

「債務残高GDP比目標」で何が変わるのか

発表日：2015年2月5日（木）

～“成長重視”へのレジームチェンジ？～

 第一生命経済研究所 経済調査部
 担当 エコノミスト 星野 卓也
 TEL:03-5221-4547

(要旨)

- 「債務残高GDP比」を財政目標として正式に導入するとの観測が高まっている。フロー目標に比べてストック目標の方が名目成長率改善による指標の改善幅が大きくなる性質があり、“成長重視”型の財政目標といえる。
- 債務の発散を防ぐことは財政再建における重要な課題であり、ストック目標の設定に違和感はない。一方で成長重視への傾斜が税制や歳出の構造改革気運を弱める要因になることも考えられる。これが「財政規律の緩み」と市場に捉えられることは必ずしも好ましいことではない。
- 公共投資を資産計上、純資産を債務基準とする案も検討されている模様。しかし、市場がみているのは政府の“債務返済能力”であり、有事の際に道路やトンネルを売却・換金できるのかは疑問。対象資産を流動性のあるものに限るなどの工夫は必要だ。

○財政目標にストック概念を導入へ

政府が、新たな財政目標の基準として、「政府債務残高対GDP比（債務残高額／名目GDP）」を導入するとの観測が高まっている。経済財政諮問会議（2014年12月27日）の公表資料にも、今後の財政政策について「財政健全化の評価に当たっては、成長と財政健全化の関係を明示的に取り扱う観点等から、フローの基礎的財政収支（PB）に加え、債務残高GDP比や資産負債両面を含めたストック指標なども重視する。」と明示されている。今年夏に公表予定の財政再建目標制定に向けて検討が進む見込みだ。

これにはどういった含意があるのだろうか。重要なポイントは、ストック目標が“成長重視型”の財政目標であることだ。資料1では、“1兆円の財政収支額改善”と“1%の名目成長”による「財政収支対GDP比」と「債務残高対GDP比」の変化を示している。“財政収支改善”と“名目成長”によるそれぞれの値の変化をみると、“名目成長”は“財政収支額改善”に比べて、「財政収支対GDP比」の改善幅が小さく、「債務残高GDP比」の改善幅が大きい。ストック目標の債務残高対GDP比は、指標の分子にあたる債務残高が大きな値である分、分母にあたる名目GDPの変化に対する改善幅が大きくなるためだ（補論参照）。

資料1. フロー目標とストック目標

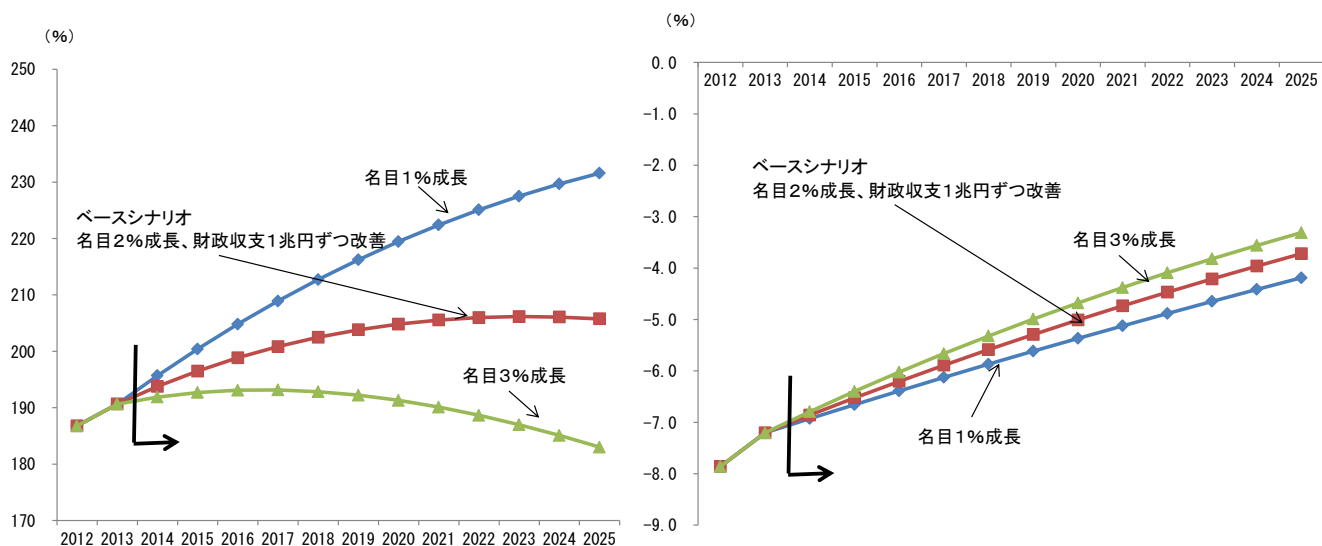
	財政収支（対GDP比）	債務残高（対GDP比）
1兆円の財政収支額改善	0.21%ptの 改善（赤字縮小）	0.21%ptの 改善（低下）
1%の名目成長 （約4.8兆円のGDP増加）	0.07%ptの 改善（赤字縮小）	1.91%ptの 改善（低下）

（出所）第一生命経済研究所作成。（注）2013年度の値をベースに試算。債務残高は、内閣府「中長期の経済財政に関する試算」に採用されている「公債等残高」。財政収支は、国・地方の合算値（SNAベース）。計算の前提は本稿末の補論を参照。

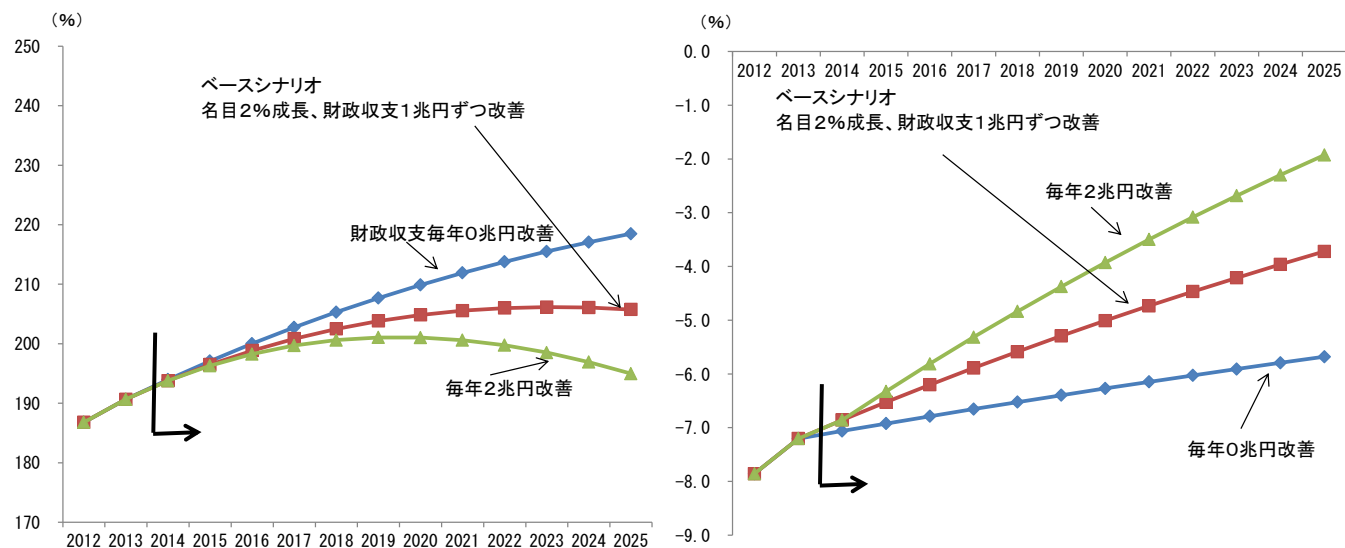
この特徴は長いスパンで見るとよりはっきりしてくる。資料2ではベースシナリオを「毎年1兆円ずつ財政赤字を削減し、名目2%の成長が続く」とおき、そこから (A) 名目成長率を上下1%変化させた場合、(B) 名目財政収支額の削減幅を上下1兆円変化させた場合の、財政収支対GDP比、債務残高対GDP比の2014年度以降の先行きを試算した。名目財政収支の改善は、フローの財政収支対GDP比をより大きく改善させる一方で、名目成長率の改善はストックの債務残高GDP比をより大きく改善させることがわかる。債務残高対GDP比が経済成長によって改善しやすい性質を持つことが、ストック目標が“成長重視”である理由である。

資料2. 名目成長率・名目財政収支額を変化させた場合の債務残高と財政収支（対GDP比）

(A) 名目GDP成長率を変化させた場合の債務残高（左図）、財政収支（右図）



(B) 名目財政収支額を変化させた場合の債務残高（左図）、財政収支（右図）



(出所) 内閣府「国民経済計算確報」をベースに筆者試算。

(注1) 名目GDP比。債務残高は、内閣府「中長期の経済財政に関する試算」に採用されている「公債等残高」。財政収支は、国・地方の合算値(SNAベース)。(注2) (A) 資料の各ケースでは、毎年1兆円ペースで財政収支の改善が進むと想定。各指標の分母のGDPの改善速度の差で、各ケースの財政指標の改善スピードに差異が生じる。(B) 資料の各ケースでは、毎年名目2%の経済成長を想定。2014年度以降の債務残高はt-1時点の債務残高にt時点の財政赤字額を加算することで簡易的に算出(債務の時価変動や金利変動による利払い費の変動は織り込んでいない)。なお、名目成長は分母のGDPのみに影響し、財政収支には影響しないものとしている。(注3) 当研究所の予測を示すものではない。また、この資料は債務残高目標導入による影響を把握するための機械的な試算であり、2014年度以降の値には消費増税や現時点で公表されている予算の内容なども織り込んでいない。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

○財政規律の緩みに繋がらぬように・・・

ストック目標の設定そのものには妥当性がある。債務残高対GDP比は財政の安定性をみるうえで重要な指標のひとつであり、諸外国でも財政健全化目標として採用されているものだ（資料3）。

心配なのは、債務残高GDP比が名目成長を高めることで大きく改善する「成長重視型」の指標であるという性質から、税や歳出の構造改革の気運が弱まることだ。内閣府の中長期試算（2014年7月）の「経済再生ケース」のように、高い経済成長率を前提にすればPB黒字化を達せずとも公債等残高は明確に低下基調入りする。

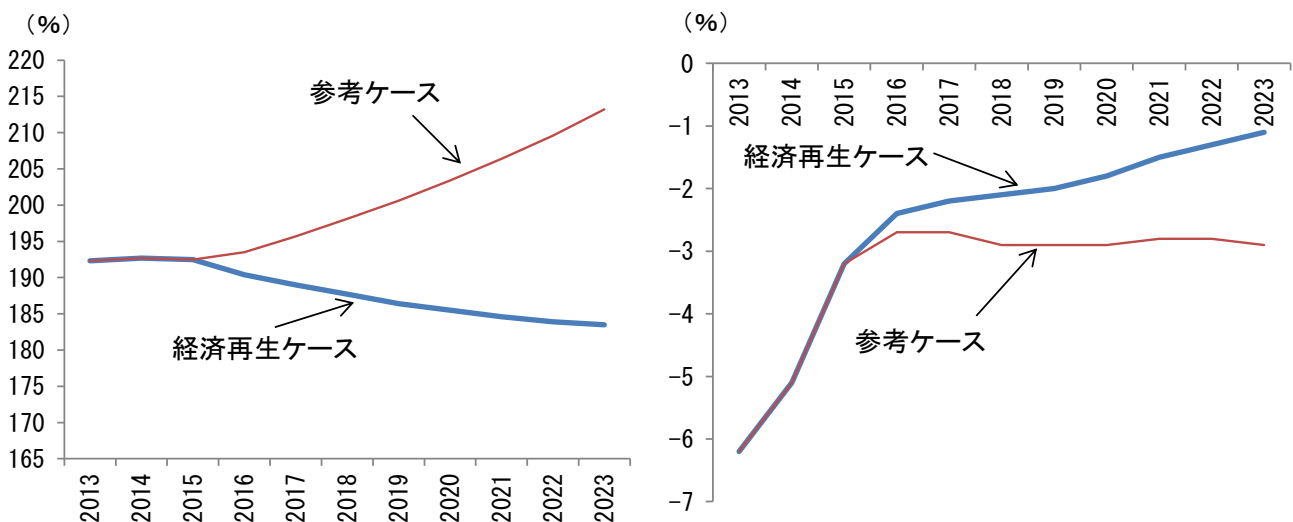
仮に今回の目標見直しでストック目標が過度に重視されれば、「高い経済成長を実現すればOK」という結論に至り、社会保障などの改革が先送り、実際にはその経済成長を実現できずPB目標も債務残高目標も未達成、というバッドシナリオも考えうる。経済財政諮問会議でも示されているように、財政運営はフロー目標とストック目標の両者の達成を目指す形で行い、税や歳出の構造改革によってフローの改善も徐々に進めていくことが望ましいだろう。ストック目標の導入が市場から財政規律の緩みと捉えられることは、政府としても本意ではないはずだ。

資料3. 諸外国の財政ルール

	フロー目標	ストック目標
米国	2014年度予算教書で、10年間で計4兆ドルの財政赤字削減目標	—
EU	域内の財政収支（一般政府）：対GDP比▲3%	域内の債務残高GDP比：60%
ドイツ	構造的財政収支（連邦政府）対GDP比：2016年より▲0.35%以下	債務残高（連邦政府）対GDP比：2017年末までに70%以下、2014年から10年以内に60%以下
フランス	財政収支（一般政府）対GDP比：2015年までに▲3%以下、構造的財政収支：2017年までに均衡	債務残高（一般政府）対GDP比：2018年より60%超の部分を直近3ヵ年平均1/20以上削減

（出所）財務省資料より第一生命経済研究所作成。

資料4. 政府の2014年7月時点の試算（左：公債等残高、右：プライマリーバランス、共にGDP比）



（出所）内閣府「中長期の経済財政に関する試算（2014年7月）」

（注）政府は中長期の経済成長率を名目3～4%程度、実質2%程度と想定した「経済再生ケース」と、名目2%、実質1%程度の「参考ケース」の2種類の試算を公表している。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

○公共投資は「資産」計上？

なお、報道¹によると、ストック目標の対象とする“債務”を総債務ではなく純債務とし、公共投資を資産計上する案も検討されているようだ。詳細はまだ不透明だが、仮にこれが採用されれば国債を発行して公共投資を行った場合、B/S上は資産増、負債増の取引となり、純債務にはニュートラルとなる。つまり、建設国債を発行して公共投資を行っても、財政指標の純債務は悪化しないことになる。

ただ、これには違和感を感じざるを得ない。市場がみているのは、政府の“債務返済能力”である。道路やトンネルを資産計上したとして、果たして有事の際にそれを売却、国債費に充てることができるのだろうか。純債務を目標基準にするにしても、対象資産を流動性のあるものに限るなどの工夫が必要だろう。

補論 資料1の計算

債務残高対GDP比 $f(x, y)$ 、財政収支対GDP比 $g(x, y)$ を以下のとおり定義する。

*名目成長→税収増による財政収支額の改善効果や債務残高の時価変動は捨象している。

$$f(x, y) = \frac{-x_t + X_{t-1}}{y_t}, g(x, y) = \frac{x_t}{y_t}$$

x_t : t年度の財政収支額、 y_t : t年度の名目GDP、 X_t : t年度までの累積債務残高

このとき、各関数の x, y に関する導関数 (x, y 1単位の変化に対する、 f, g の変化量) は、以下のとおりとなる。

$$f'_x(x, y) = -\frac{1}{y_t}, f'_y(x, y) = \frac{-(-x_t + X_{t-1})}{y_t^2}, g'_x(x, y) = \frac{1}{y_t}, g'_y(x, y) = \frac{-x_t}{y_t^2}$$

資料1の値は、ここに2013年度の国・地方の財政収支、公債等残高の値を代入することで算出している。

なお導関数 $f'_y(x, y)$ からも分かるように、債務残高 (GDP比) の名目成長率変化に対する変化量は、債務残高の規模が大きいほどに膨らむ。このため、債務残高規模の大きい国ほど、「債務残高GDP比の安定」というストック目標は「成長重視型」の色彩を強めることになるといえるだろう。

¹ロイター通信 (2015年1月16日)

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。