6月7日。なお、財務省は米国債の売却の有無を明らかにしていない。

的な責任を負わないため、財政の持続可能性を考慮せずに国債の運用をしているとするものである。もう一方は我が国には十分な財政余力があるため、市場は、将来のいつかの時点で必ず財政再建が実施されると判断していると考ええるものである。

仮に現状が後者の可能性に基づくものであると考えるならば、少なくとも近い将来における財政危機は杞憂に過ぎないということになる。そこで現状の国民負担率を振り返ってみよう。図7は消費税率を国際比較したものである。ここから分かるように消費税率はヨーロッパ諸国に対すると十分に低く、我が国には十分な財政余力があるといえる。また、図8は潜在国民負担率をまとめたものである。潜在国民負担率とは現時点で実現した租税負担、社会保障負担だけでなく、将来に先送りした負担すなわち財政赤字も負担として考慮した国民負担率のことであるが、ここからも他の先進諸国と比べて財政余力が残っていることがわかる。

以上より、「財政危機の予兆が見られないのは我が国には十分な財政余力がのこっているから」という命題に対し、これを積極的に否定する根拠は少ないと思われる。ただし、実際に増税、特に消費増税を実行できるかは全く別の問題である。2024年10月の総選挙では複数の政党が消費減税・消費税廃止を主張した。財政余力があるからといって「広義」でも「狭義」でも財政危機は生じない考えるのは早計であろう。

*** 図7、8挿入 ***

⑤ 日本国債は安全資産だから

「有事の円」という言葉が示すように、近年こそ議論があるものの、日本円は長らく安全資産と見なされてきた。ゆえに、円建て金融資産の中でもっとも安全な日本国債は安全資産の代表格であった。安全資産の定義については諸説あるが、Brunnermeier et al. (2022)、松岡 (2022) によれば、(i) 市場ストレスがある時（例：世界金融危機など）でも価格が下がらない（価値保蔵）、(ii) 高い流動性（いつでも米ドルなど信用力のある決済通貨に交換可能）の二つの特徴をもつ資産と定義される。

He et al. (2019)はこうした側面を議論できる理論モデルを開発した。以下、まず彼らのモデルを説明し、その後、そのモデルに基づき日本国債が安全資産であるかどうかを議論する。

2国モデルを考える。国1、国2の債務規模を $s_1 = 1$ 、 $s_2 \equiv s \in (0,1)$ とし、各国は債務を割引債でファイナンスすると仮定する。よって、 s_1 、 s_2 は各国の国債発行額を意味する。一方、投資家の世界全体での総債券需要は $1 + f$ （ただし $f > 0$ ）で一定であるとする。他の利用可能な貯蓄手段がないとすると、国債 i の均衡価格を p_i として以下の市場均衡条件を得る。

$$s_1 p_1 + s_2 p_2 = p_1 + s p_2 = 1 + f \quad (4)$$

次にこの国債のデフォルト条件を考える。国 i の財政ファンダメンタルズを θ_i で表し、財政黒字が $\theta_i s_i$ で表現されると仮定しよう¹⁵。国 i の債券発行収入は $s_i p_i$ であるから、この国の債務償還原資は財政黒字 + 債券発行収入、すなわち、 $s_i \theta_i + s_i p_i$ となる。よってこの国がデフォルトする条件は以下のようになる。

$$s_i \theta_i + s_i p_i < s_i \quad (5)$$

更に財政ファンダメンタルズ θ_i は国 1・2 の相対ファンダメンタルズ $\tilde{\delta} \in [-\bar{\delta}, \bar{\delta}]$ によって以下のように決まるものとする。

$$1 - \theta_1(\tilde{\delta}) = (1 - \theta) \exp(-\tilde{\delta}) \quad (6)$$

$$1 - \theta_2(\tilde{\delta}) = (1 - \theta) \exp(\tilde{\delta}) \quad (7)$$

ここで $1 - \theta$ は両国に共通する標準的な資金需要を表し、 θ が高いほど両国の財政黒字が大きく、よって資金需要が低くなることになる。また、 θ を一定として $\tilde{\delta}$ が高いほど、国 1 の財政ファンダメンタルズが国 2 よりも良好であり、国 1 の相対的な資金需要が低くなる。なお上記の設定により両国の資金需要が常に正となることに注意されたい。最後に、どんな場合でも、両国が同時に破綻することがないように、

$$\bar{\delta} < \ln \frac{1+f}{s(1-\theta)} \quad (8)$$

¹⁵ なお、 θ_i は財政赤字以外の解釈も可能である。例えば、 θ_i を債務不履行に伴う評判リスクと解釈し、ゆえに $s_i(1 - \theta_i)$ をその国家が債務返済に応じる最大額と考えれば、上式は「支払意思がないことによってデフォルトが生じる条件」を表すものとして読み替えることができる。また、外国通貨建て債務を念頭に置くなれば、 $\theta_i s_i$ は財政黒字に外貨準備高を含めればよい。更に国内通貨建て債務の場合、 θ_i は中央銀行が国家債務をマネタイゼーションする割合と考えることもできる。この場合はインフレーションや為替レートの減価（およびそれによる国の実質的余剰への悪影響）に対する中央銀行の懸念が θ_i の値を決めることになろう。

を仮定する。

さて、投資家は様々な δ を考えるわけであるが、その中で閾値 δ^* を想定する投資家は、どちらの国に投資するかについて無差別となるはずである。言い換えれば、 δ^* より大きな δ を想定する投資家は国 1 に、 δ^* より小さな δ を想定する投資家は国 2 に投資する。ここで δ^* より大きな δ を想定する投資家の割合を x とすれば、国 1・2 に向かう資金は、それぞれ $(1+f)x$ および $(1+f)(1-x)$ となるため、債券価格は以下ようになる。

$$p_1 = (1+f)x, \quad p_2 = \frac{(1+f)(1-x)}{s} \quad (9)$$

以下、この価格を用いて、国 1、2 の債券の期待収益率 π_1 、 π_2 を計算し、その後、閾値 δ^* を考えることにしよう。 x とファンダメンタルズ θ_1 を所与として、国 1 のデフォルト回避条件は、式(5)、式(9)、 $s_1 = 1$ より以下のようにになる。

$$p_1 - 1 + \theta_1 = (1+f)x - 1 + \theta_1 \geq 0 \quad \Leftrightarrow \quad x \geq \frac{1 - \theta_1}{1+f} \quad (10)$$

よって、式 (6) を代入すると、国 1 のデフォルト回避条件は

$$x \geq \frac{(1 - \theta)e^{-\delta^*}}{1+f} \quad (11)$$

となる。ここで、この閾値は θ が高く、総債券需要 f が大きい場合に低くなる点に注意されたい。

次に国 1 の国債の期待割引率を考える。ここで扱っている国債は割引債であるので、デフォルトしない限り、その収益率は $1/p_1$ である。そして、式 (9) より、これは

$$\frac{1}{p_1} = \frac{1}{(1+f)x} \quad (12)$$

と書き換えられる。一方、単純化のため、デフォルトしたときは、その収益率はゼロとなると仮定する。¹⁶以上より、この国債の期待収益率は、

¹⁶ He et al. (2019)では部分的に債権が回収される場合も扱っている。

$$\pi_1 = \int_{\frac{(1-\theta)e^{-\delta^*}}{1+f}}^1 \frac{1}{(1+f)x} dx = \frac{1}{1+f} \left(\ln \frac{1+f}{1-\theta} + \delta^* \right) \quad (13)$$

と算出することができる。同様に、国 2 についても $x' = 1 - x$ とすれば、

$$\frac{1}{p_2} = \frac{1}{(1+f)x'} \quad (14)$$

$$\pi_2 = \int_{\frac{s(1-\theta)e^{-\delta^*}}{1+f}}^1 \frac{s}{(1+f)x'} dx' = \frac{1}{1+f} \cdot s \left(-\ln s + \ln \frac{1+f}{1-\theta} - \delta^* \right) \quad (15)$$

を得る。

閾値 δ^* は $\pi_1 - \pi_2 = 0$ により決定される。(13) 式と (15) 式より、この値は以下のようになる。

$$\delta^*(s, z) = -\frac{1-s}{1+s} \times z + \frac{-s \ln s}{1+s} \quad (16)$$

$$z \equiv \ln \frac{1+f}{1-\theta} > 0$$

いま、多くの投資家が $\tilde{\delta} = \delta_0$ であると考えているとしよう。このとき、もし $\delta_0 > \delta^*$ であれば、投資家は国 1 に投資し、 $\delta_0 < \delta^*$ であれば国 2 に投資するはずである。よって、 $\delta_0 > \delta^*$ なら国 1 の国債が相対的に安全資産となり、 $\delta_0 < \delta^*$ なら国 2 の国債が相対的に安全資産となる。よって諸変数の δ^* に与える影響を分析することで、いくつかの洞察を得ることができる。以下、He et al. (2019) で命題 1 としてまとめられている 3 つの帰結を説明する。

第一に、閾値 δ^* は、 $z \geq 1$ の場合のとき、すべての $s \in (0, 1]$ に対して 0 以下となる。言い換えれば、 θ で調整された債券需要 z が十分に大きければ、国 1 の財政状況が国 2 のそれより悪い場合でも、投資家は国 1 の国債を購入し、この結果、国 1 の国債が安全資産となることがあり得る。第二に、調整済債券需要 z の上昇は δ^* を減少させる。よって、総債券需要 f が高い場合、 δ_0 がある程度悪化しても国 1 の国債が安全資産の地位を維持できることとなる。第 3 に $s \rightarrow 0$ のとき、閾値 δ^* はその最小値に収束する。すなわち、

$$\lim_{s \rightarrow 0} \delta^* = -z < 0 \quad (17)$$

である。これは、他の条件がすべて等しい場合、国 2 が最も小さいときに、国 1 がもっとも安全資産となりやすいことを意味する。ただし、式を微分すればわかるように、 s の変化が δ^* を上昇させるか否かは s と z の水準に依存しており、 z が十分に小さいとき、 s の上昇が δ^* を上昇させ、安全資産の地位を国 2 の国債が奪うこともあり得る。

こうした性質は、式 (16) の第 1 項の効果が第 2 項のそれを凌駕することに起因する。第 1 項は債券需要 f がもたらす効果、He et al. (2019) のいうところの流動性効果を表している。世界の債券需要が増加すれば国 1・国 2 のどちらかの国債が買われるわけであるが、式 (12)、式 (14) からわかるようにこの購入は収益率の低下を引き起こす。やはり両式を f で微分すればわかるように、収益率の低下幅は国 2 のほうが大きい。これは国 1 の国債市場のほうが国 2 の市場より厚みがあるためである。このように、規模の大きな国際市場を持つ国の国債は、投資家から選択されやすくなり、デフォルトしにくい安全資産として存在することになる。

一方、第 2 項はロールオーバーリスク、言い換えれば借り換えリスクを表している。国 1 の国債発行規模は国 2 のそれより大きいいため、国 1 のほうが借り換えリスクは高い。この場合、投資家は少ない需要で国債発行を満たせる、借り換えリスクの小さい国 2 へと移る。よって、国 2 の相対的規模が大きいほど、国 1 の国債は安全資産となりやすい。

さて、以上、He et al. (2019) の安全資産理論を説明してきたが、He et al. (2019) は論文中で日本財政についても言及している。国 1 を日本の政府債務、国 2 を日本の民間債務とみなして、上記の命題に即して考えれば、以下のことが言える。第一に政府債務が 1000 兆円を超えるものの、個人金融資産が 2000 兆円を超える日本経済は $z \geq 1$ の状態とみなすことができる。よって、政府の財政状況が悪く δ_0 が低いと考えられているとしても日本国債は安全資産となり得る。一方、今後の高齢化により調整済債券需要 z が低下すれば、日本国債の安全資産としての地位は脅かされる可能性がある。また、NISA の普及等により今前以上に民間債務が投資対象として認知されれば、これは s の上昇をもたらすため、日本国債が安全資産でなくなるかもしれない。

以上を総括すると、日本国債は現時点では安全資産であるが、個人金融資産残高(f)、相対ファンダメンタルズ(δ)の分布、投資家の投資対象の拡大(s)の 3 点の変動のより、安全資産と見なされなくなる可能性があるといえる。個人金融資産残高は政策変数ではなく、投資家の民間投資対象の縮小はこれまでの「貯蓄から投資へ」の政策誘導や老後資金の充実を目指す方向に逆行する。よって、相対ファンダメンタルズの改善が重要と言えよう。

⑥ MMT

最後に3節でも触れた MMT について、もう一度振り返っておく。よく言われるように、MMT の依拠する経済理論は理解しがたい面がある (Epstein, 2019)。よって、以下の記述はあくまで筆者の理解するところの MMT であることをまず断っておく。

MMT の前提は貨幣の発券主義と内生的貨幣供給論、そしてアパ＝ラーナーの「機能的財政論」にある。前者の発券主義とは金属主義の対義語で、要するに不換紙幣を前提とすることである。内生的貨幣供給については3節で述べた通りである。最後に、機能的財政論とは直感的には $AD=AS$ 分析での AS 曲線が完全雇用 GDP で直角に曲がっており、マクロ経済には失業かインフレのどちらかの状況しか存在しない状況を想定することを意味する。

さて、こうした前提での財政拡大はどういった効果を持つのだろうか。まず、不完全雇用下での国債発行による財政拡大は、インフレを引き起こすことなく GDP を増加させる。内生的貨幣成長を前提とするため、国債発行はそれ同額の民間資産を直ち生み出す。よって金利の上昇は原則として生じない。無論、国債の累増が生じるが、例えば金利が上昇しても、ここでは自国通貨建て国債を通じたファイナンスが想定されているため、中央銀行が無限の買いオペレーションを実行できる。よって、財政危機の不安は皆無である。一方、完全雇用時の財政拡大はインフレを誘発するが、MMT は増税によって需要を抑制し、インフレーションを治めることを主張する。このとき、支出抑制が優先されないのは、低所得世帯への影響が少ない形でインフレ対策を行うことが重要視されているためである。

さて、この MMT で問題となるのはいかなる点であろうか。第一の反論は3節でみた実証分析の結果である。自国通貨建て債務の大小は確かに財政危機の確率に影響するが、公的債務残高対 GDP 比のほうがより重要である。自国通貨建てだからと言って公的債務を増やし続ければ、いつかは「狭義の財政危機」に直面することになる¹⁷。第二に「インフレ時に増税ができるのか」という点である。現在の日本の状況をみればわかるように、インフレで国民が困っているときに増税を実施することは政治的に難しい。つまり、理論的に可能であったとしても、MMT は政策ツールとして有用ではない。第三にこうした財政運営は財政民主主義を愚弄するものである。MMT によれば、国会が決めるべき財政はインフレ率の変動に従属すべきということになる。藤谷(2022)はこの点つき「MMT は法的に底が抜けている」と糾弾している。第四に国債を外国人が保有した場合に何が起きるかの説明が不足している。MMT は貨幣需要の根拠として租税の支払いに貨幣が必要となる点を掲げる。日本国債の需要が急減し、日本銀行がそれを買収したとき、円を受け取った外国人にそれほど多くの円建て税払義務があるとは考えにくい。

¹⁷ 2 節の分析でのデフォルトの定義が S&P によるものである点に注意されたい。

よって、これまでに述べた円価値の急落、「広義の財政危機」は避けがたい。第五に生産資源、たとえば労働力の無駄遣いを招く点である。人手不足の昨今、労働力はそれが最も必要とされる業種・職種に配分されるべきであり、中国の成功が示すようにこれは市場に任せるべきである。MMT が念頭に置く不完全雇用の下での財政拡大は雇用保障の色彩が濃く、この市場の機能を弱める危険性が高い。

(3) まとめ

本節では、以下の 6 点の財政破綻回避理由を説明した。

- ① 総債務と違い純債務は多くないから。
- ② 対外純資産が多いから。
- ③ 海外投資家が少ないから。
- ④ 財政余力があるから（消費税率が低いから）。
- ⑤ 日本国債は安全資産だから。
- ⑥ MMT

そして、我が国の将来、特に少子高齢化を前提としたとき、いずれの理由も、今はよくとも長期的には説得力に乏しいことを指摘した。政府の中では様々な財政スタンスが議論されているようだが、財政危機の可能性も念頭に議論を進める必要があろう。

6. 財政危機は起こるのか？

これまで、財政再建なしに財政危機を回避できる蓋然性が低いことを述べてきた。しかし、実際にどのようなプロセスで財政が危機を迎えるのか、イメージすることは難しい。そこで以下、本節では、筆者の考える 3 つの財政危機シナリオ、「低金利持続シナリオ」と「Sudden Death シナリオ」「ハイブリッドシナリオ」を説明する。これらのシナリオはいずれも、日本の財政状況が悪化し、最終的には通貨危機という「広義の財政危機」を引き起こす可能性があることを示唆する。

(1) 低金利持続シナリオ¹⁸

現状のまま高齢化とこれに伴う低成長が続けば、社会保障費の増加と税収の減少が避けられない。この結果、政府債務は増加し、日本銀行は低金利政策の継続を余儀なくさ

¹⁸ 詳しくは Kameda(2021)参照。

れる¹⁹。また、この低成長により実質金利の上昇も見込めない。よって、内外金利差が継続的に発生し円安が進行、「広義の財政危機」に直面する。

(2) Sudden Death シナリオ

現状の日本国債の格付けは S&P で見てシングル A+ であり、この格付けである限り、「狭義の財政危機」の不安はない。しかし、仮に BBB に下がれば、一部の海外年金基金などは自身のポートフォリオの中に日本国債を組み込まない事態が考えられ、海外投資家が日本国債を売却する可能性がある。もし、いわゆる投機筋がこの機に乗じれば、5.2 節(2)で述べたように、一気に円安が進み通貨危機を招く。

(3) ハイブリッド・シナリオ

低成長により低金利が継続し、円安が進行する中で、日本国債の格付けがさらに低下し、投機筋が一斉に日本国債を売却、円安が進み「広義の財政危機」に直面する。

ここで想定する円安の規模が通貨危機と呼ぶに値するものとなるかを考えるには、より厳密な分析が必要であり、本稿の目的を超える²⁰。ただし、IMF の World Economic Outlook (2024 年 4 月号)によれば、日本の米ドル建て一人当たり GDP は 2021 年の 40114.29 ドルから 2022 年には 34004.66 にまで落ち込んだ。この時の想定レートは 2021 年が 109.75 円、2022 年が 131.50 円であり、2024 年の円ドルレートが 140-160 円であったことを考えると、更なる低下も予想される。これを通貨危機と呼ぶか否かは言葉の定義の問題となるが、米ドル建て一人当たり GDP の低下が日本を「先進国」から脱落させる可能性は否めない。

7. 財政運営に対する私見：衰退途上国化を避けるために

これまで、公的債務楽観論について、その多くは円安というリスクを軽視したものであることを述べてきた。そして、その定義次第ではあるが、円安は日本を先進国から脱落させる可能性をもつことも述べた。円安は最終的には我が国の安全保障にも影響する

¹⁹ ここでは「物価の財政理論」が言うところの金融従属を仮定していることになるが、我が国の現状を考えると、この仮定は妥当であると思われる。

²⁰ Okano and Eguchi (2024)が DSGE モデルを用いてマネタイゼーションによる財政拡大が円安に与える効果を検討している。

重要事項である²¹。松本(2023)こうした我が国の現状を「衰退途上国」と呼び警鐘を鳴らしている。

本章を閉じるにあたり、今後の財政運営に対して4点ほど私見を述べる。第一に鍵となるのはやはり「 $r < g$ 」を達成できるかどうかである。Orphanides (2018)は日本が低金利政策によってこの条件を達成したことを称賛した。しかし、金融政策が正常化した現在にあって、この条件が必ず満たされる保証はない。金融緩和に戻ればいいという考え方もあろうが、それは円安・インフレーションを助長することになりかねない。原理原則に則り、経済成長を通じて「 $r < g$ 」を目指すべきであろう。

第二に、4節でみたように、例え「 $r < g$ 」を満たしたとしても放漫財政を続ければ公的債務対GDP比は発散することを理解する必要がある。「 $r < g$ 」だけが債務の持続可能性条件だけではない。

第三に、財政危機の発生は市場が決めることである点を肝に銘じるべきである。財政危機の発生は自然災害に似ているが予防策はある。財政再建の議論は重要である。

第四に、財政再建を成功させた国は無数にある。他国にできて我が国でできないはずはない。明確な意思と入念な計画をもって実行にあたるべきと考える。

巷間に財政不安が存するにもかかわらず、アベノミクス以降、財政再建の議論はその勢いを失っている。本稿がその再出発の一助となることを祈念する。

²¹ 2024年6月14日 日本経済新聞「防衛費も失われた30年 世界2位から10位に」参照。

参考文献

- 井堀利宏（1996）『公共経済の理論』有斐閣。
- 加藤創太（2023）「財政問題について経済学者と国民の意識はどう乖離するのか 「経済学者及び国民全般を対象とした経済・財政についてのアンケート調査」の紹介」東京財団政策研究所 HP (<https://www.tkfd.or.jp/research/detail.php?id=4263>)。2024 年 10 月 28 日最終アクセス。
- 亀田啓悟（2023）「財政悪化と国債市場－ 3 種の分析を通じた私見－」公共選択学会第 27 回大会報告（日本大学）。
- 土居丈朗（2006）「政府債務の持続可能性を担保する今後の財政運営のあり方に関するシミュレーション分析」RIETI Discussion Paper Series 06-J-032. 独立行政法人経済産業研究所。
- 中里透、副島豊、柴田(中川)裕希子、粕谷宗久（2003）「財政のサステナビリティと長期金利の動向」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.03-J-7。
- 藤谷武史（2022）「執行後の検証・統制強化を」日本経済新聞 2022 年 4 月 21 日。経済教室。
- 松岡秀明（2022）「なぜ米国債はグローバルな安全資産なのか」『ファイナンス』2022 年 11 月号。pp. 72-76。
- 松本崇（2023）「衰退途上国からの脱却 「積極財政で成長」幻想、捨てよ」日本経済新聞 2023 年 12 月 28 日。経済教室。
- Baldacci, E., I. Petrova, N. Belhocine, G. Dobrescu, and S. Mazraani. (2011) “Assessing Fiscal Stress”. *IMF Working Paper*, 11/100.
- Blanchard, O. (2023) *Fiscal Policy under Low Interest Rates*. The MIT Press. （オリヴィエ＝ブランシャール著、田代毅訳『21 世紀の財政政策 低金利・高債務下の正しい経済戦略』。日本経済新聞出版）。
- Box, G.E.P. and G.C. Tiao. (1975) “Intervention analysis with applications to economic and environmental problems”. *Journal of the American Statistical Association*, pp. 70, pp. 70–79.
- Broda, C. and D.E. Weinstein. (2005) “Happy News from the Dismal Science: Reassessing the Japanese Fiscal Policy and Sustainability”. In Takatoshi Ito, Hugh Patrick, and David E. Weinstein (eds.), *Reviving Japan's Economy*, pp. 39-78. The MIT Press.

- Brunnermeier, M.K., S.A. Merkel, and Y. Sannikov. (2022) “Debt as Safe Asset”. *NBER Working Paper*, No. 29626, National Bureau of Economic Research.
- Conesa, J. C. and T. J. Kehoe. (2017) “Gambling for redemption and self-fulfilling debt crises”. *Economic Theory*, 64(4), 707-740.
- Domar, E.D. (1944) The Burden of Debt and the National Income. *The American Economic Review*, 34(4), pp. 798-827.
- Epstein, G.A. (2019) *What’s Wrong with Modern Monetary Theory?* Palgrave Pivot.
(ジェラルド・A・エプシュタイン著、徳永潤二、内藤敦之、小倉将志郎訳『MMTは何か間違いなのか?』東洋経済、2022)。
- He, Z., Krishnamurthy, A., and Milbradt, K. (2019) “A Model of Safe Asset Determination”. *The American Economic Review*, 109(4), pp. 1230-1262.
- Huertas, G. and A. Meyer-Cirkel. (2021) “Balance Sheets and Debt Crises: Empirical Regularities for Modern Cases of Sovereign Distress”. *IMF Working Paper*, 21/125.
- International Monetary Fund (IMF). (2018) *Fiscal Monitor: Managing Public Wealth*. Washington.
- Kameda, K. (2014) “Budget deficits, government debt, and long-term interest rates in Japan”. *Journal of the Japanese and International Economies*, 32, pp. 105–124.
- Kameda, K. (2021) “Saving Japan from fiscal collapse”. *East Asia Forum*, June 05. Crawford School of Public Policy, the Australian National University.
- Kameda, K., S. Yoshida, and M. Fukui (2024) “Empirical Analysis of national currencies, floating exchange rates, and central bank independence on fiscal crises: A Logit and a Random Forest Analysis.” 日本経済学会 2024 年度春季大会報告 (東京経済大学)。
- Koshima, Y. (2019) “Japan’s Public Sector Balance Sheet”. *IMF Working Paper*, WP/19/212.
- Laubach, T. (2011) “Fiscal Policy and Interest Rates: The Role of Sovereign Default Risk”. *NBER International Seminar on Macroeconomics*, 7(1), 7–30. The University of Chicago Press.
- Matsuoka, H. (2022) “Debt Intolerance: Threshold Level and Composition”. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 84(4), pp. 894-932.
- Okano, E. and M. Eguchi. (2024) “The Effects of a Money-financed Fiscal Stimulus in a Small Open Economy”. *IMF Economic Review* (forthcoming).
- Orphanides, A. (2018) “Independent Central Banks and the Interplay between Monetary and Fiscal Policy”. *International Journal of Central Banking*, 14(3), pp. 447-470.

- Reinhart, C. M., K. Rogoff, and M. Savastano. (2003) “Debt intolerance”. *Brookings Papers on Economic Activity*, 34, pp. 1–74.
- Reinhart, C. M. and K. S. Rogoff. (2011) *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton University Press. (C・M・ラインハート、K・S・ロゴフ著、村井章子訳『国家は破綻する——金融危機の800年』日経BP)。
- Turner, A. (2015) *Between Debt and the Devil: Money, Credit, and Fixing Global Finance*. Princeton University Illustrated Edition. (A・ターナー著、高遠裕子訳『債務、さもなくば悪魔 ヘリコプターマネーは世界を救うか?』日経BP)。
- Wray, L.R. (2015) *Modern Money Theory*. In *The New Palgrave Dictionary of Economics*, Palgrave Macmillan, London.

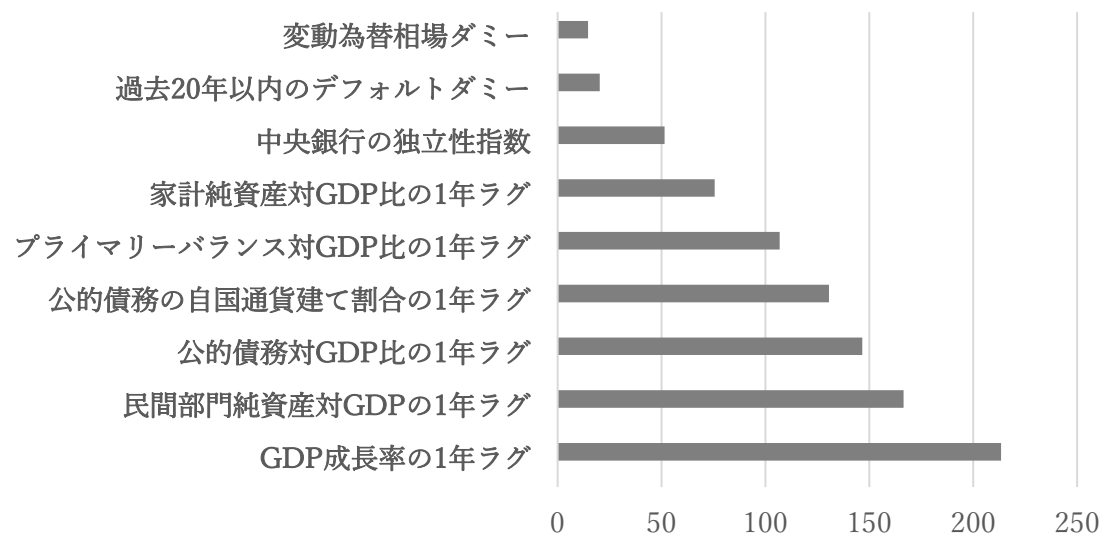


図 1 : Feature Importance

注) 決定木数=1000, 各ノードでの利用特徴量 (features at each split) =2

出所: 筆者作成

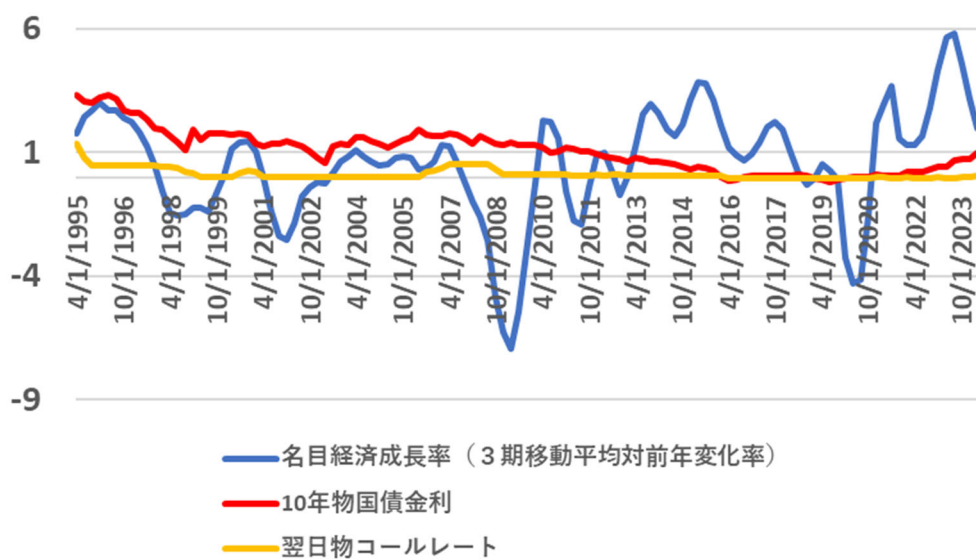


図2：近年の国債金利と名目経済成長率（％）
 出所：名目 GDP（季節調整値）：内閣府『国民経済計算』、
 金利：OECD Main Economic Indicator
 （ともに <https://fred.stlouisfed.org/> よりダウンロード）

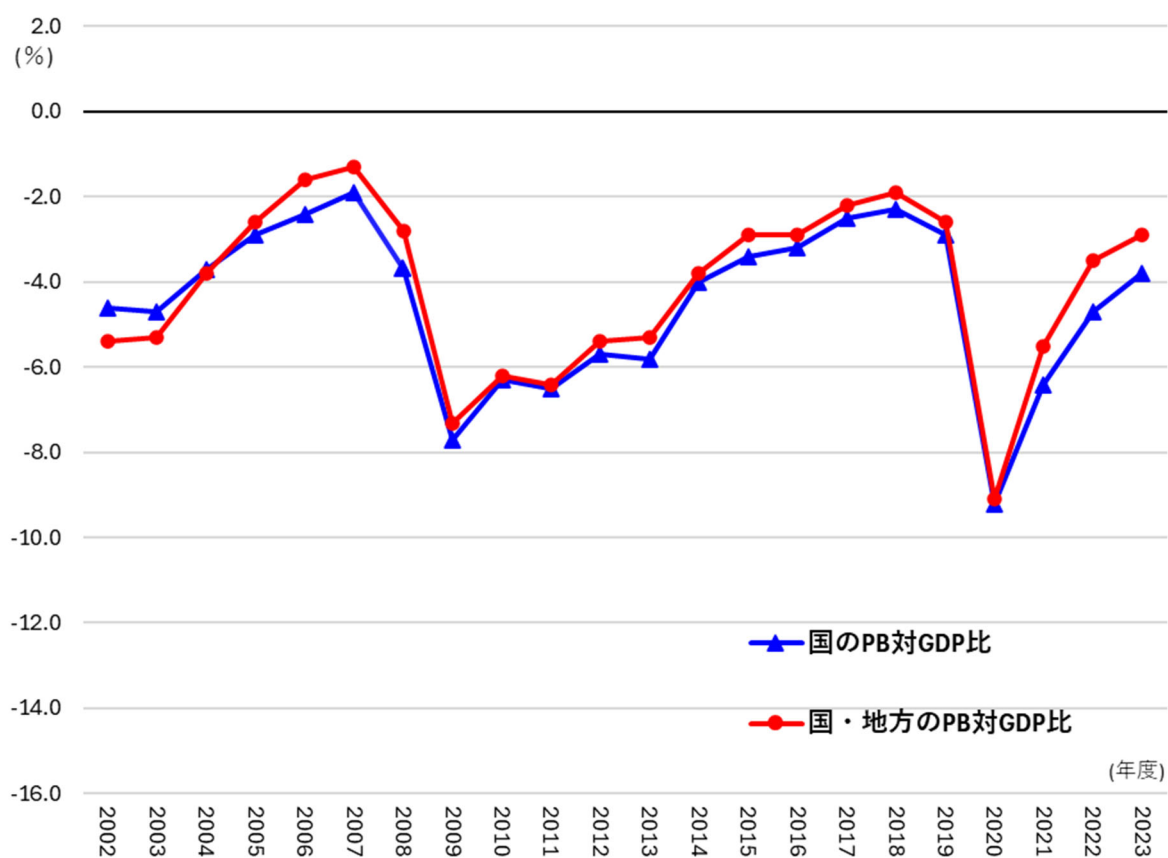


図3：近年のプライマリー赤字の動き

出所：内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（令和5年1月24日）

注）復旧・復興対策及びGX対策の経費及び財源の金額を除くベースの値を利用。

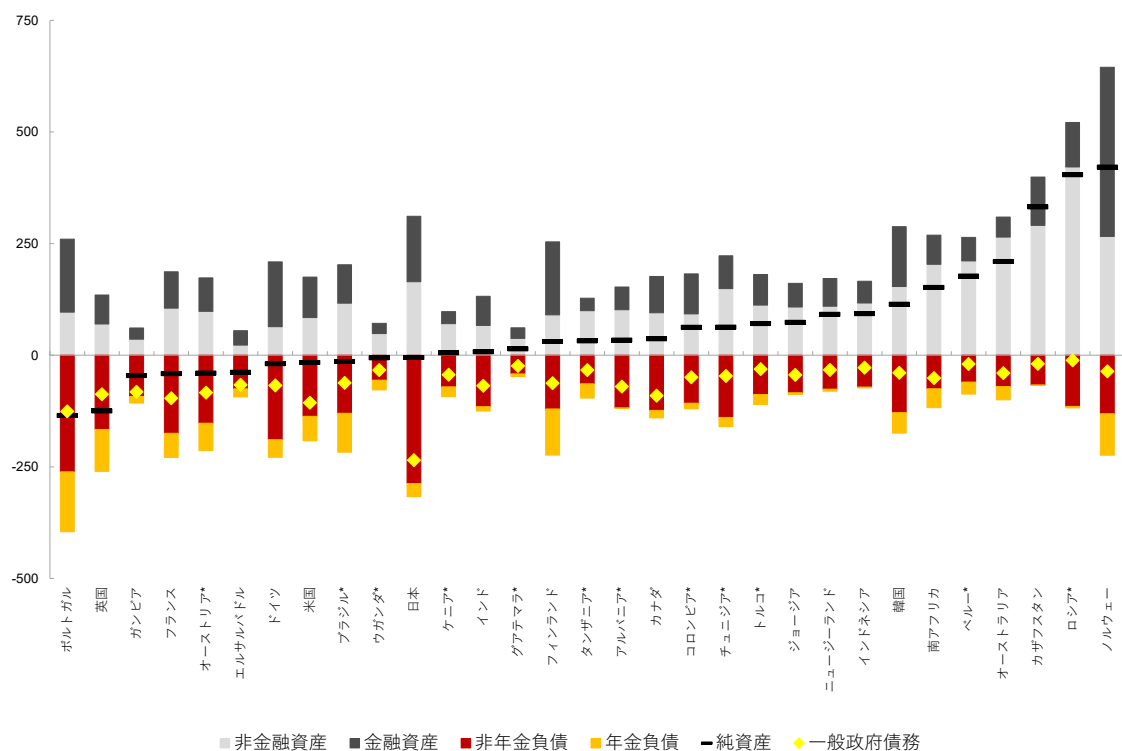


図4：公的部門のバランスシート（対 GDP 比。2016 暦年ベース）

注：ただし、アルバニアは 2013 年、オーストリアは 2015 年、ブラジルは 2014 年、コロンビアは 2016 年、ガンビアは 2016 年、グアテマラは 2014 年、ケニアは 2013 年、ペルーは 2013 年、ポルトガルは 2012 年、タンザニアは 2014 年、チュニジアは 2013 年、トルコは 2013 年、ウガンダは 2015 年のデータ。インドは財政年度ベース。

出所：IMF (2018)

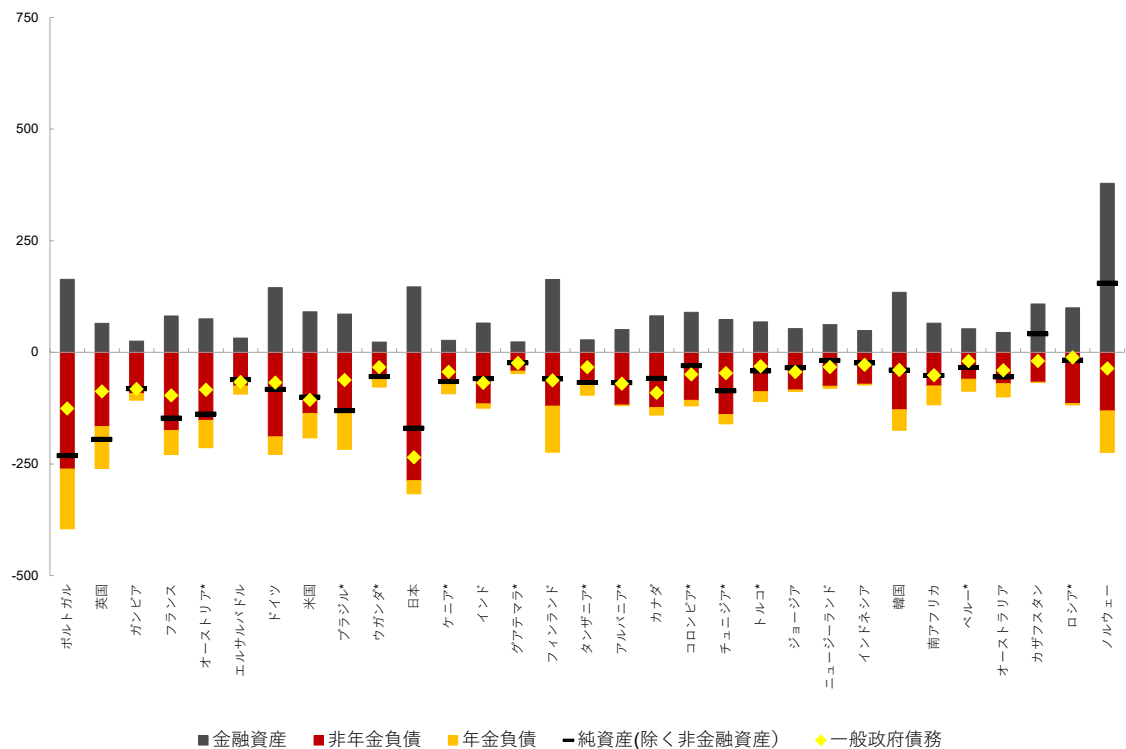


図5：公的部門のバランスシート（除く非金融資産。GDP 比。2016 暦年ベース）
 注：ただし、アルバニアは2013年、オーストリアは2015年、ブラジルは2014年、コロンビアは2016年、ガンビアは2016年、グアテマラは2014年、ケニアは2013年、ペルーは2013年、ポルトガルは2012年、タンザニアは2014年、チュニジアは2013年、トルコは2013年、ウガンダは2015年のデータ。インドは財政年度ベース。

出所：IMF (2018)

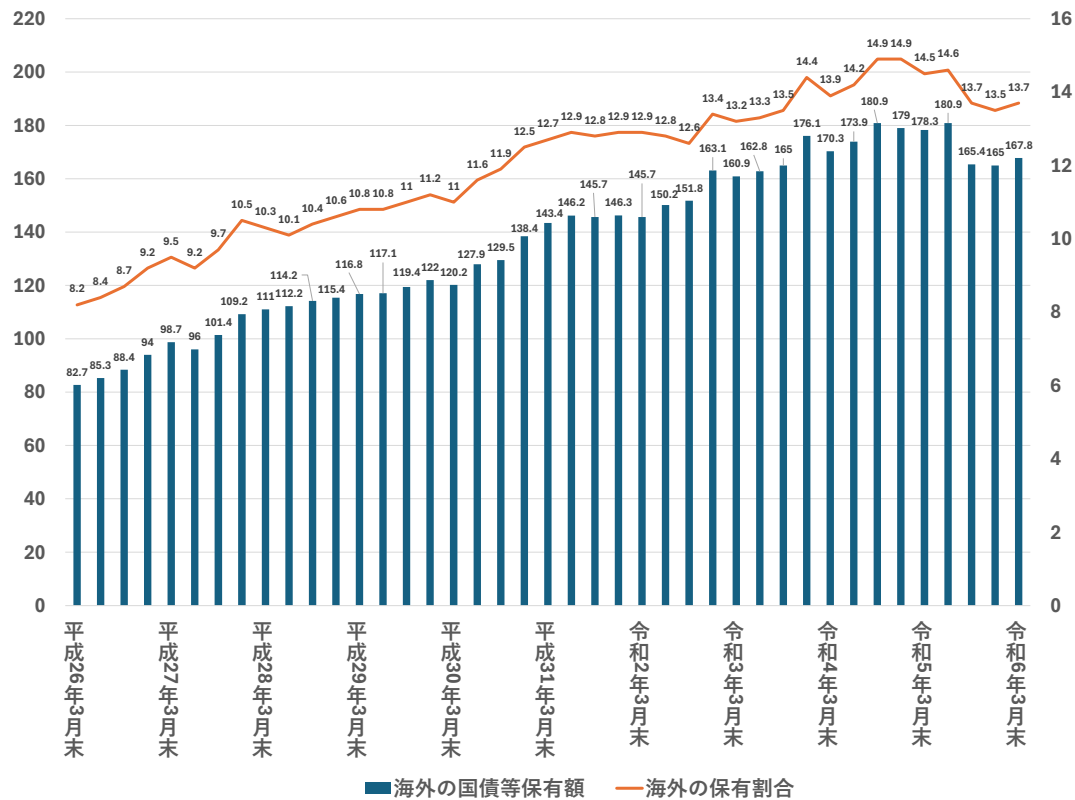


図6：海外の国債等保有額、保有割合の推移

出所：財務省『債務管理レポート 2024』を日本銀行『資金循環統計』で筆者加筆。

注)「国債等」は「財投債」及び「国庫短期証券 (T-Bill)」を含む。

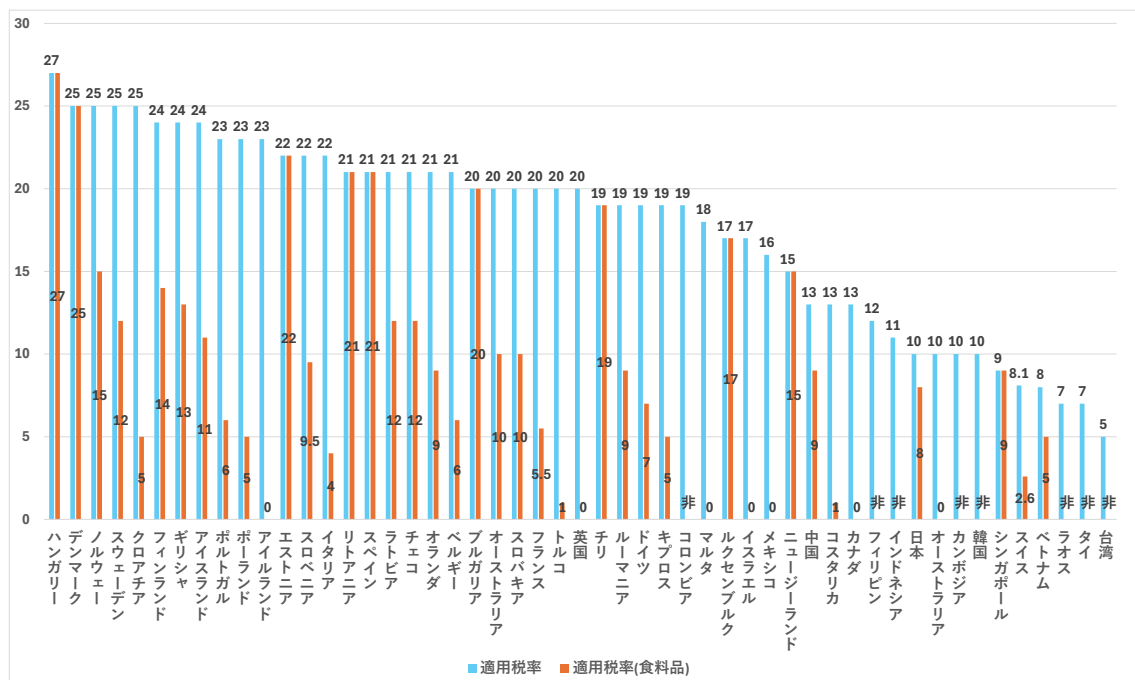


図 7：諸外国等における付加価値税率（標準税率及び食料品に対する適用税率）
の比較

出所：財務省 HP

(https://www.mof.go.jp/tax_policy/summary/consumption/102.pdf)

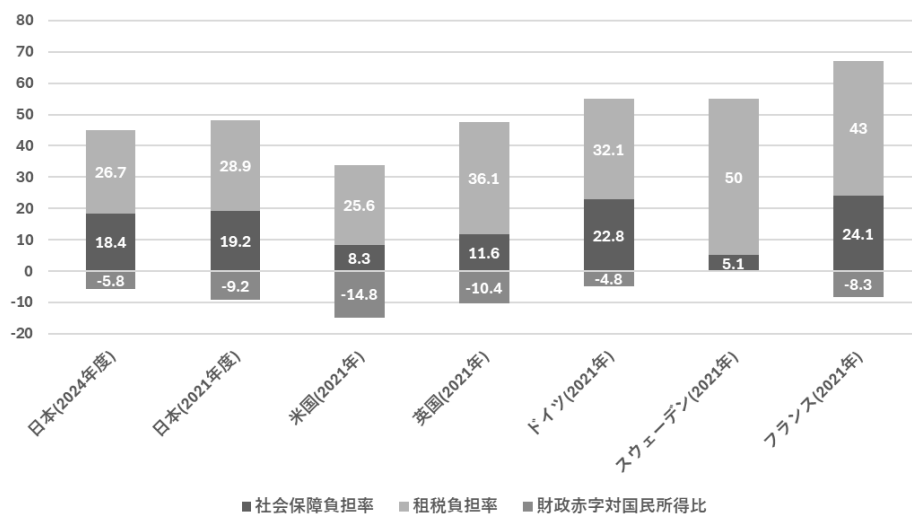


図8：潜在国民負担率の国際比較

注1) 国民負担率＝租税負担率＋社会保障負担率

注2) 潜在的国民負担率＝国民負担率＋財政赤字対国民所得比

出所：財務省 HP

(<https://www.mof.go.jp/policy/budget/topics/futanritsu/sy202402b.pdf>)

名称	内閣	首相表明日	決定日	AR lags	MA lags	レベルダミー			時点ダミー	
						係数	t値	lags	P値	lags
総合経済対策	中曽根	1986/7/11	1986/9/19	0	0	0.0289	0.2315	10	0.9953	0
緊急経済対策	中曽根	1987/2/10	1987/5/29	4	1	0.7869	1.8734 *	8	0.0000 ***	10
総合経済対策	宮沢	1992/7/27	1992/8/28	3	2	0.1005	1.0070	5	0.0000 ***	3
総合景気対策	宮沢	1993/1/19	1993/4/13	0	0	-0.4064	-1.5071	8	0.0000 ***	3
緊急経済対策	細川	1993/8/7 †	1993/9/16	2	2	0.0800	1.7544 *	6	0.0000 ***	3
総合経済対策	細川	1994/1/7	1994/2/8	0	0	0.4428	2.1452 **	5	0.0000 ***	10
緊急円高・経済対策	村山	1995/3/11	1994/4/14	2	4	-0.0422	-0.7709	0	0.0000 ***	0
経済対策	村山	1995/8/9	1995/9/20	4	4	0.2106	2.2443 **	4	0.0023 ***	0
総合経済対策	橋本	1998/2/2	1998/4/24	2	2	-0.0524	-0.5901	10	0.9184	0
緊急経済対策	小渕	1998/9/29 †	1998/11/16	0	0	148.5553	0.0080	0	0.0000 ***	2
経済新生対策	小渕	1999/9/22 †	1999/11/11	3	2	0.4373	3.2762 ***	8	0.0000 ***	10
日本新生のための新発展政策	森	2000/7/28	2000/10/19	3	3	0.2287	0.7008	0	0.0000 ***	0
改革先行プログラム	小泉	2001/7/30 †	2001/10/26	2	2	-0.0364	-0.8360	5	0.0000 ***	2
緊急対応プログラム	小泉	2001/11/19 †	2001/12/14	0	2	0.0123	0.4450	4	0.0000 ***	1
改革加速プログラム	小泉	2002/10/8	2002/12/12	2	3	-0.0492	-1.0641	3	0.5917	0
安心実現のための緊急総合対策	福田	2008/8/2	2008/8/29	1	0	0.3417	0.2308	10	0.0000 ***	0
生活対策	麻生	2008/10/1 †	2008/10/30	2	1	0.1086	1.5267	1	0.0000 ***	7
生活防衛のための緊急対策	麻生	2009/3/15 †	2009/4/10	2	4	0.1240	3.6035 ***	5	0.0000 ***	10

表1：首相による経済対策発表日の介入分析結果

出所：Kameda (2014)より筆者作成