



日本銀行ワーキングペーパーシリーズ

財政のサステナビリティと 長期金利の動向

中里透*

nakaza-t@hoffman.cc.sophia.ac.jp

副島豊**

yutaka.soejima@boj.or.jp

柴田(中川)裕希子***

粕谷宗久****

munehisa.kasuya@boj.or.jp

No.03-J-7
2003年10月

日本銀行
〒103-8660 日本橋郵便局私書箱30号

* 上智大学、**調査統計局(現考査局)、***元調査統計局、****調査統計局

日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、日本銀行員および外部研究者の研究成果をとりまとめたもので、内外の研究機関、研究者等の有識者から幅広くコメントを頂戴することを意図しています。ただし、論文の中で示された内容や意見は、日本銀行の公式見解を示すものではありません。

なお、ワーキングペーパーシリーズに対するご意見・ご質問や、掲載ファイルに関するお問い合わせは、執筆者までお寄せ下さい。

財政のサステナビリティと長期金利の動向

中里 透*・副島 豊**・柴田(中川)裕希子***・粕谷宗久****

2003年10月

要旨

財政状況の著しい悪化にもかかわらず、日本の長期金利は比較的低位の水準で推移している。本稿では、これを説明する諸仮説について、長期的趨勢要因と短期的要因に分けて考察した上で、(i)主要8か国のデータによる実証、および、(ii)諸外国の事例研究を通して分析を行い、今後の展望を試みた。

Keywords: government bonds, sustainability, long-run interest rate

JEL Classification: H62, E43

本稿の作成にあたっては、岩本康志氏、北村行伸氏、齊藤誠氏、調査統計局のスタッフから有益なコメントを頂いた。才田友美氏には、データの改訂作業を手伝って頂いた。吉田住枝氏には研究の補助をして頂いた。本稿に示された内容や意見は、筆者らが所属する組織の見解を示すものではない。また、あり得べき誤りは筆者らに属する。

* 上智大学経済学部、内閣府経済社会総合研究所 nakaza-t@hoffman.cc.sophia.ac.jp

** 日本銀行調査統計局（現考査局） yutaka.soejima@boj.or.jp

*** 元日本銀行調査統計局

**** 日本銀行調査統計局 munehisa.kasuya@boj.or.jp

第1節 はじめに

90年代入り後の度重なる景気対策と税収の大幅な落ち込みによって、日本の財政状況は著しく悪化し、2003年度末には普通国債残高が450兆円、国と地方を合せた政府長期債務残高が686兆円に達する見通しである。また、フローの財政収支についても、国と地方を合せた財政赤字が2002年度（見込み）で対GDP比7.3%になるなど、フロートとストックの両面において日本の財政状況は先進国中最悪の状況にある（図表1）。このような財政状況の悪化をうけて、近年財政赤字の持続可能性について強い懸念が表明されているが¹、その一方で長期金利（10年債流通利回り）は、1%台半ばの水準で推移しており、現在のところ財政状況の悪化に対する懸念が長期金利の大幅な上昇に結びつく兆しはみられない。このように政府債務の累増がみられる中で長期金利が歴史的に見ても低い水準で推移していることは、それ自体、経済分析の対象として興味深い現象であるが、ひとたび長期金利が上昇に転じた場合、経済に大きな影響をもたらす可能性があるため、長期金利の動向については政策的な観点からも注視していく必要がある。

90年代から今日まで、財政赤字の大幅な拡大にもかかわらず、財政運営に大きな支障をきたすことがなかったのは、長期金利の趨勢的な低下によって利払費が低く抑えられてきたところが大きいの（図表2）。しかしながら、借換債を含めると、毎年度の国債発行額が100兆円に達する現状では、長期金利の上昇が利払費の増加を通じて財政赤字の持続可能性に大きな影響を与えることになる²。また、ここ数年、金融機関が国債保有を増加させており、財政赤字の持続可能性に対する懸念が高まるなど、何らかの契機によって、ひとたび長期金利が上昇に転じると、保有国債の評価損の発生から金融システムの安定性に影響がもたらされる可能性もある。

そこで、本稿では、政府債務が累増するもとで長期金利が依然として比較的低い水準で推移している理由について、幅広い視点から整理するとともに、今後、仮に財政要因によって長期金利の上昇が生じるとすれば、それがどのような形で起こり得るのかについて諸外国の事例を踏まえながらそのシナリオを探り、政策運営上の留意点について検討することとしたい。

¹ 例えば、2001年6月にとりまとめられた財政制度等審議会『財政構造改革部会中間報告』では、「90年代の財政運営による債務残高、財政収支の悪化は、サステナビリティへの信頼を低下させていると考えられ、これに対する市場の評価如何では、金利が上昇に転じる可能性も否定できない」と指摘されている。

² この点については高田・住友[2001]、井堀・中里・川出[2002]を参照のこと。

本稿の次節以降の構成は以下の通りである。まず第2節では、長期金利の決定要因の整理を踏まえて、日本ほか先進国7カ国のデータに基づく計量分析を行い、長期金利の動向を規定する要因について検証する。第2節の分析からは、日本の近年における財政状況の悪化が長期金利の動向に反映されていない可能性が示唆されるが、これが「将来いずれかの時点において財政再建が実現される」という予想を反映したものであるとすれば、財政再建がどのような道筋で達成し得るのが重要な論点となるだろう。一方、市場参加者が債券投資運用に当たって念頭においているタイムスパンが短く、政府の通時的な予算制約が市場参加者に十分意識されていない（もしくはタイムスパンが短いゆえに意識する必要がない）という可能性も考えられる。後者の場合、長期金利の低位安定が将来いずれかの時点で調整を迫られる可能性があるが、この調整がどのような形で起こり得るのが問題となるだろう。そこで、まず第3節では、先進国の財政再建事例について、計量分析や定性的分析から明らかになってきた点を紹介する。第4節では、財政危機に陥った国を例に、調整局面がどのような形を取って表面化したのかを紹介する。第5節では、分析結果を総括する。

第2節 長期金利と財政赤字の計量分析

2.1 長期金利の動向を規定する要因

10年物利付国債の流通利回りをもとに90年代以降の長期金利の推移をみると、91年初に6%台半ばであった長期金利はその後長期的な趨勢としてはほぼ一貫して低下を続け、現在の水準にまで至っている（図表3）。しかしながら、短期的にはこの間数回にわたって金利が上昇する局面も見られており、長期金利の短期的な変動は、数年単位で繰り返される景気循環や時々々の債券需給など、趨勢的な動きを規定する要因とは異なる要因からも強く影響されている。つまり、長期金利の動向を規定する要因について、長期的な趨勢に影響を与える要因と短期的な変動に影響を与える要因に分けて考えることができる。

（長期的な趨勢を規定する要因）

伝統的な長期金利決定理論に基づけば、（名目）長期金利を規定する要因は、実質金利、期待インフレ率及びリスクプレミアムの3つに分けて考えることができる。このうち、実質金利については、将来の実質成長率の見通しを規定するものとして潜在成長率の動向に着目することが適切である。潜在成長率につ

いては 90 年代に下方屈折が生じたとの指摘がみられる (Hayashi and Prescott[2002])³。また、期待インフレ率は、現実の物価の動きを反映して変化する部分が多いと考えられるが、近年の物価動向については、マクロの需給ギャップの拡大や、途上国の生産性向上など海外の供給能力上昇によって、デフレ傾向が続いている。これらの点からすると、90 年代入り後の長期金利の趨勢的な低下と現時点における低位での推移は、潜在成長率の低下と物価の安定を反映した自然な動きとみることできるだろう。

90 年代に日本で生じたもうひとつの大きな変化は、財政赤字の拡大と政府債務の累増であり、この変化が長期金利に与える影響についても注意を払う必要がある。財政状況の悪化が長期金利に影響を与える経路としては、財政支出の拡大が実質金利の上昇をもたらす経路 (クラウディングアウト) と財政赤字の持続可能性に対する懸念がリスクプレミアムの上昇をもたらす経路の 2 つが典型的なものである。実際には、財政赤字の拡大と政府債務の累増にもかかわらず、長期金利は趨勢的に低下しており、いずれの考え方とも整合的でない。⁴こうした 2 つの経路以外にも、「物価水準の財政理論」 (Leeper[1991] , Cochrane[1998]) によれば、財政状況の変化が物価動向を通じて長期金利に影響を与える経路が考えられる。「物価水準の財政理論」においては、将来の財政収支 (プライマリー・バランス) の流れと現時点の名目国債残高を所与として、政府の通時的な予算制約式がみたされるように物価水準が決定される。従って、財政赤字幅が大きく、かつ、今後も財政収支の悪化が見込まれる場合、物価水準の上昇が起こることになり (実質債務残高が減少することで通時的な予算制約式が成立する)、期待インフレ率の上昇を通じて長期金利上昇がもたらされる。この結果は、やはり日本の現状と整合的でない⁵。

³ もっとも、90 年代に成長率が低下した理由については、潜在成長率の低下によるものか需要不足によるものかをめぐって議論が続いている。Hayashi and Prescott(2000)の見解に対する異論については、深尾(2003)及び吉川(2003)を参照のこと。

⁴実際には、財政赤字要因は長期金利を押し上げる方向に働いているものの、潜在成長率の低下が押し下げ要因として強く効いているために、その効果が覆い隠されている可能性もある。

⁵名目金利が下限 (非負制約) に達している場合、物価の調整が将来に先送りされデフレと長期金利の低位安定が物価水準の財政理論によって整合的に説明可能とする見方もある (岩村・渡辺[2002])。

(短期的な変動を規定する要因)

長期金利は90年代入り後、趨勢的に低下を続けてきたが、短期的には循環変動や急騰局面もみられたわけであり、長期金利の短期的な変動は、景気の動向や時々々の債券市場の需給環境、前節で考慮した要因以外から大きく影響を受ける。

長期金利の短期的な変動に影響を与える要因のひとつは、景気循環とこれに対する金融政策の対応である。図表4は短期金利の変化幅(対前年差)と長短スプレッドの関係を図示したものであるが、景気循環の各局面に対応する形で循環的な変動が観察される。図表中の...のようなイールドカーブの動きは、景気動向に対応した金融政策(短期金利の変更)と、市場参加者の景気の先行き(および、それに対応した金融政策)に関する見通しによって生じる。こうしたイールドカーブの変遷を、短期金利変動と長短スプレッドで捉えたと、図表のような回転循環として表現することができる。このように、当面の金融政策の運営に対する見通しが長期金利に影響を与えることを踏まえると、量的緩和政策の導入に伴う政策運営上のコミットメントは長期金利の動向に強く影響を与えるはずであり、いわゆる時間軸効果によって、こうした現象は確認されている⁶。

景気循環による変動要因の他に、債券市場における需給要因があげられる。

⁷ ⁸日本の中心的な国債保有主体は、公的部門(中央銀行、財政融資資金<旧資金運用部資金>、郵貯、簡保、公的年金)と金融機関(銀行、生保、企業年金等)であり(図表5)、これらの保有主体の債券投資に対するスタンスが、債券需給を規定する重要な要因と考えられる。そこで、主体別に近年における国債保有の状況を資金循環表に基づいてみてみる(図表6)。

⁶2001年3月19日の金融政策決定会合における量的緩和政策の採用に際して、日本銀行は「消費者物価指数(全国、除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的にゼロ%以上となるまで」量的緩和を継続するというコミットメントを行なっている。このコミットメントは、金利の期間構造を通じて強力な効果を発揮しており、特に、短期から中期ゾーンにかけてイールドカーブが下に凸となるような押し下げ効果をもたらしている。この点について金利の基幹構造に着目しながら分析を行った研究として小田・小林(2003)がある。

⁷ もちろん債券需給は、需要・供給両サイドともに景気循環や金融政策からの影響を強く受けるため、両要因の間には、税収、財政支出、銀行のアセットアロケーションなど複数の経路を通じた因果性が存在する。

⁸ 債券の需給要因による長期金利の短期的な変動の典型的な事例としては、例えば98年末から99年初にかけての「運用部ショック」がある。重美・加藤・副島・清水[2000]参照。

まず、銀行は 1999 年入り後、保有残高を大幅に増加させてきた。また、簡保など公的部門を含む生損保等の保険は、ここ数年のあいだ一貫して保有残高を増やしているほか、年金も 2001 年入り後、増加に転じている。これらを民間と公的部門に分けてみると、簡保や公的年金の伸びが目立つ（図表 7）。郵貯、簡保、公的年金の国債保有残高が 2001 年に急増しているが、これは財政投融资制度の改革に伴い財投債が発行され、経過措置として郵貯等による引き受けが継続されているためである⁹。

2.2 データによる確認

実証分析に移る前に、長期金利に影響を及ぼすと考えられる各変数と長期金利の関係について 8 개국（日本、アメリカ、イギリス、イタリア、スウェーデン、フランス、ドイツ、カナダ）のデータをもとに確認しておくことにしよう。

（名目成長率と長期金利）

潜在実質成長率と期待インフレ率の代理変数として現実の実質成長率とインフレ率をとると、前節の議論から名目成長率（＝実質成長率＋インフレ率）と長期金利は正相関するはずである。実際、図表 8-1 をみると緩やかな正相関が各国において観察される¹⁰。

（財政赤字と長期金利）

財政赤字は国債発行の増加を通じて長期金利の上昇要因となり得るが、財政収支の対 GDP 比と長期金利の関係をプロットしてみると、明確な負の相関

⁹ 2001 年度についてみると 43 兆円のうち市中消化が 12 兆円、2002 年度は 34 兆円うち 11 兆円が市中消化で、それ以外が公的部門による引き受けとなっている。

¹⁰ 両者の推移にはループ状の動きがあるが、これは長期金利が名目成長率の変動にラグを伴って変動しているためである（図表 8-2）。この点については、1) 期待インフレ率は実現インフレ率をゆっくり反映しながら変化する、2) 金融政策は名目成長率の変化にラグをもって反応する 3) ラグをもって動いているのではなく、財政赤字の拡大に伴うリスクプレミアムが 80 年代以降 90 年代半ばまで長期金利に乗っていた、という 3 つの解釈が可能であろう。足許、名目成長率が長期金利から下方に乖離しているのは日本とドイツのみであるが、日本は累次にわたる景気対策によって、ドイツは東西統一後の財政負担増からいずれも 90 年代に政府債務残高が急増したという特徴がある。

が確認できるのはイタリアとカナダのみであり、日本についてはむしろ 90 年代に財政赤字の拡大と長期金利の低下が同時に生じている（図表 9）¹¹。

（政府債務残高と長期金利）

政府債務残高の増加は長期金利の押し上げ要因になり得るが、この傾向はイタリア、スウェーデンの 70 年代後半から 80 年代全般にかけて観察される程度で、一般的には政府債務残高と長期金利の間に明確な関係はみられない（図表 10）。80 年代に入りインフレが収束していく過程では、長期金利の低下と政府債務残高の増加が生じている。その後、財政再建の過程ではグラフ上でみると天井を横這っており（長期金利のみ低下）、政府債務残高が削減される局面に入ると、むしろ長期金利の低下は止まっている。

（貯蓄投資バランスと長期金利）

国内民間部門の貯蓄超過は、内外の金利裁定が完全な場合は長期金利の低下要因にはならない。しかし、ホームカントリーバイアスが存在するもとは、貯蓄超過はその分長期金利を低下させる要因となる。民間貯蓄投資差額と長期金利の関係をみると、日本とフランスについては両者の間に負の相関がみられるものの、他の国については明確な関係が窺われず、特に、海外からのファイナンスに頼ることのできる米国については、両者は無相関となっている（図表 11）。

（経常収支(累積経常収支)と長期金利）

経常収支(累積経常収支)と長期金利の間にも貯蓄投資バランスの場合と同様に負の相関が観察される可能性がある。図表 12 をみると、経常収支(累積経常収支)については貯蓄投資バランスの場合より明確に負の相関が観察され、その傾向は累積経常収支について顕著である。もっとも、米国、イギリス、カナダについては、累積経常収支と長期金利の間にむしろ正の相関がみられる。

¹¹財政赤字と長期金利の間に明確な相関がみられないことについては、財政赤字の拡大が長期金利の上昇をもたらすという関係の他に、景気の回復局面において、景況感の改善を反映して長期金利が上昇する一方、税収の増加をうけて財政収支が改善するという動きがみられ、データ上両者が混在しているため、という可能性が考えられる。

2.3 回帰分析

(推定方法)

本節では長期金利の決定要因を回帰分析によって確認する¹²。具体的には、2.1 節と同様に 8 か国のデータセットを利用して、名目長期金利を実体経済や物価の状況を表す基礎的な変数と政策運営のスタンスを表す変数に回帰させることによって、長期金利の決定要因を検証する。説明変数は、実質経済成長率・インフレ率・短期金利・(構造的)財政収支・政府債務残高・(累積)経常収支・名目実効為替レートであり、国別に年次データを利用して推定を行なった。

(推定結果)

推定結果は図表 13 の通りである。金融面の要因を表す変数(短期金利)は各国とも有意で符号条件も合っており、他の説明要因と比較して最も明確な関係が示されている。これに対し、実体経済の状況を表す変数(実質経済成長率)はスウェーデンを除いて各国とも有意でなく、足許の実体経済の動向と長期金利の間にはあまり明確な関係が認められないことがうかがわれる¹³。次に、財政面の要因をまずフローの指標(財政収支)についてみると、全体として緩やかな負の相関がみられるものの、国によって結果が異なっており、日本については財政収支と長期金利の間に明確な関係が認められない。また、ストックの指標(政府債務残高)については、各国とも理論から予想される符号条件(プラスの相関)が満たされていない。続いて、経常収支と長期金利の関係をみると、有意なマイナスの相関がみられる国とそうでない国があり、経常収支と累積経常収支のいずれを説明変数とするかによって結果が異なる場合があるが、日本については経常収支・累積経常収支ともマイナスで、さらに累積経常収支は有意な相関が認められる^{14 15}。

¹² 90年代の長期金利の低下要因を計量分析によって検証した先行研究として山口・吉田(1998)がある。

¹³ フィッシャー方程式の成立を前提に、インフレ率の代わりに名目成長率を入れて推定を行っても、名目成長率は有意にならない場合が多い。

¹⁴ 加藤(2003)は、構造 VAR モデルを利用して日米の財政政策効果を分析しているが、日本については、財政支出・減税の両方について長期金利に与える影響が統計的に有意でなかったという結果を報告している。

¹⁵ データをプールし、国別ダミーを入れて回帰を行った結果が、図 13-補に示されている。こうした方法では、一致性は保たれているが、GLS による方法より効率的でなく、仮説検定につきより保守的である。こうした方法でみると、財政収支・政府債務残高は、有意に期待される符号が検出されている。

(日本を対象にした推定結果の解釈)

日本を対象にした推定結果において特徴的なことは、経常収支の説明力が有意であるのに対して、財政収支や政府債務残高の説明力がないということである。長期金利の低位安定について、「日本は経済全体として資金余剰（貯蓄超過）の状況にあり、財政赤字を国内貯蓄でファイナンスすることができるため、財政赤字の拡大は長期金利の上昇につながらない」という指摘がなされることがあるが、本節の推定結果はひとまずこの説明と整合的である。また、第2節で行なったファクトファインディングから、家計・企業から金融仲介機関（銀行・生保・企業年金・郵貯・簡保・公的年金等）を経て、国債市場に資金が向かう制度的枠組みが存在していることも確認されている。

しかしながら、他国と異なり財政収支関連の変数が有意でないことは、財政要因以外の変数を説明変数に加えてコントロールしたとしても、財政赤字が拡大するもとの長期金利の推移をうまく説明できていないか、あるいは、日本については財政赤字の拡大が長期金利の上昇に結びつかない何らかの理由があることを意味する。この結果から、以下の疑問がパズルとして提示されよう。

(長期金利(国債市況)をめぐるパズル)

最近の実証分析によれば、日本の財政赤字は持続可能でなく、発散経路にのっているとの指摘がみられる（土居[2000]）。また、政府や市場関係者からも財政赤字の持続可能性に対する懸念が繰り返し表明され、現在の財政構造改革も、財政赤字の持続可能性に対する懸念が強く意識される中で推し進められている。このように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？ 財政赤字が持続可能でないと判断されたら、長期金利の調整過程は現時点ですぐに発生するはずではないだろうか？

(パズルを説明する仮説)

上記の疑問に対する答えとして2つの見解を提示することができる。

仮説

近い将来、財政構造改革が実施され、財政赤字の持続可能性が確保されるという期待が市場参加者の間で共有されている。実際、近年の先進国の事例で財政が破綻したり、あるいはその過程で資本逃避や通貨危機が発生したケースは存在しない。各国に比べると、日本の潜在的な国民負担率（＝租税負担率＋社会保障負担率＋財政赤字対国民所得比）は依然として低く（図表14）、将来、

国民負担率を引き上げる余地があることもサポート材料として考えられる。小泉内閣の発足当初にみられたように、財政改革に向けた動きが出る度に国債市況が安定するのは、このような市場参加者の期待形成を反映しているためと考えられる。

仮説

市場参加者の収益最大化問題において想定されているタイムスパンが短く、政府の通時的な（無限期間の）予算制約は十分に意識されていない（もしくはタイムスパンの短さゆえ意識する必要がない）。これは、市場参加者が近視眼的であり非合理的に振舞うことを意味しているのではなく、運用結果に関して長期間の責任を負わされない（単年度や半期毎に収益が出ればよい、もしくは運用結果に責任を有する期間において収益を出せばよい）という環境のもとで最適化を行なっているためであり、そのフレームワークのもとでは合理的に行動している。実際、第1節で示したファクターはすべて静学的なもの、もしくは政府の通時的な予算制約との整合性を必要としないものばかりである。従って、市場参加者は無限期間における収益最大化の観点からみて非合理的であるか、上述のような最大化問題のフレームワークにそって合理的に行動しているかのいずれかであると考えることができる。仮に後者の場合には、静学的な長期金利の決定要因が低金利を示唆する限り、そして政府のファンディングが回り続けるかぎり、長期金利は低位に推移するはずである¹⁶。

仮説 と仮説 はいずれも市場参加者の合理的な行動を前提にしたものであるが、仮説 では政府の通時的な予算制約が満たされることを想定している（したがって、無限期間の最適化とも整合的である）のに対し、仮説 では政府の通時的な予算制約が満たされない場合があるという点で大きな違いがある。仮説 が適切であるとすれば、将来いずれかの時点で財政再建が達成される必要があるが、それがどのような形で実現し得るのが論点となるだろう。また、仮説 が妥当である場合には、将来いずれかの時点で調整局面（財政破綻の現実化、長期金利の急騰等）が来るはずであるが、この場合に調整がどのような形で生じるかが問題となるだろう。以下、第3節、第4節では、これらの点について諸外国の事例を踏まえながら検討を行なう。

¹⁶ こうした finite horizon rationality のような考え方を発展させ、必ずしも全てにわたって合理的でないことに着目すると、Lipman (1995), Pesaran(1987), Rubinstein(1998)等の研究分野に関係することになるが、立ち入った分析は今後の課題としたい。

第3節 財政再建：先進国の事例

最近時点における政府債務残高の推移は、一見したところ発散経路上にあるようにみえ、実証分析においても現在の財政赤字は持続可能でないとする指摘がある。しかし、財政赤字が持続可能でないという見方は、現時点の財政運営のスタンスを今後も継続した場合に、その政策スタンスが維持できないということの意味するものであり、将来大幅な政策変更が行われる可能性を考慮に入れたものではない。逆の見方をすれば、現時点の政府債務が発散経路上に乗っているように見えたとしても、将来の政策変更によって政府の通時的な予算制約が満たされることが十分予想される場合には、足許、政府債務の累増と長期金利の低位安定がともに生じていたとしても、それはパズルではないということになるだろう。実際、90年代における米国やイタリアの財政再建の成功例は、現在の日本のような財政状況のもとでも財政再建が達成可能であることを示唆するものといえよう。そこで、本節では、各国の財政再建に向けた取り組みをもとに、いかなる条件のもとであれば財政再建が可能となるのかについて検討する。

（財政再建の計量分析）

財政再建のスキームを考えるにあたっては、増税と歳出削減のいずれに重点を置くべきか、歳出削減を行う場合、どのような経費に重点をおいて削減を行うべきか、増税はどのような形で行うべきか等が問題となるが、この点について Alesina and Perotti[1995,1996]は OECD 加盟国のデータセットをもとに分析を行なっている。この研究によれば、増税よりも歳出削減に重点が置かれ、投資的経費（公共投資等）よりも経常的経費（社会保障関係費、公務員給与等）を中心に歳出削減が行われた方が歳出削減の効果が持続的で財政再建につながりやすいという結果が示されている^{17, 18}。また、増税については、税率の引き上げよりも課税ベース拡大による方が効果的との結論が得られている。

¹⁷投資的経費の削減は、本来更新が必要な施設の更新時期を先延ばしにする等財政負担を先送りする操作に過ぎない場合があるのに対し、義務的経費の性格が強く、政治的に削減がより困難な社会保障関係費や公務員給与にまで踏み込んで歳出削減を行うことは、財政再建に取り組む政府の強い姿勢を示唆しており、このスタンスの違いが財政再建の成否に影響を与えている可能性がある。関連する研究としては Buti et al. (2002)がある。

¹⁸ 公共投資の対GDP比率が高く、新規投資の多い日本では多少事情が異なる可能性があることを考慮に入れておく必要があるだろう。

図表 15・16 は、これを踏まえて 5 か国（アメリカ・イギリス・イタリア・スウェーデン・日本）の歳入・歳出の動向と、歳出の増減に対する支出項目別の寄与度を示したものである。これによると、アメリカ・イギリス・イタリア・スウェーデンの 4 か国では、93 年頃から歳入増と歳出削減の動きがみられたが、この時期以降の財政収支(対 GDP 比)の改善は歳出削減によるところが大きい（図表 15-1～4）。これに対し、日本については歳入が低迷する中で歳出の大幅な増加が生じ、その結果、財政収支が悪化している（図表 15-5）。

歳出削減の内容についてみると、アメリカとイギリスでは 93 年以降、社会保障支払と政府消費の削減が歳出削減に大きく寄与している（図表 20）。また、イタリアについては、94 年以降の政府消費削減等の影響も大きい。それ以上に長期金利の低下に伴う利払費（財産所得支払）の減少が歳出の減少に大きく寄与している。スウェーデンについては 94 年から全体的に歳出の削減がみられる。これに対し、日本では、2001 年以降公共投資等の削減がみられるものの、いまだ全般的な歳出削減には至っていない。

（財政再建ルールの制度化）

財政再建に向けた取り組みにおいては、毎年度の予算をどのように統制するかがひとつのポイントとなるが、予算編成過程は行政部内における調整と議会における審議という政治的意思決定にかからしめられるものであるから、財政赤字の削減を制度的に担保する仕組みの有無や政治的な環境がその成否に影響を与えることが予想される。

一般に、財政再建の達成には、景気循環を超える時間の長さが必要となるため、景気の後退局面において景気対策と財政再建の関係をどのように扱うかが問題となる。これに対処する方法としては 2 つの制度的措置が考えられる。ひとつは財政再建の達成に至るまでの中長期的なプログラムを策定し、財政再建目標とその達成年次を明示することである¹⁹。これによって将来の財政運営の展望が明らかになり、財政再建の継続性が制度的に担保されれば、金利の低下やそれに伴う資産効果等を通じて民需の増加が期待でき、財政再建に伴うマイナスの影響を緩和することが可能になる（Giavazzi and Pagano[1990], Alesina and Perotti[1996]）。もうひとつの方法は、財政再建プログラムに弾力条項を設け、景気の落ち込みが著しい場合には財政再建計画の実施を一時的に停止する

¹⁹ もちろん、このようなプログラムの策定には、予算の単年度主義に伴う欠点を補完するという役割も期待される。

等の措置をとることである。もちろん、このような措置が頻繁に発動されることは、財政再建に対するコミットメントを弱めることになるので、弾力条項の適用要件の厳格化と解除条件の明確化（トリガー制の導入等）を導入時期に行なっておくことが重要となる。²⁰このような財政再建プログラムの中で重要なポイントとなるのは、歳出総額の抑制と歳出の質的改善に向けた具体的な措置が予算編成過程にどのような形で取り入れられていくかということである。各国の財政再建に向けた取り組みをみると、財政収支が改善をみた時期に増税の実施と併せて Cap 制（シーリングの設定）や pay-as-you-go 原則の導入による歳出抑制と歳出内容の見直しが図られており、これらの措置が財政改革において一定の有効性をもつことが示唆される（図表 17）²¹。

第 4 節 財政危機：先進国の事例

第 2 節で議論したように、市場参加者の債券投資に当たっての計画期間が短かく、政府の通時的な予算制約が十分に意識されていない場合には、将来いずれかの時点で調整を迫られる局面があり得よう。本節では、各国の事例をもとにこのような調整がどのような形で訪れるのかという点について整理することとしたい。

（IMF 借款に陥ったイギリス）

1960 年代のイギリスではケインズ主義に基づいて完全雇用が追求され、介入主義的な一連の政策（財政政策による総需要管理、基幹産業の国有化、賃金上昇抑制のための所得政策）により生産性の低下と、財政赤字、経常収支赤字の拡大が進んだ。経常収支赤字の拡大からポンド売り圧力が高まったため、ポンド防衛とインフレの抑制を目指して緊縮的なマクロ政策と市場重視の政策運営がなされたが、二大政党間で政策の揺り戻しが何度も繰り返された。こうした中、第一次石油危機の発生により財政赤字が急速に拡大し、1976 年にはポ

²⁰ 97 年に制定された財政構造改革法（財政構造改革の推進に関する特別措置法）には、当初弾力条項が設けられていなかったため、経済情勢の変化に柔軟に対応することができない、という指摘がみられた。同法は 98 年に改正を経た後停止法が成立し、現在に至っている。施行の停止に際して解除条件が定められたが、停止解除の時期は「我が国経済が回復軌道に入った後に、経済・財政状況等を総合的に勘案して判断」することとされており、コミットメントは必ずしも明確なものとなっていない。

²¹ 均衡財政ルールが存在や予算編成過程の透明性の確保等をはじめとするコミットメントの強さが財政の健全化の程度に影響を与えることはこれまでの実証研究の結果からも支持される（Von Hagen and Harden[1995], Poterba[1997]）。

ンド切り下げで経済の立て直しを図ったが、穏やかな誘導に失敗してポンドが暴落、通貨危機が発生して、財政支出削減を条件にIMF借款を受けることとなった（経済企画庁 [1976]）。70年代のインフレ進行で長期債の発行環境が悪化し（利回りの上昇と消化難）、短中期債のウェイトが増加したことから、必要な資金調達額を確保するためにインフレリスクがない物価連動債の発行が1981年より開始された²²。

（資金繰りが自転車操業化したイタリア）

イタリアでは70年代半ば以降、インフレの進行により国債評価損の発生が相次ぎ、長期債が投資家に受け入れられなくなった。このため、1981年には発行済み国債の約60%が1年以下の残存期間となり、平均残存期間が1.5年以下となった（図表18）。この事態に対応するため、変動利付債の発行により残存期間を延ばし、借換えリスクの抑制を図ったが、1987年以降の国債価格下落で再び中・長期債の発行が困難となり、残存期間は短期化傾向をたどった²³。この時期には、国債のデフォルトリスクが意識されており、TB利回りが金融機関の発行するCD金利を常に上回っていた（図表19）²⁴。80年代の高インフレ・高金利の時期に公債残高が増加したイタリアでは、プライマリーバランスが改善しても利払費の圧縮が進まなかったため、財政再建に多年を要することとなった（図表20-2）²⁵。

（双子の赤字に直面したものの危機が表面化しなかった米国）

80年代の米国では、ドル高政策を採用したレーガン政権のもとで、国際競争力の低下、輸入の増加、減税と財政支出の拡大等を通じて、財政赤字と経常収支赤字が急速に拡大し、サステナビリティの欠如が懸念された。しかしなが

²² 物価連動債の発行については発行コストの抑制や国債の発行形態の多様化もその理由としてあげられる。物価連動債の詳細については北村[1995]を参照のこと。

²³ 変動利付債のクーポンレートは1年物TB金利に連動していたが、85年以降、政府が1年物TB金利を人為的に3・6ヶ月TB金利より低く誘導したため、応募が発行額の半分にも満たない事態がしばしば発生するなど変動利付債の発行自体が困難になった点もその背景にある。

²⁴ 同様に政府債務の対GDP比率が高かったベルギーでもTBとCDの利回り逆転が発生している（図表19）。

²⁵ 米国ではプライマリーバランスの改善から利払費込みの財政収支赤字の脱却まで6年であったのに対し、イタリアでは13年を要している。

ら、不動産バブルの崩壊、S & L 危機、中南米における不良債権問題の発生等にもかかわらず、政府は資金繰り難に陥らなかった。これは、基軸通貨国である米国の国債が世界中の資本の受け皿として機能していたことに加え、20 年債や 30 年債を発行し平均残存期間をのばしたことが寄与している(図表 21)。長期金利高のもとでは債務を短期でローリングさせた方が借入コストを低く抑えられるにもかかわらず、あえて残存期間を長期化させる政策が採られたのは借換えリスクを回避するためである。結果的には、その後、ブッシュ・クリントン政権下で財政改革が進展し、財政危機は表面化しなかった。

このように、財政危機が現実のものとなるか否かはその時点の経済環境や政策対応に依存しているが、危機が表面化する場合には、「市場からの圧力」として、長期債の入札不調(長期金利高)、発行年限の短期化、資本逃避、為替安の発生がみられる。

第 5 節 まとめ

本稿では財政赤字の持続可能性が懸念される状況のもとで、長期金利が依然として低位に推移している理由について、幅広い視点から検討を行なった。日本を対象にした実証分析の結果からは、これまでのところ、財政状況の悪化が長期金利の上昇に結びついていない可能性が示唆されたが、この点については「将来いずれかの時点で財政再建が実現可能であり、市場参加者は将来の財政収支の改善を見込んで行動している」という見方(仮説)と「市場参加者の債券投資にあたっての計画期間が短く、政府の通時的な予算制約が投資家に十分意識されていない」という見方(仮説)を提示した。

各国それぞれ事情が異なり、必ずしも日本にそのまま適用できるわけではないが、90 年代の米国の経験は、財政状況の悪化が必ずしもただちに財政危機に結びつくものではなく、社会保障関係費の削減等にまで踏み込んだ財政再建等によって財政危機の回避が可能であることを示唆するものであり、仮説で示された見方が一定の妥当性をもつものといえよう。もっとも、70 年代のイギリスや 80 年代のイタリアのケースにみられるように、財政状況の悪化がインフレの進行と相まって国債市況の悪化をまねき、財政危機が現実のものとなる可能性も皆無ではない。たとえば、日本の金融機関による金利リスクテイク余地が狭まってきている可能性も考慮に入れておく必要があるだろう。また、齊藤[2002]が指摘しているように、物価・金利の低位安定期待のもとで、大量発行された国債がシ団引受等を通じて金融機関によって吸収され、潜在的な金

利リスクが金融セクターに偏在してしまったことから、経済がインフレに対して脆弱な構造になっていることにも注意が必要である。

このような状況のもとで、今後も国債市況の安定を確保していくためには、歳出抑制に向けた制度的措置等により財政規律の確保を図り、節度ある財政運営に努めるとともに、長期国債の買い切りオペ増額など財政規律の弛緩を予想させる政策変更が国債市況反落に繋がりうるリスクを適切に評価し、金融政策の安定的な運営を確保していくことが必要である。また、金融機関や家計、公的機関といった経済主体のうち、誰がどの程度金利エクスポージャーを抱えることができるか、あるいは抱えるべきかについて、経済主体毎のリスク耐性を勘案しつつ判断していくことも重要な課題である。

以 上

参考文献

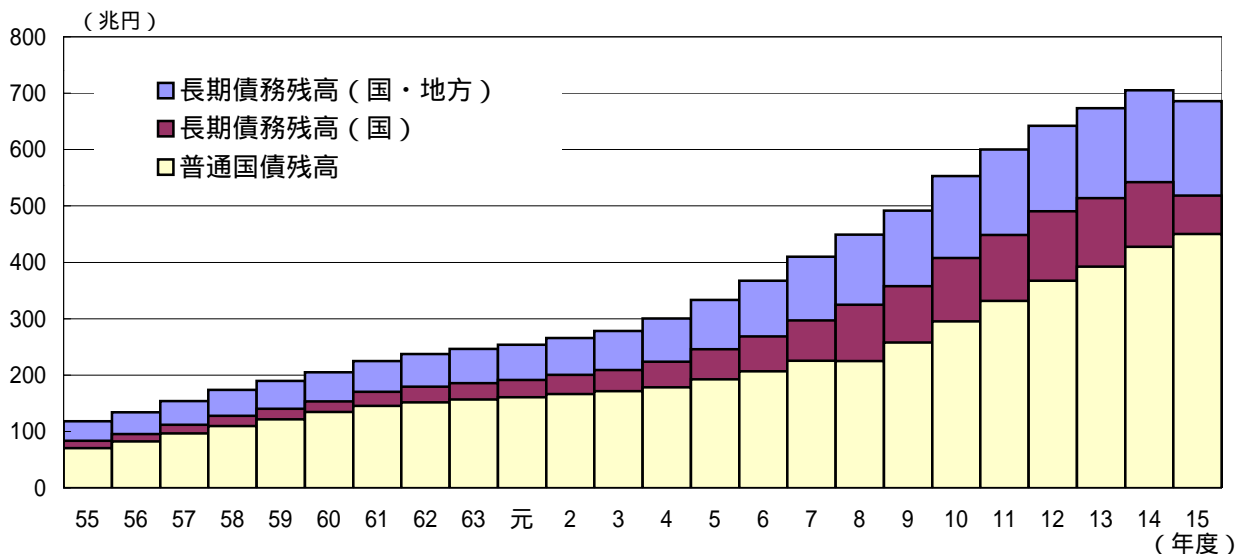
- 井堀利宏・中里透・川出真清(2002)「90年代の財政運営：評価と課題」『フィナンシャル・レビュー』第63号,財務省財務総合政策研究所.
- 小田信之・小林洋史(2003)「長期金利の変動をどう理解するか? : マクロ経済モデルを利用した期待短期金利成分とリスクプレミアム成分への分解」, 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No. 03-J-4.
- 加藤涼(2003)「財政政策乗数の日米比較」, 『日本銀行国際局ワーキングペーパーシリーズ』03-J-4、日本銀行国際局.
- 北村行伸(1995)「物価インデックス債と金融政策」『金融研究』第14巻第3号, 日本銀行金融研究所.
- 経済企画庁(1976)『昭和51年・年次世界経済報告』.
- 齋藤誠(2002)『先を見よ、今を生きよ 市場と政策の経済学』日本評論社.
- 高田創・住友謙一(2001)『国債暴落』,中公新書.
- 土居丈朗(2000)「我が国における国債の持続可能性と財政運営」『経済分析:政策研究の視点シリーズ』第16号, 経済企画庁経済研究所.
- 富田俊基(2001)『日本国債の研究』,東洋経済新報社.
- 深尾光洋(2003)「長期不況の主因は需要不足にある」岩田規久男・宮川努編(2003)『失われた10年の真因は何か』, 東洋経済新報社.
- 本間正明(2001)『財政危機「脱却」: 財政構造改革への第1歩』東洋経済新報社.
- 重見庸典・加藤壮太郎・副島豊・清水季子「本邦国債市場における市場参加者行動と価格決定メカニズム 98年末から99年中の市場の動きを理解するために」『金融研究』第19巻別冊2号、日本銀行金融研究所.
- 山口智之・吉田知生(1998)「最近の国債金利低下の背景について」『日本銀行調査統計局ワーキングペーパーシリーズ』98-1,日本銀行調査統計局.
- 吉川洋(2003)「過ぎたるはなお及ばざるが如し?!」岩田規久男・宮川努編(2003)『失われた10年の真因は何か』, 東洋経済新報社.
- 渡辺努・岩村充(2002)「ゼロ金利制約下の物価調整」『フィナンシャル・レビュー』第64号,財務省財務総合政策研究所.
- Alesina, Alberto and Roberto Perotti(1995) "Fiscal Expansions and Adjustment in OECD Countries", *Economic Policy* 21, pp207-248.
- Alesina, Alberto and Roberto Perotti(1996) "Fiscal Adjustment in OECD Countries: Composition and Macroeconomic Effects", *NBER Working Paper* #5730.
- Buti, Marco; von Hagen, Jurgen; Martinez-Mongay, Carlos (2002) *The behaviour of fiscal authorities: Stabilization, growth and institutions*, Houndmills, U.K. and New York: Palgrave.

- Cochrane, John (1998) "A Frictionless View of U.S. Inflation", *NBER Macroeconomics Annual*, pp323-384.
- Giavazzi, Francesco and Marco Pagano(1990) "Can Severe Fiscal Contractions Be Expansionary? Tales of Two Small European Countries", *NBER Macroeconomics Annual*, pp75-111.
- Hayashi, Fumio and Edward Prescott(2002) "The 1990s in Japan: A Lost Decade", *Review of Economic Dynamics* 5, pp206-223.
- Leeper, Eric (1991) "Equilibria under 'Active' and 'Passive' Monetary and Fiscal Policies", *Journal of Monetary Economics* 27, pp129-147.
- Lipman, Barton L.(1995) "Information Processing and Bounded Rationality: A Survey," *Canadian Journal of Economics*,. Vol. 28 (1), pp. 42-67. February.
- Pesaran, M Hashem (1987) *The limits to rational expectationism*, Oxford and New York: Blackwell.
- Poterba, James (1997) "Do Budget Rules Work?", in Auerbach, Alan J., ed., *Fiscal Policy: Lessons from Economic Research*, Cambridge and London: MIT Press, pp.53-86.
- Rubinstein, Ariel (1998) *Modeling bounded rationality*, Cambridge and London: MIT Press.
- Von Hagen and Harden(1995) "Budget Process and Commitment to Fiscal Discipline", *European Economic Review* 39, pp771-779.

(図表 1)

公債残高

(1) 公債残高 (長期債務残高 < 国・地方 >) の推移



(注) 13年度までは実績値、14年度は補正後、15年度は予算ベース。

(2) 財政収支・債務残高の国際比較 (対GDP比)

国及び地方の財政収支

(GDP比、 %)

(暦年)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
日本	1.5	0.7	1.6	4.5	4.7	6.0	6.5	5.3	6.7	8.1	7.9	7.6	8.2	7.7
米国	5.4	5.9	6.7	5.7	4.5	3.9	3.1	2.0	0.9	0.7	0.1	2.1	4.6	4.7
英国	1.6	3.1	6.4	7.9	6.7	5.8	4.4	2.2	0.2	1.1	3.9	0.7	1.4	1.4
ドイツ	2.0	2.9	2.6	3.1	2.4	3.3	3.4	2.7	2.2	1.5	1.1	2.8	3.7	3.3
フランス	2.1	2.4	4.2	6.0	5.5	5.5	4.1	3.0	2.7	1.6	1.3	1.4	2.7	2.9
イタリア	11.8	11.7	10.7	10.3	9.3	7.6	7.1	2.7	3.1	1.8	0.6	2.2	2.3	2.1
カナダ	5.8	8.4	9.1	8.7	6.7	5.3	2.8	0.2	0.1	1.7	3.1	1.8	0.6	0.5

(資料) OECD/エコノミック・アウトルック [72号 (2002年12月)]。計数はSNAベース、一般政府。
ただし、修正積立方式の年金制度を有する日本及び米国は、実質的に将来の債務と考えられる
社会保障基金を除いた値。仮にこれを含めれば、以下のとおり。

(暦年)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
日本	1.9	1.8	0.8	2.4	2.8	4.2	4.9	3.7	5.5	7.1	7.4	7.2	7.9	7.7
米国	4.3	5.0	5.9	5.0	3.6	3.1	2.2	0.9	0.3	0.7	1.4	0.5	3.1	3.0

(注) 日本政府推計による中央政府及び地方の財政収支の対GDP比(年度、SNAベース)は、
2002年度 7.7%程度(補正後)、2003年度 8.1%程度。

国及び地方の債務残高

(GDP比、 %)

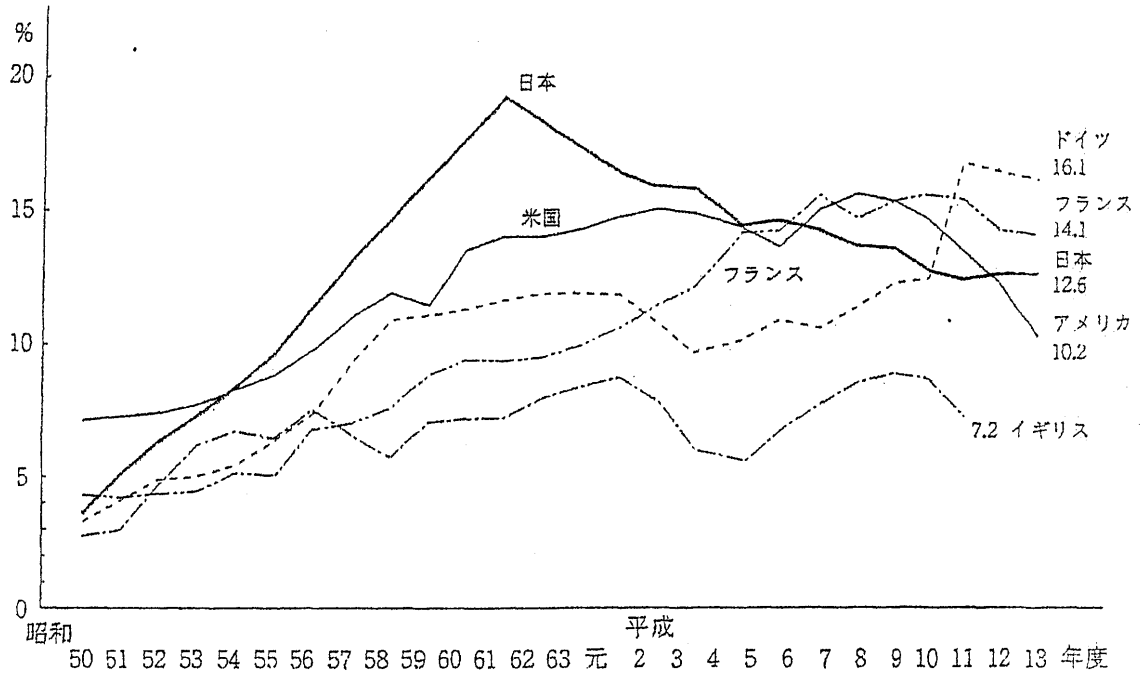
(暦年)	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
日本	64.6	61.1	63.5	69	73.9	80.4	86.5	92	103	115.8	123.4	132.6	142.7	151
米国	66.6	71.4	74.1	75.8	75	74.5	73.9	71.4	68.3	65.3	59.5	59.7	60.7	62
英国	44.4	44.3	49.2	58.1	55.8	60.6	60.1	60.5	61.5	56.3	51.5	50.7	50.8	50.9
ドイツ	41.5	38.8	41.8	47.4	47.9	57.1	60.3	61.8	63.2	61.2	60.5	60.2	62.4	63.7
フランス	39.5	40.3	44.7	51.6	55.3	62.9	66.5	68.2	70.4	66.2	65.4	65	66.7	68.4
イタリア	97.2	100.6	107.7	118.1	123.8	123.2	122.1	120.2	116.3	114.5	110.5	109.8	109.6	108.1
カナダ	75.1	82.8	90.9	96.2	97.2	99.9	99.2	97.5	94.3	92.5	83.3	83.2	81.2	78.9

(資料) OECD/エコノミック・アウトルック [72号 (2002年12月)]。計数はSNAベース、一般政府。

(注) 日本政府推計による中央政府及び地方の債務残高の対GDP比(年度、SNAベース)は
2002年度末153.4%程度(補正後)、2003年度末163.3%程度。

(図表 2)

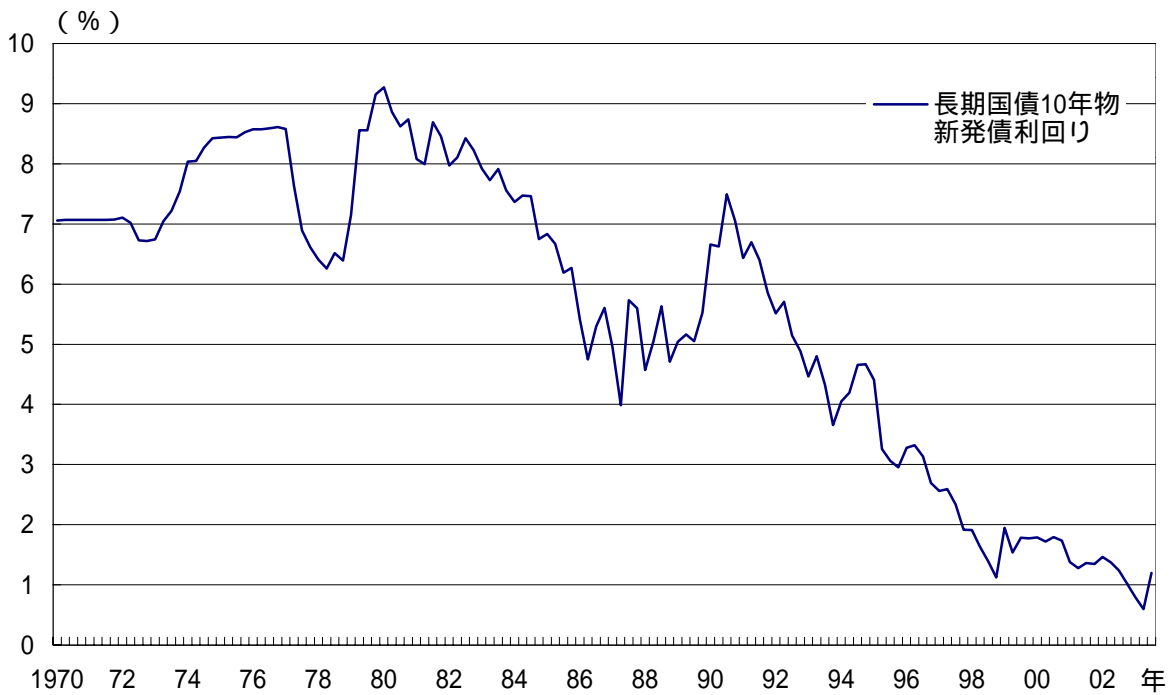
利払比率の国際比較 (金利の趨勢的低下で小康状態)



(出所) 財団法人大蔵財務協会 (2001)

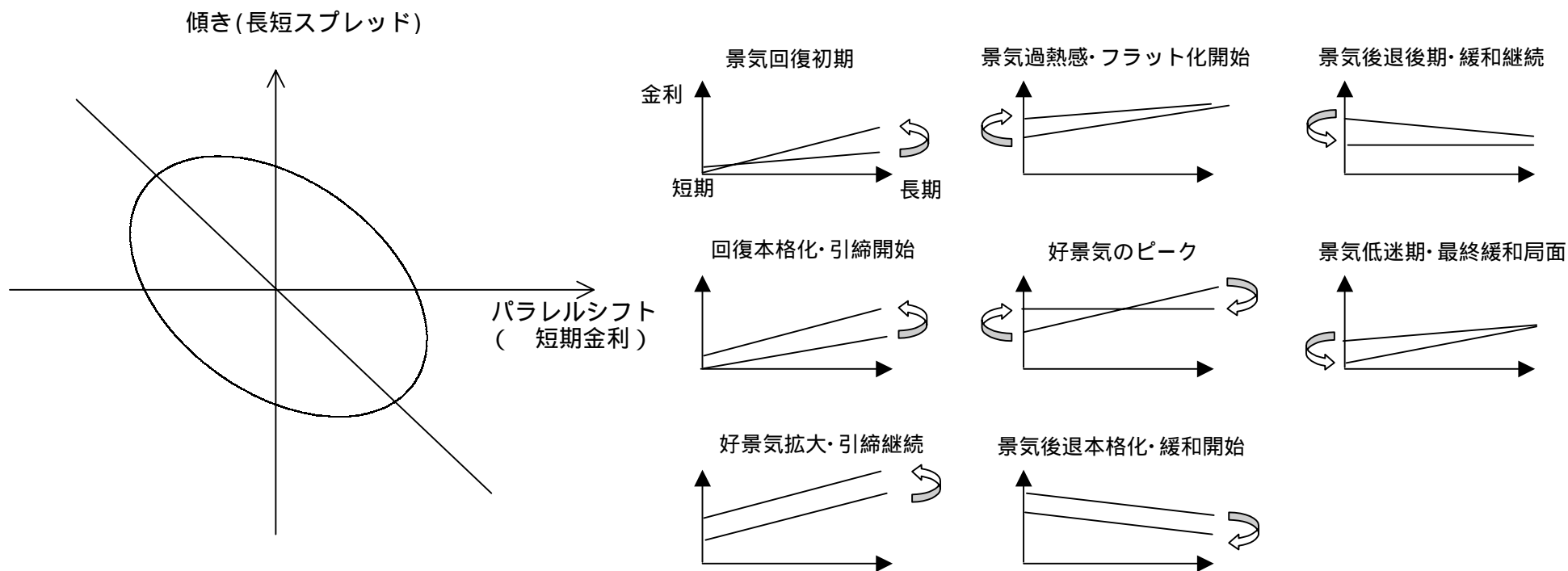
(図表 3)

長期金利の推移

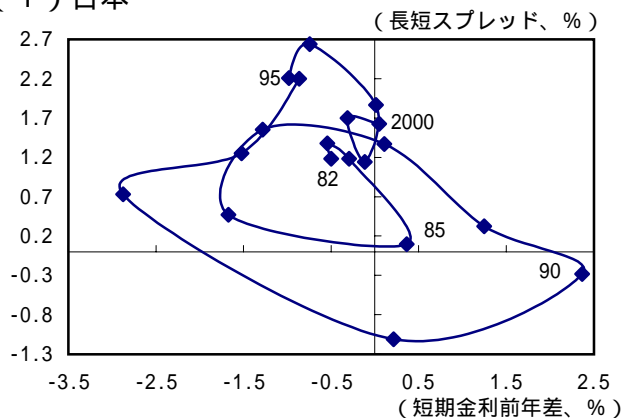


(注) 長期国債 (10 年物) 新発債利回りは、日本相互証券の公表値。
98 / 4 Q 以前は 10 年物国債最長期物。85 / 4 Q 以前は月末値、
86 / 1 Q 以降は月中平均値、四半期平均。

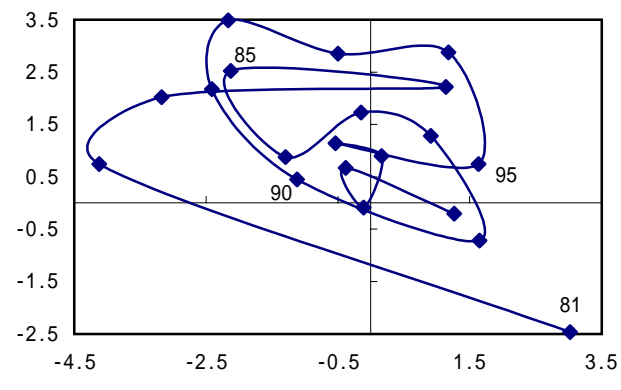
景気循環とイールドカーブの循環変動



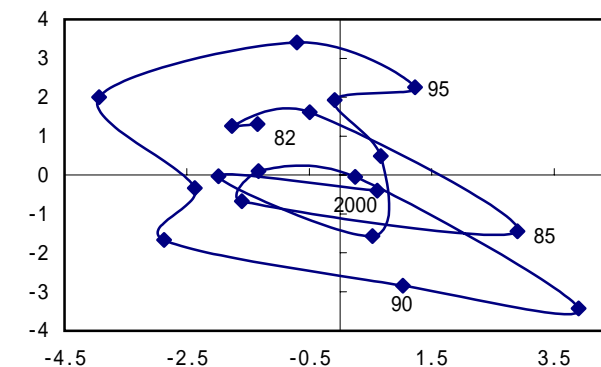
(1) 日本



(2) アメリカ

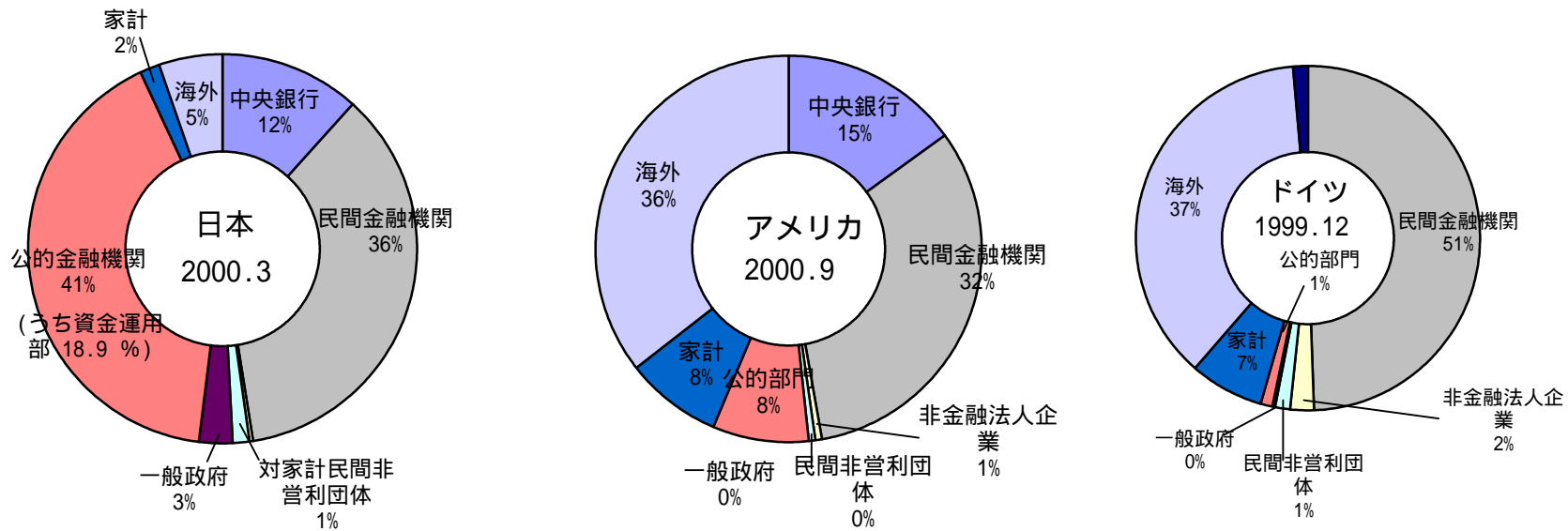


(3) イギリス



(図表 5)

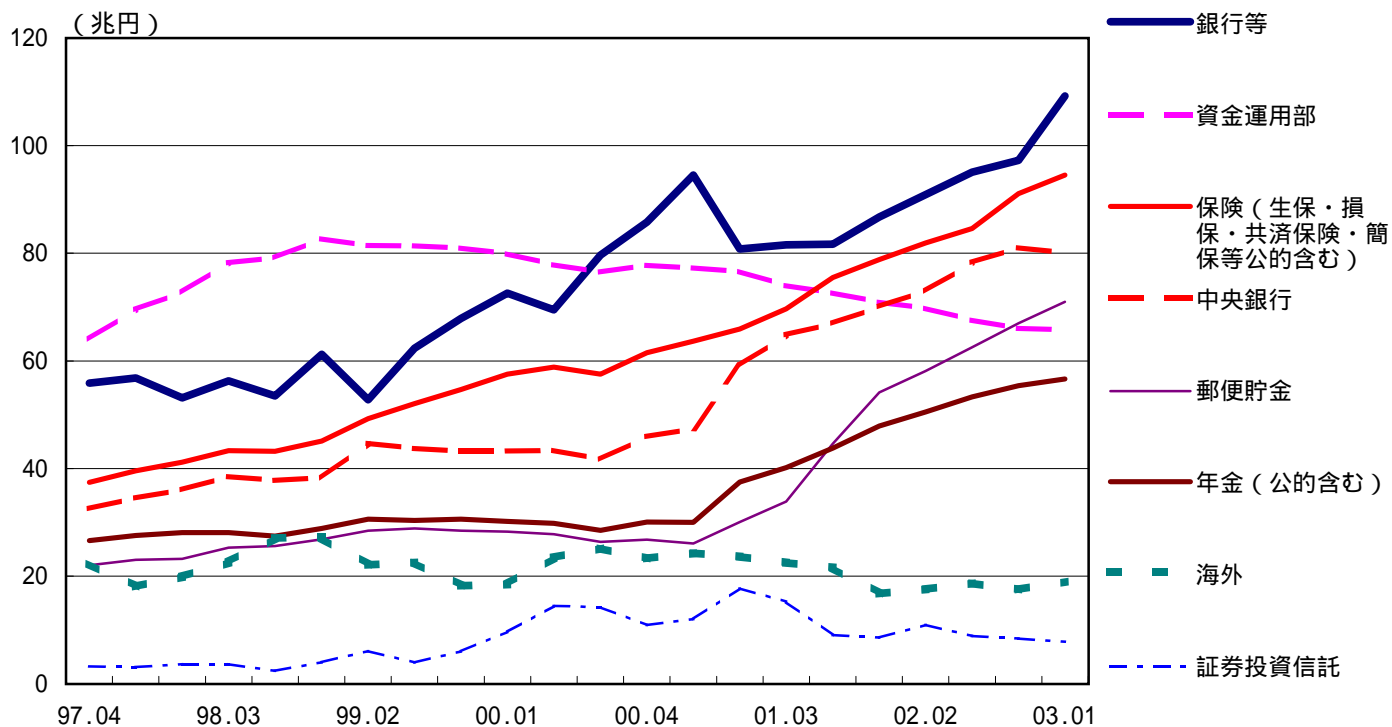
日・米・独の国債保有者別内訳



(出所) 日本銀行「資金循環統計」富田俊基「日本国債の研究」

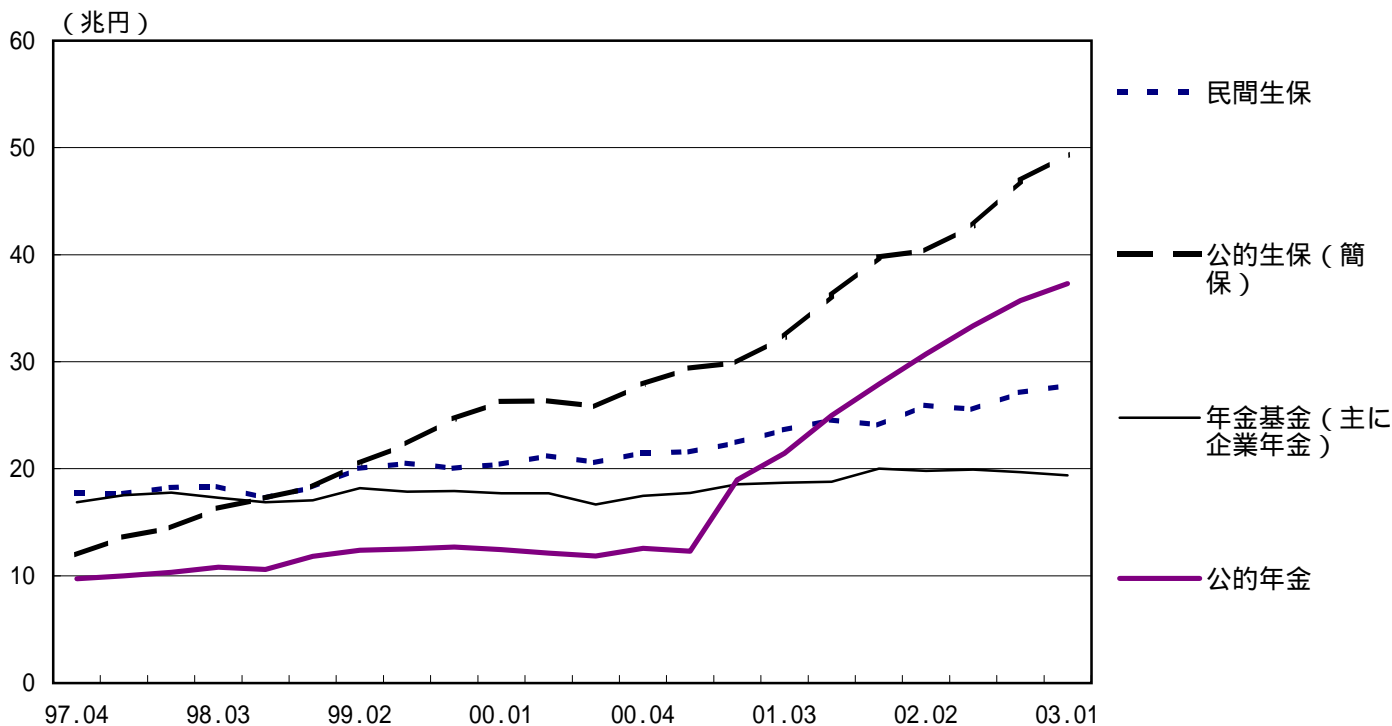
(図表 6)

国債保有者別残高推移 1



(図表 7)

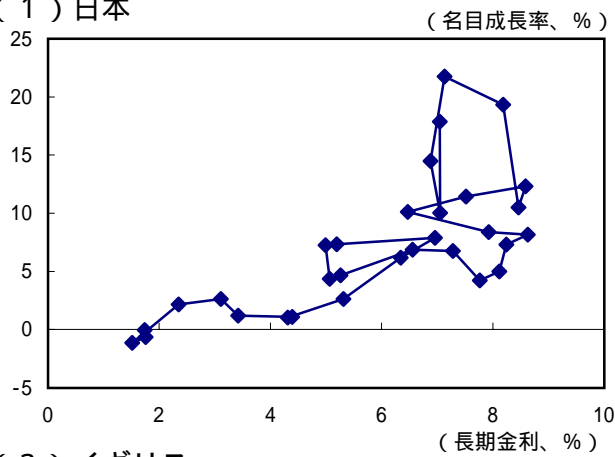
国債保有者別残高推移 2



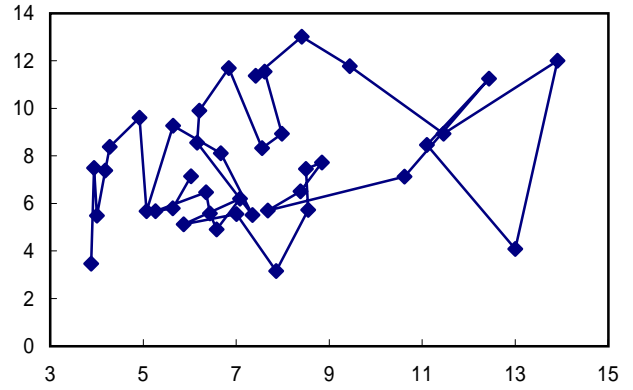
(資料) 日本銀行「資金循環統計」

名目成長率と長期金利

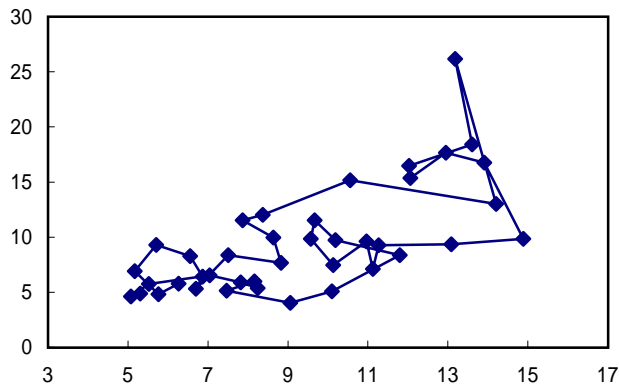
(1) 日本



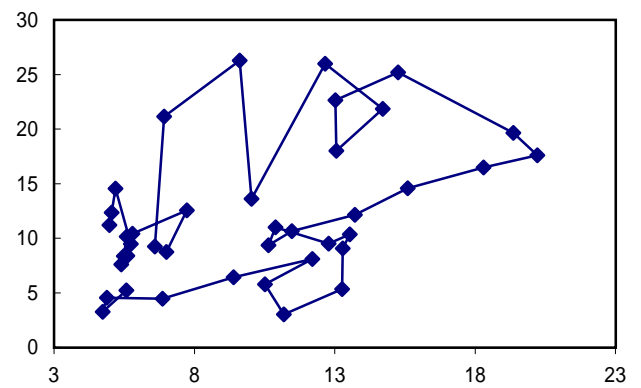
(2) アメリカ



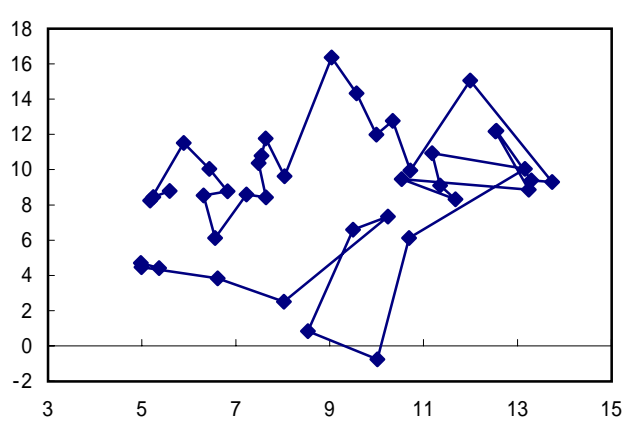
(3) イギリス



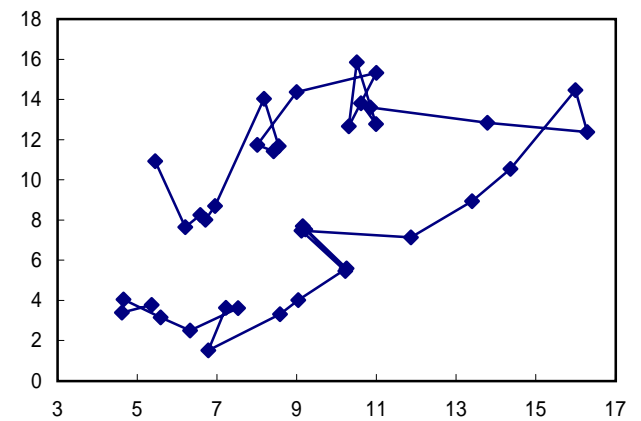
(4) イタリア



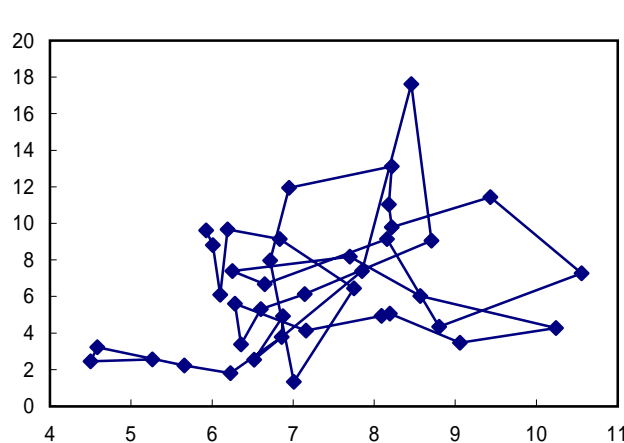
(5) スウェーデン



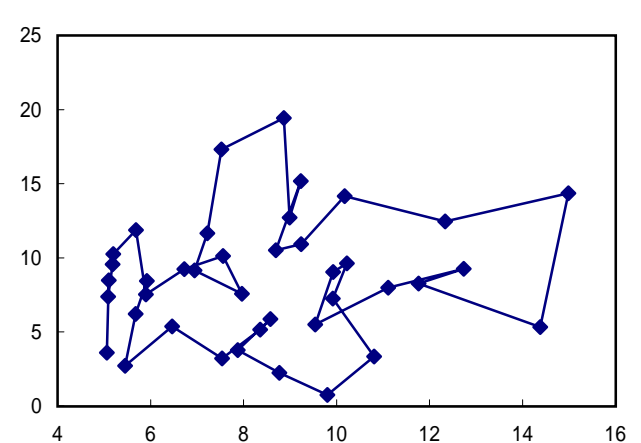
(6) フランス



(7) ドイツ

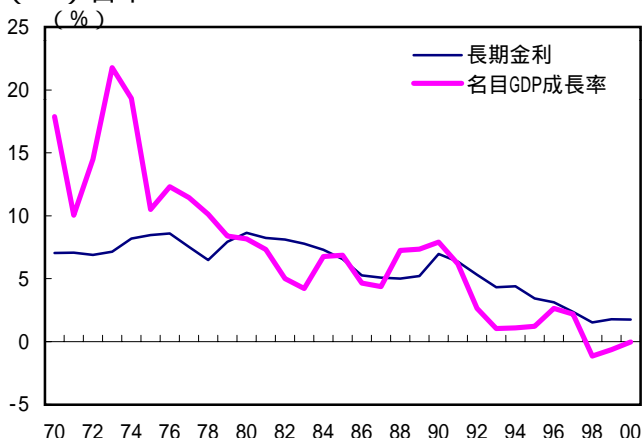


(8) カナダ

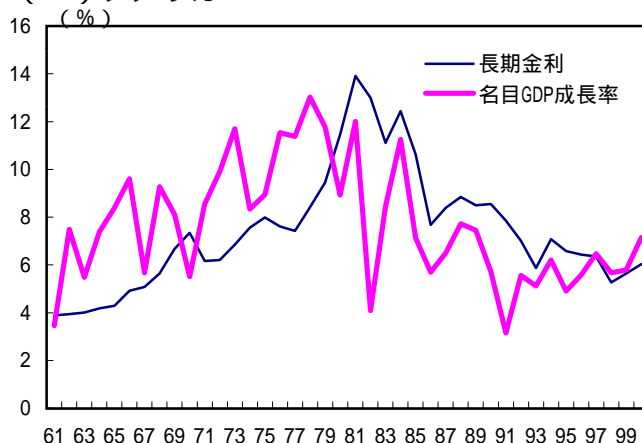


名目成長率と長期金利

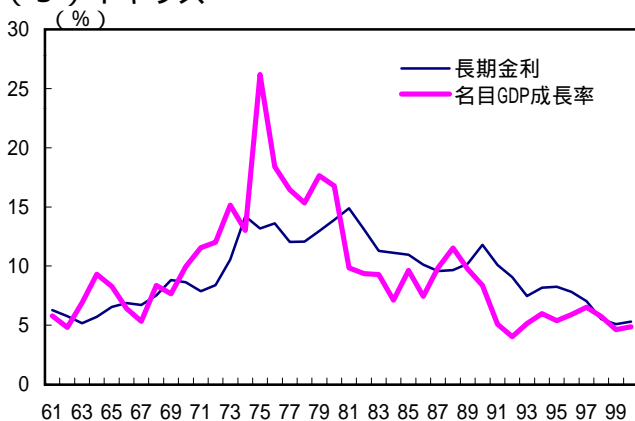
(1) 日本



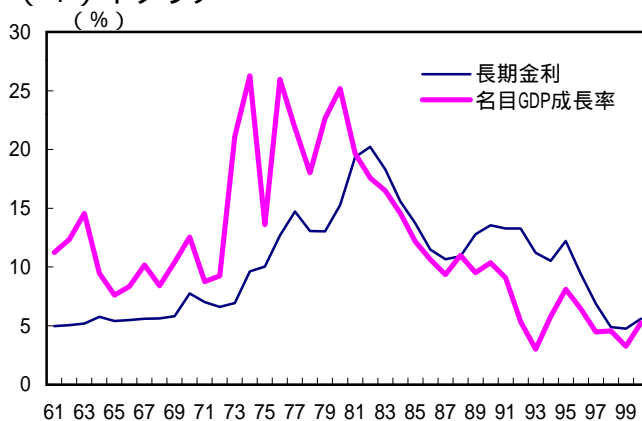
(2) アメリカ



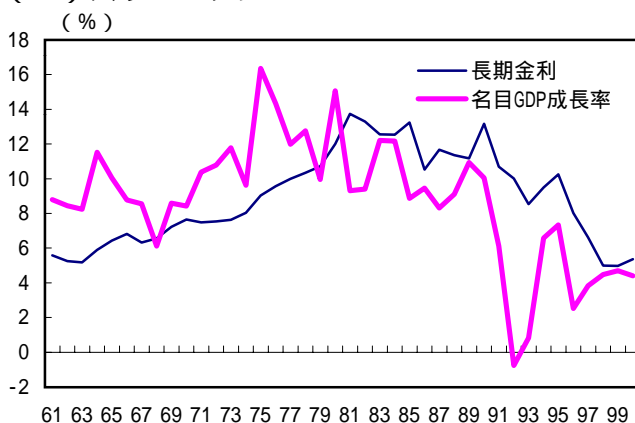
(3) イギリス



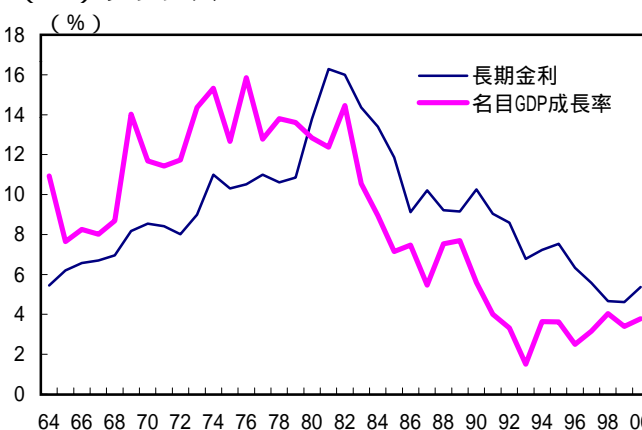
(4) イタリア



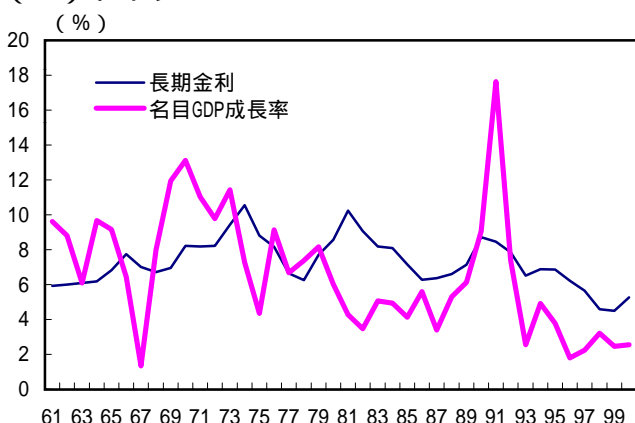
(5) スウェーデン



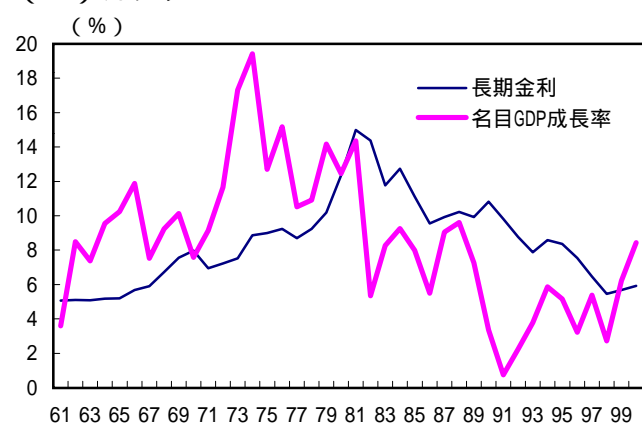
(6) フランス



(7) ドイツ

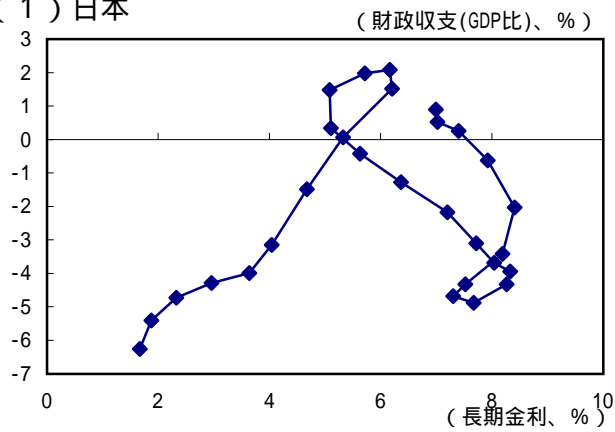


(8) カナダ

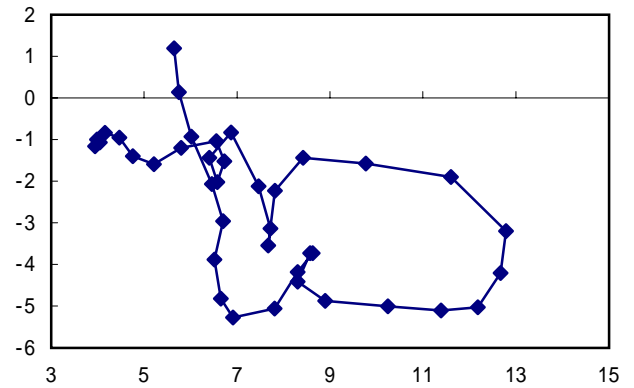


財政収支(GDP比)と長期金利 < 3年移動平均 >

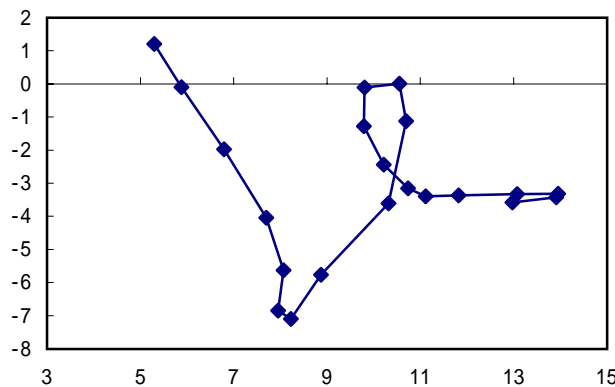
(1) 日本



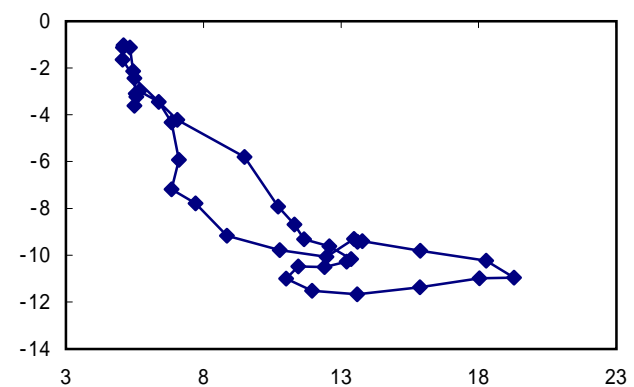
(2) アメリカ



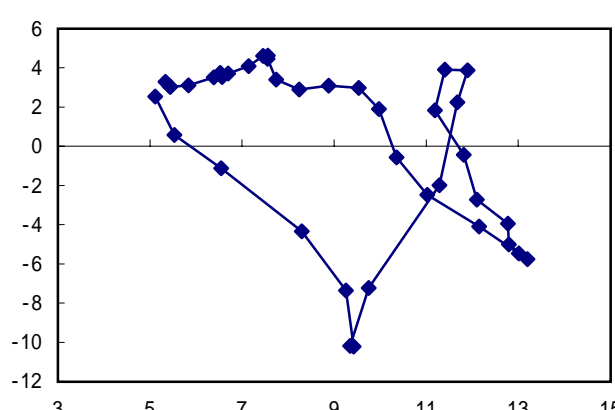
(3) イギリス



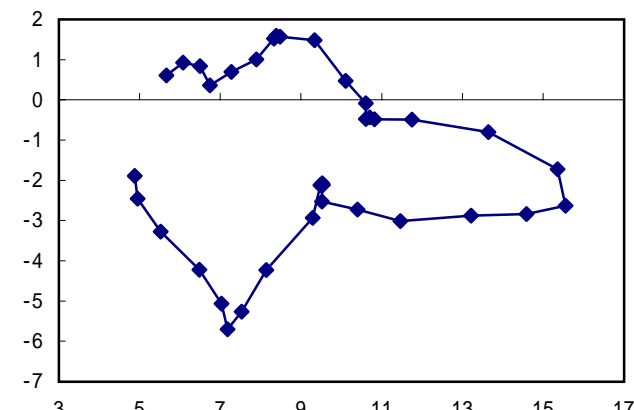
(4) イタリア



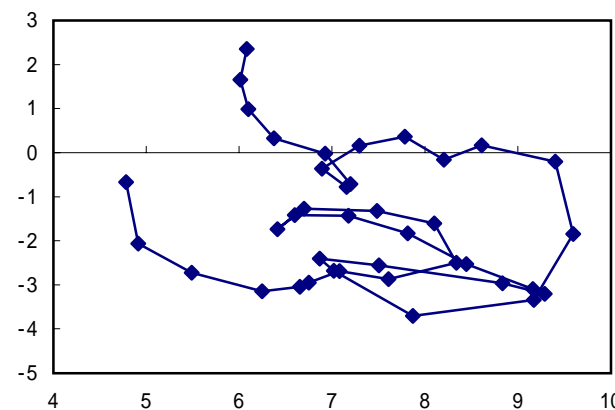
(5) スウェーデン



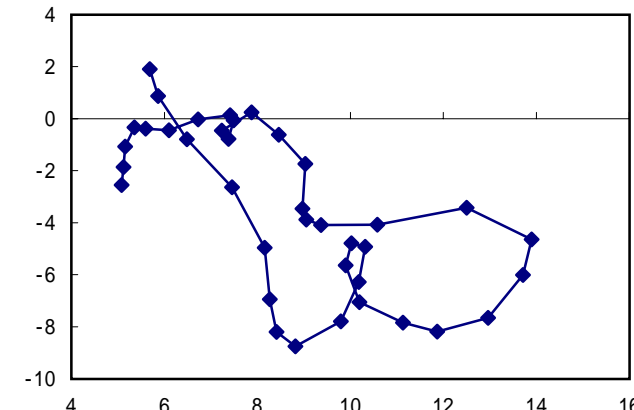
(6) フランス



(7) ドイツ



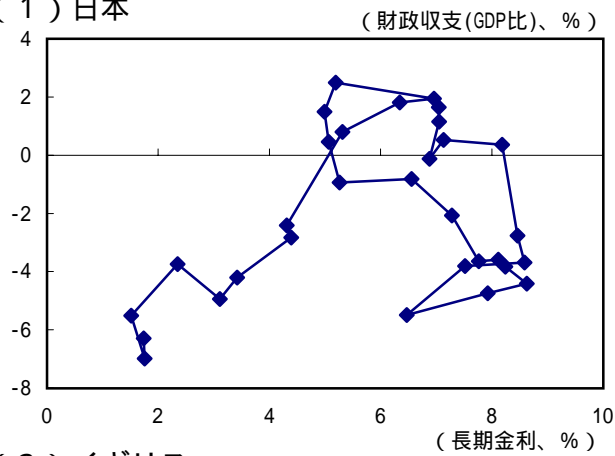
(8) カナダ



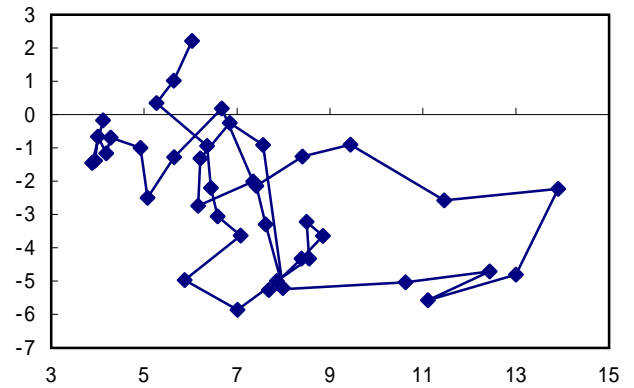
(資料) 国民経済計算年報、OECD Economic Outlook 2001 June

財政収支(GDP比)と長期金利

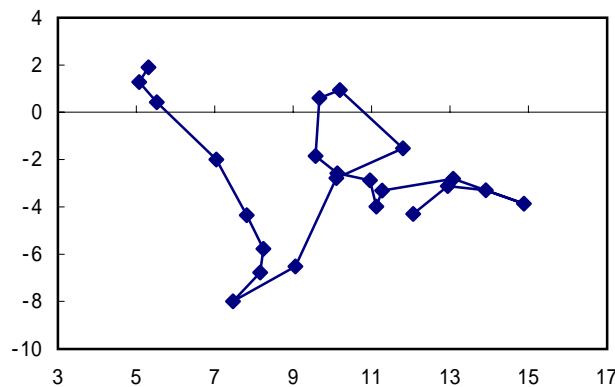
(1) 日本



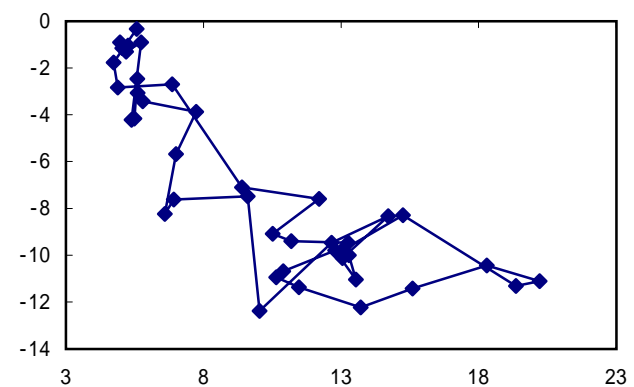
(2) アメリカ



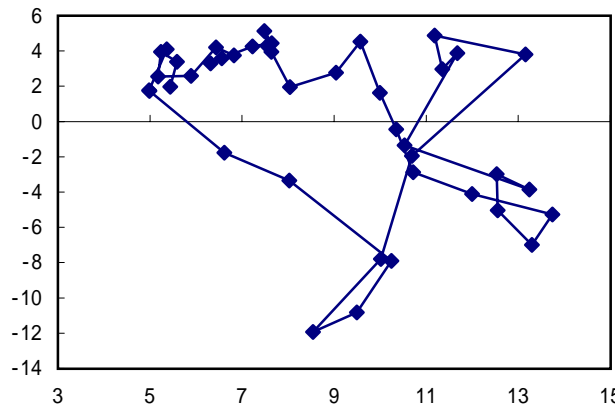
(3) イギリス



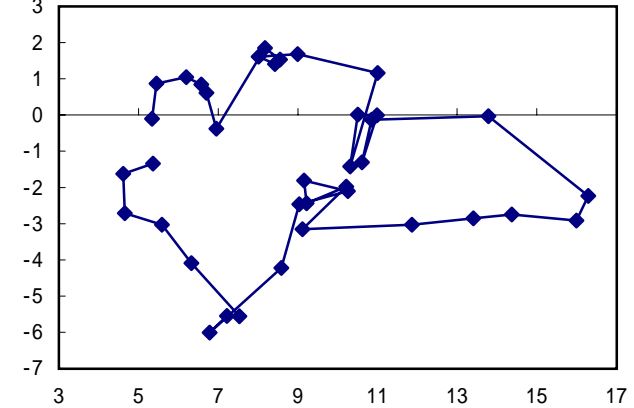
(4) イタリア



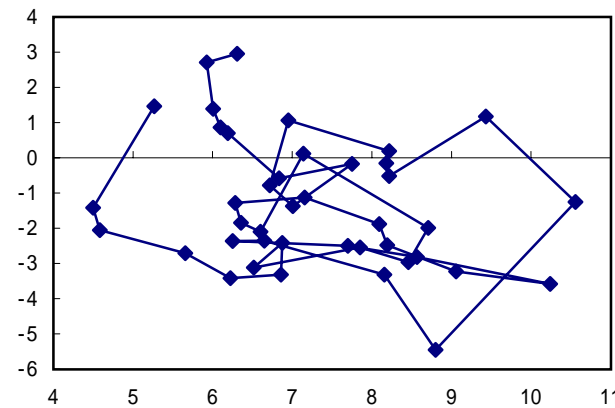
(5) スウェーデン



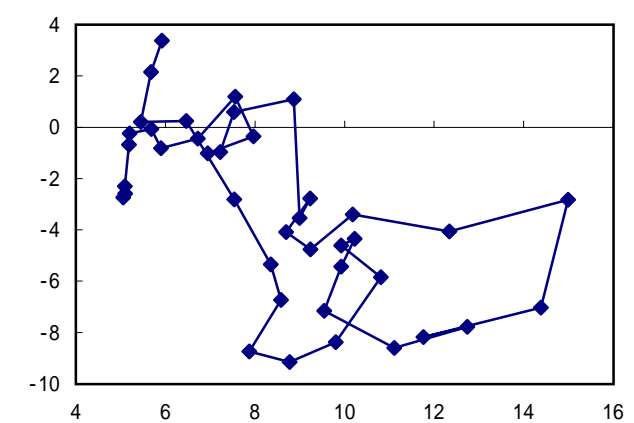
(6) フランス



(7) ドイツ



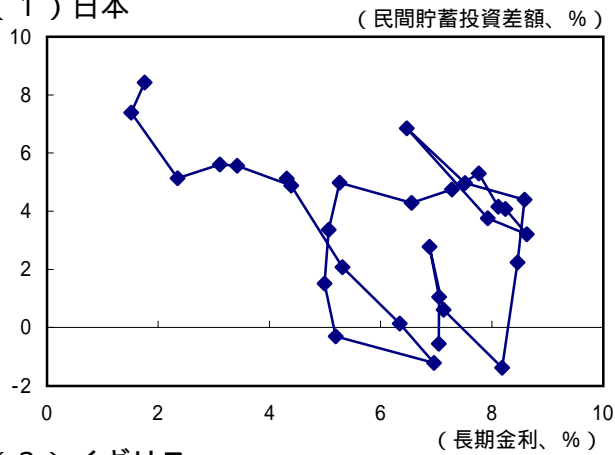
(8) カナダ



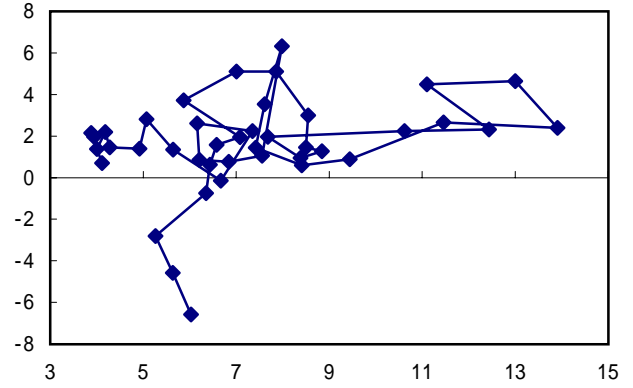
(資料) 国民経済計算年報、OECD Economic Outlook 2001 June

民間貯蓄投資差額と長期金利

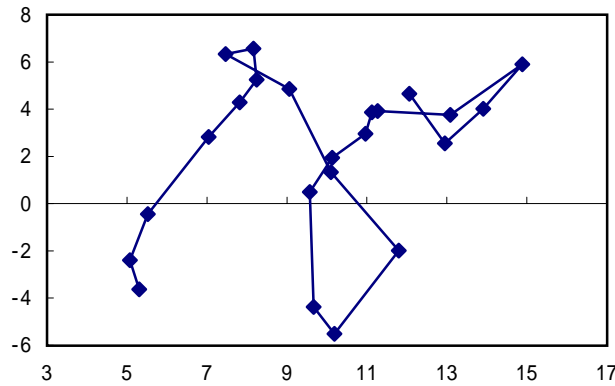
(1) 日本



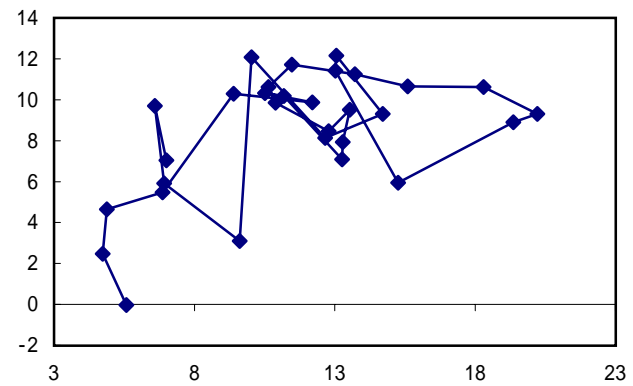
(2) アメリカ



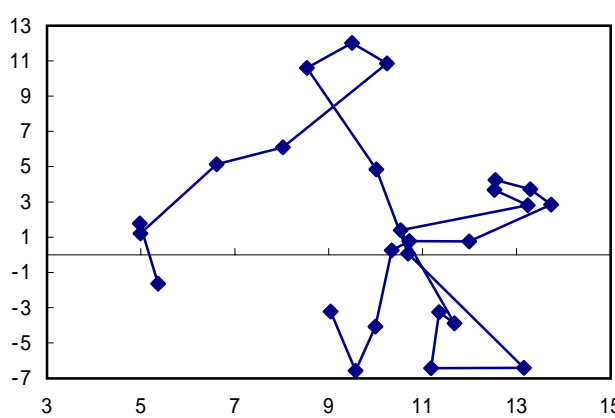
(3) イギリス



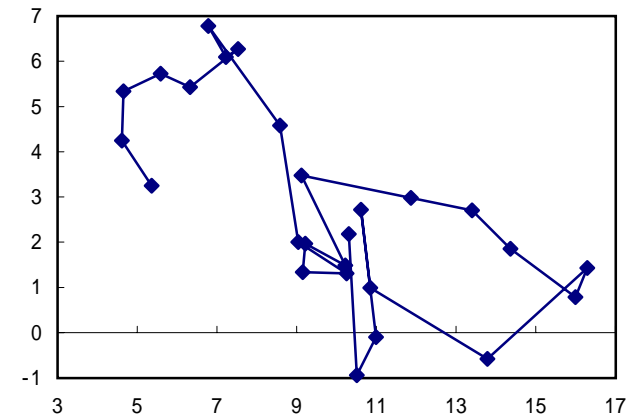
(4) イタリア



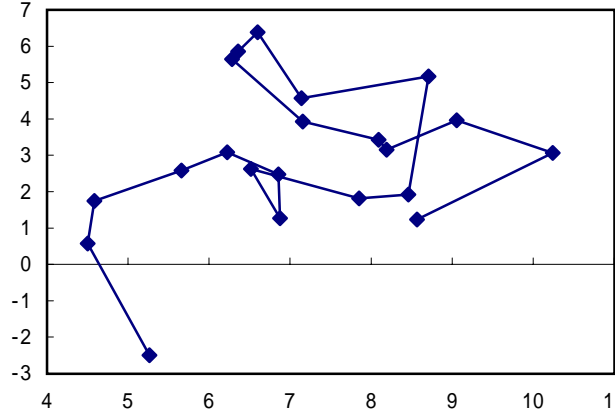
(5) スウェーデン



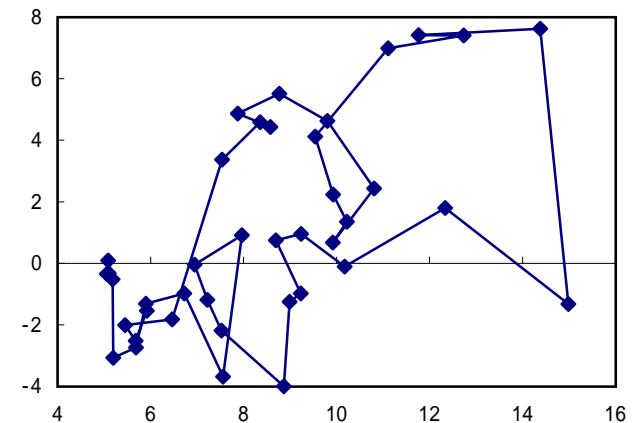
(6) フランス



(7) ドイツ

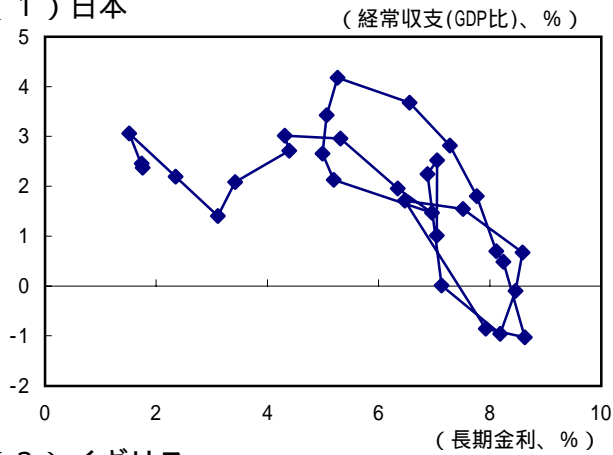


(8) カナダ

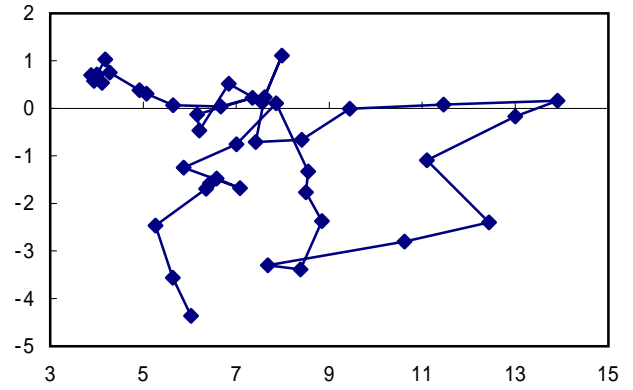


経常収支(GDP比)と長期金利

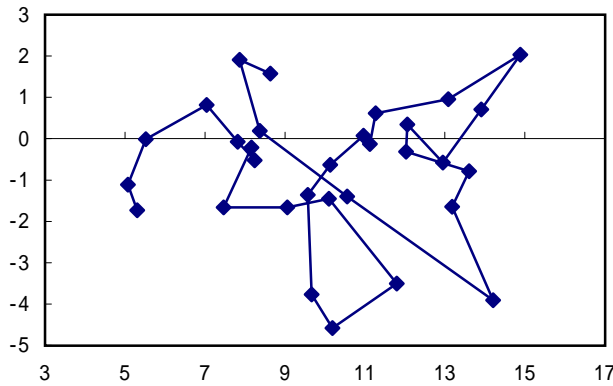
(1) 日本



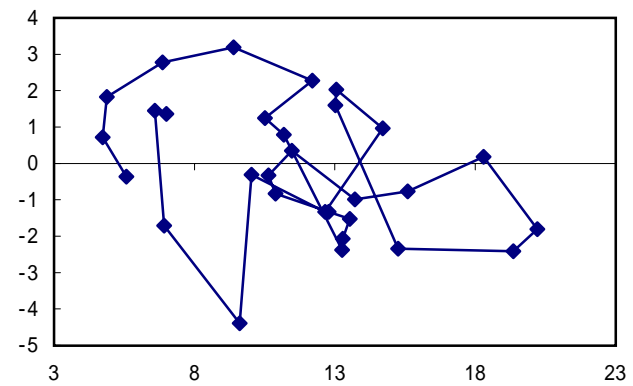
(2) アメリカ



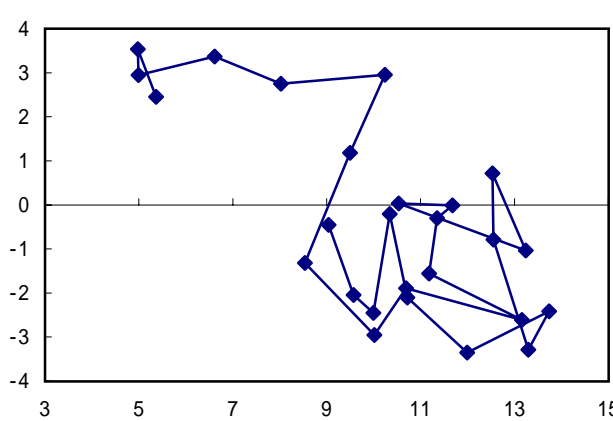
(3) イギリス



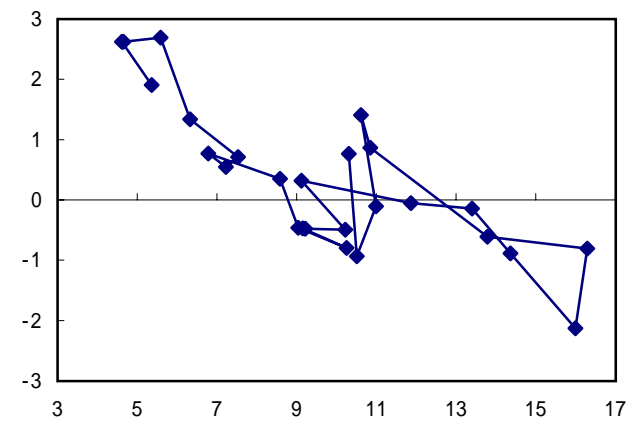
(4) イタリア



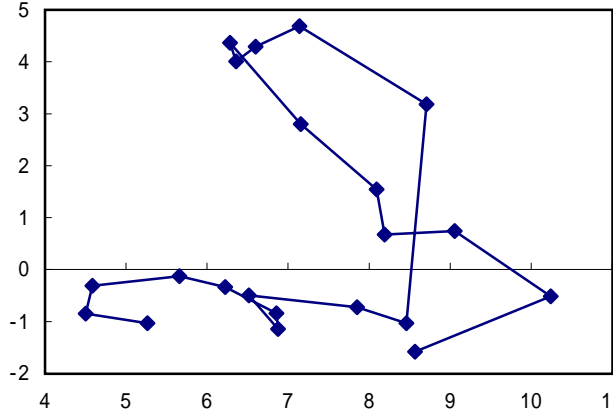
(5) スウェーデン



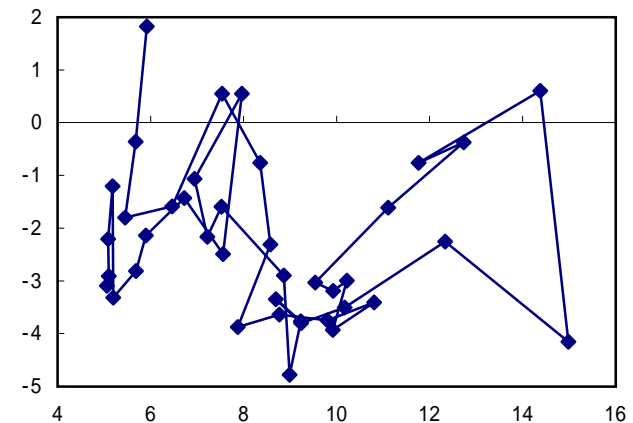
(6) フランス



(7) ドイツ

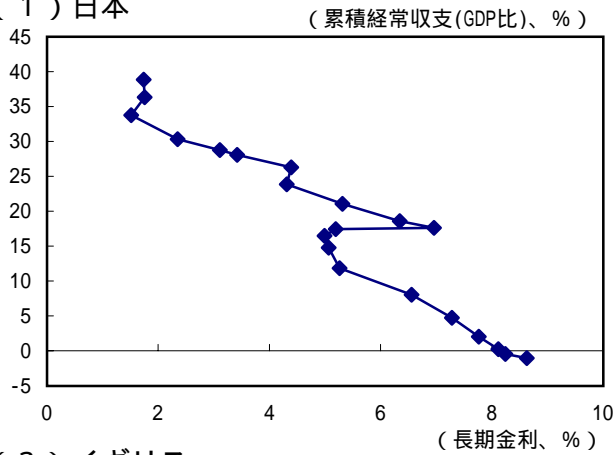


(8) カナダ

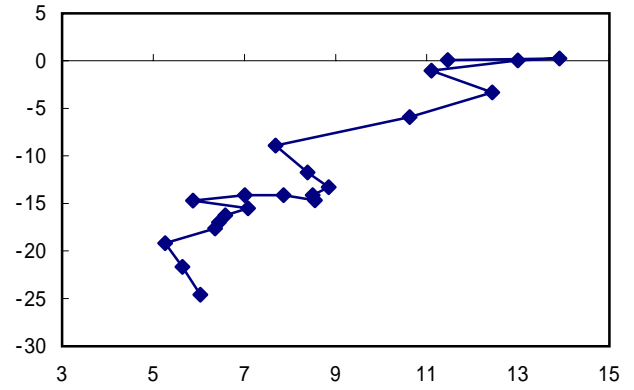


累積経常収支(GDP比)と長期金利

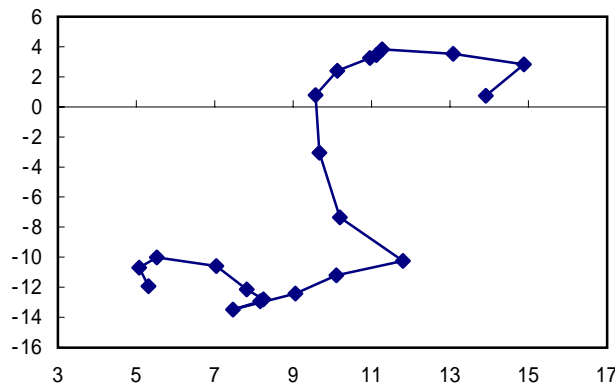
(1) 日本



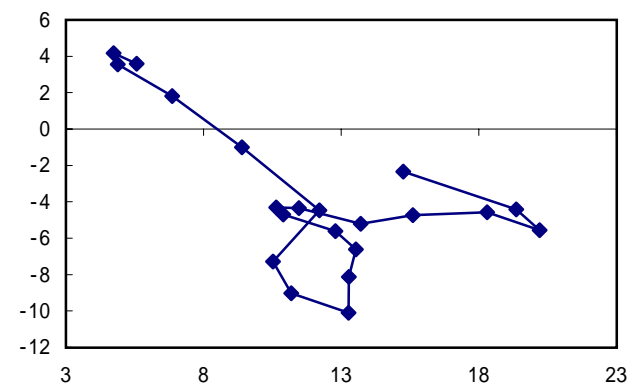
(2) アメリカ



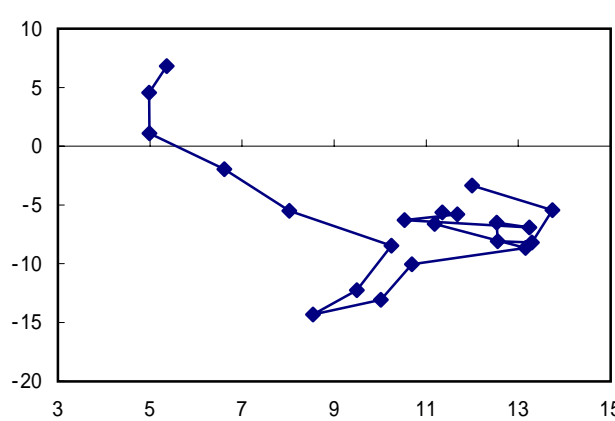
(3) イギリス



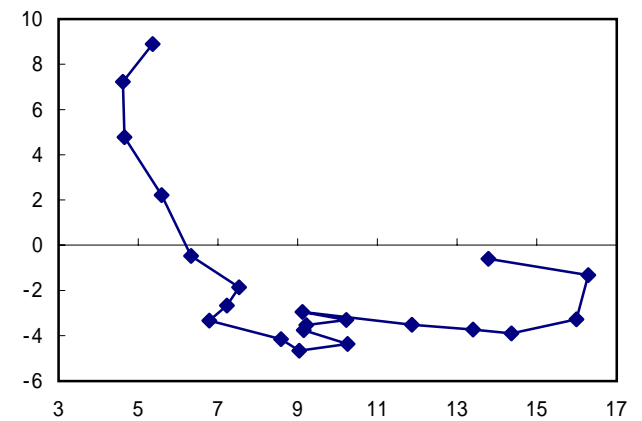
(4) イタリア



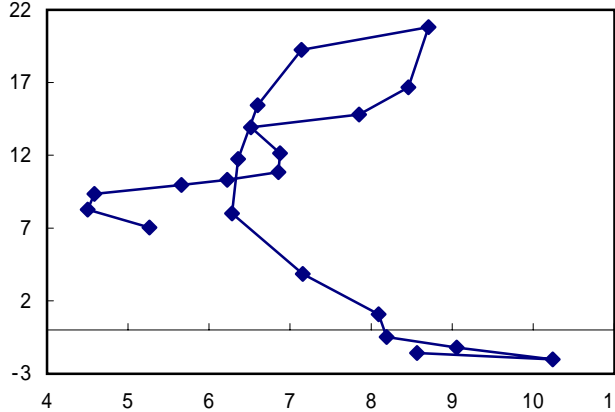
(5) スウェーデン



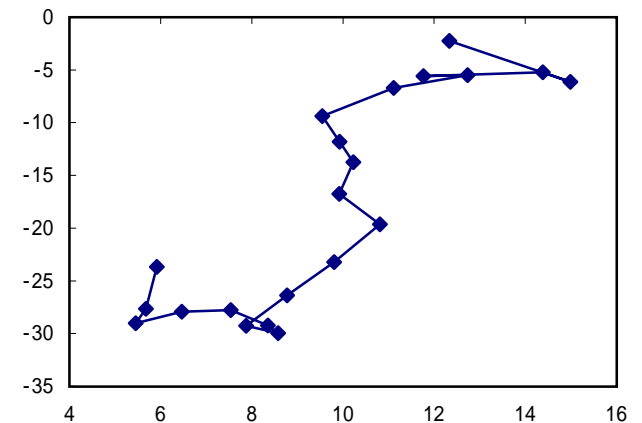
(6) フランス



(7) ドイツ



(8) カナダ



(図表13-1)

日本

< 推計方法 OLS > 被説明変数：長期金利

推計期間	71-2000	80-2000	71-2000	80-2000	71-2000	80-2000	71-2000	80-2000
サンプル数	30	21	30	21	30	21	30	21
定数項	5.87 (2.86)	3.61 (3.11)	6.18 (3.00)	3.58 (3.13)	5.41 (2.81)	3.61 (3.45)	8.46 (7.42)	4.64 (2.61)
財政収支	-0.03 (-0.37)	-0.02 (-0.40)						
構造的財政収支			-0.02 (-0.18)	-0.02 (-0.45)				
プライマリーバランス					-0.06 (-0.69)	-0.03 (-0.54)		
政府債務残高							-0.03 (-3.11)	-0.01 (-0.47)
実質GDP成長率	0.10 (1.03)	0.00 (0.06)	0.08 (0.94)	0.00 (0.04)	0.11 (1.29)	0.01 (0.15)	-0.04 (-0.54)	-0.01 (-0.21)
インフレ率	-0.13 (-2.40)	-0.11 (-0.91)	-0.13 (-2.46)	-0.11 (-0.93)	-0.13 (-2.74)	-0.12 (-0.98)	-0.23 (-4.70)	-0.09 (-0.85)
短期金利	0.52 (4.86)	0.47 (3.75)	0.51 (4.67)	0.48 (3.73)	0.55 (4.81)	0.48 (3.82)	0.47 (7.47)	0.42 (3.84)
名目実効為替レート	-0.04 (-2.69)	0.03 (1.89)	-0.04 (-2.74)	0.03 (1.91)	-0.04 (-2.55)	0.03 (1.88)	-0.03 (-2.99)	0.02 (1.16)
経常収支	-0.14 (-0.76)		-0.17 (-0.84)		-0.10 (-0.54)		-0.28 (-2.55)	
累積経常収支		-0.12 (-4.58)		-0.12 (-4.56)		-0.12 (-4.48)		-0.11 (-3.31)
R ² (adjusted)	0.91	0.96	0.91	0.96	0.91	0.96	0.94	0.96
S.E. of regression	0.66	0.43	0.66	0.43	0.65	0.43	0.55	0.43
Durbin-Watson stat	1.21	1.74	1.17	1.74	1.30	1.73	1.58	1.73

* 括弧内は t 値

(図表13-2)

アメリカ

< 推計方法 OLS > 被説明変数：長期金利

推計期間	61-2000	80-2000	70-2000	80-2000	61-2000	80-2000	61-2000	80-2000
サンプル数	40	21	31	21	40	21	40	21
定数項	0.04 (0.04)	0.38 (0.12)	-0.60 (-0.50)	2.54 (0.91)	3.42 (3.23)	1.44 (0.49)	-4.59 (-0.74)	0.03 (0.00)
財政収支	-0.53 (-8.95)	-0.31 (-2.44)						
構造的財政収支			-0.49 (-5.94)	-0.24 (-2.09)				
プライマリーバランス					-0.61 (-8.27)	-0.37 (-2.37)		
政府債務残高							0.06 (1.19)	0.05 (0.96)
実質GDP成長率	0.08 (1.34)	0.05 (0.51)	0.05 (0.72)	0.02 (0.21)	0.06 (0.84)	0.05 (0.54)	-0.05 (-0.45)	0.01 (0.10)
インフレ率	0.06 (0.78)	0.05 (0.38)	-0.06 (-0.71)	-0.01 (-0.07)	-0.05 (-0.71)	0.02 (0.13)	0.11 (0.58)	0.01 (0.09)
短期金利	0.63 (9.89)	0.52 (4.35)	0.66 (9.02)	0.49 (4.04)	0.71 (10.55)	0.54 (4.31)	0.70 (6.05)	0.47 (3.10)
名目実効為替レート	0.01 (1.13)	0.03 (1.77)	0.02 (2.41)	0.02 (1.41)	-0.01 (-1.01)	0.02 (1.63)	0.03 (1.19)	0.03 (1.24)
経常収支	-0.25 (-2.41)		0.02 (0.14)		-0.37 (-3.43)		-0.23 (-1.25)	
累積経常収支		0.04 (0.49)		0.09 (1.57)		0.02 (0.23)		0.17 (3.46)
R ² (adjusted)	0.93	0.94	0.89	0.94	0.92	0.94	0.76	0.92
S.E. of regression	0.67	0.62	0.75	0.64	0.71	0.62	1.22	0.71
Durbin-Watson stat	1.43	2.24	1.47	2.20	1.40	2.29	0.97	1.84

* 括弧内は t 値

(図表13-3)

イギリス

< 推計方法 OLS > 被説明変数：長期金利

推計期間	78-2000	80-2000	87-2000	87-2000	78-2000	80-2000	70-2000	80-2000
サンプル数	23	21	14	14	23	21	31	21
定数項	-5.42 (-1.60)	1.84 (0.31)	4.42 (0.78)	6.33 (1.21)	-4.19 (-1.28)	4.06 (0.74)	3.76 (0.75)	32.08 (3.50)
財政収支	-0.47 (-4.65)	-0.37 (-3.83)						
構造的財政収支			-0.35 (-2.12)	-0.45 (-2.70)				
プライマリーバランス					-0.46 (-4.51)	-0.37 (-3.77)		
政府債務残高							0.00 (0.05)	-0.13 (-1.79)
実質GDP成長率	0.33 (2.72)	0.08 (0.40)	0.19 (1.47)	-0.14 (-0.52)	0.39 (3.12)	0.08 (0.41)	0.19 (1.21)	-0.43 (-2.09)
インフレ率	0.20 (2.26)	0.17 (1.51)	-0.02 (-0.07)	0.46 (1.01)	0.20 (2.18)	0.21 (1.81)	0.39 (6.30)	0.40 (2.51)
短期金利	0.46 (3.93)	0.41 (3.09)	0.63 (2.55)	0.14 (0.34)	0.51 (4.37)	0.37 (2.87)	0.31 (2.56)	-0.18 (-0.75)
名目実効為替レート	0.06 (2.08)	0.02 (0.51)	-0.02 (-0.49)	-0.01 (-0.13)	0.06 (1.94)	0.01 (0.33)	0.00 (0.15)	-0.10 (-2.76)
経常収支	-0.01 (-0.05)		0.01 (0.06)		0.11 (0.59)		0.13 (0.62)	
累積経常収支		0.10 (1.33)		0.15 (1.30)		0.13 (1.87)		0.39 (4.11)
R ² (adjusted)	0.90	0.91	0.91	0.92	0.89	0.91	0.70	0.85
S.E. of regression	0.87	0.80	0.62	0.55	0.89	0.81	1.47	1.04
Durbin-Watson stat	1.93	1.68	2.47	2.74	1.96	1.66	1.44	1.54

* 括弧内は t 値

(図表13-4)

イタリア

< 推計方法 OLS > 被説明変数：長期金利

推計期間	71-2000	80-2000	71-2000	80-2000	71-2000	80-2000	71-2000	80-2000
サンプル数	30	21	30	21	30	21	30	21
定数項	1.95 (1.56)	7.10 (3.93)	2.09 (1.71)	7.85 (4.11)	2.78 (1.45)	9.08 (3.00)	4.03 (0.79)	8.88 (1.25)
財政収支	-0.12 (-0.95)	-0.05 (-0.30)						
構造的財政収支			-0.17 (-1.44)	-0.17 (-1.01)				
プライマリーバランス					-0.08 (-0.66)	-0.11 (-0.84)		
政府債務残高							-0.01 (-0.45)	-0.01 (-0.28)
実質GDP成長率	-0.16 (-1.20)	-0.17 (-0.90)	-0.18 (-1.40)	-0.25 (-1.26)	-0.18 (-1.37)	-0.21 (-1.12)	-0.19 (-1.38)	-0.16 (-0.89)
インフレ率	0.02 (0.26)	0.26 (2.34)	0.03 (0.39)	0.29 (2.77)	-0.01 (-0.16)	0.28 (2.68)	-0.03 (-0.32)	0.24 (2.49)
短期金利	0.81 (5.85)	0.69 (4.36)	0.77 (5.82)	0.64 (4.45)	0.87 (7.34)	0.66 (4.59)	0.89 (8.10)	0.69 (4.30)
名目実効為替レート	-0.00 (-0.72)	-0.04 (-2.25)	-0.00 (-0.92)	-0.05 (-2.54)	-0.00 (-0.70)	-0.05 (-2.37)	-0.00 (-0.54)	-0.05 (-1.85)
経常収支	0.33 (2.01)		0.34 (2.15)		0.34 (2.08)		0.33 (1.96)	
累積経常収支		-0.15 (-1.54)		-0.10 (-1.01)		-0.17 (-2.27)		-0.19 (-1.77)
R ² (adjusted)	0.90	0.96	0.91	0.97	0.90	0.97	0.90	0.96
S.E. of regression	1.26	0.83	1.23	0.80	1.27	0.81	1.27	0.83
Durbin-Watson stat	1.01	1.22	0.99	1.25	1.02	1.16	1.10	1.25

* 括弧内は t 値

(図表13-5)

スウェーデン

< 推計方法 OLS > 被説明変数：長期金利

推計期間	75-2000	80-2000	84-2000	84-2000	75-2000	80-2000	75-2000	80-2000
サンプル数	26	21	17	17	26	21	26	21
定数項	3.79 (1.75)	-0.81 (-0.32)	-3.34 (-0.71)	-3.41 (-0.92)	3.95 (1.82)	-1.18 (-0.49)	0.85 (0.24)	0.24 (0.07)
財政収支	-0.05 (-0.99)	0.06 (1.05)						
構造的財政収支			-0.19 (-1.75)	-0.02 (-0.22)				
プライマリーバランス					-0.04 (-0.75)	0.09 (1.54)		
政府債務残高							0.04 (1.11)	-0.01 (-0.24)
実質GDP成長率	0.47 (3.35)	0.52 (3.86)	0.37 (1.79)	0.48 (3.30)	0.46 (3.28)	0.49 (3.69)	0.46 (3.35)	0.55 (4.00)
インフレ率	0.40 (3.65)	0.26 (2.49)	0.40 (2.77)	0.32 (3.02)	0.39 (3.61)	0.26 (2.69)	0.43 (3.82)	0.26 (1.98)
短期金利	0.48 (4.51)	0.19 (1.62)	0.19 (0.86)	0.11 (0.81)	0.49 (4.65)	0.18 (1.60)	0.44 (3.62)	0.23 (1.85)
名目実効為替レート	-0.01 (-0.89)	0.04 (1.58)	0.07 (1.37)	0.07 (1.74)	-0.01 (-1.01)	0.05 (1.75)	-0.00 (-0.22)	0.04 (1.32)
経常収支	0.05 (0.21)		-0.01 (-0.02)		0.07 (0.29)		-0.05 (-0.18)	
累積経常収支		-0.26 (-3.20)		-0.20 (-2.42)		-0.28 (-3.59)		-0.22 (-2.81)
R ² (adjusted)	0.83	0.90	0.85	0.90	0.83	0.91	0.83	0.89
S.E. of regression	1.03	0.89	1.07	0.85	1.05	0.85	1.03	0.92
Durbin-Watson stat	1.35	1.92	1.23	2.13	1.35	1.94	1.36	1.82

* 括弧内は t 値

(図表13-6)

フランス

< 推計方法 OLS > 被説明変数：長期金利

推計期間	75-98	80-98	75-98	80-98	75-98	80-98	77-98	80-98
サンプル数	24	19	24	19	24	19	22	19
定数項	17.09 (5.64)	15.01 (3.63)	17.85 (5.28)	14.92 (3.26)	18.31 (5.95)	15.50 (3.69)	17.33 (4.23)	14.20 (3.04)
財政収支	-0.20 (-1.52)	-0.16 (-1.04)						
構造的財政収支			-0.05 (-0.31)	-0.02 (-0.10)				
プライマリーバランス					-0.22 (-1.46)	-0.18 (-1.01)		
政府債務残高							0.00 (0.11)	0.01 (0.31)
実質GDP成長率	0.13 (1.05)	0.21 (1.26)	0.03 (0.28)	0.13 (0.81)	0.10 (0.89)	0.19 (1.20)	-0.03 (-0.17)	0.14 (0.88)
インフレ率	0.71 (7.27)	0.79 (6.50)	0.65 (5.80)	0.74 (5.31)	0.68 (7.61)	0.76 (6.76)	0.65 (6.56)	0.75 (5.82)
短期金利	0.12 (0.93)	0.08 (0.58)	0.15 (1.02)	0.11 (0.66)	0.11 (0.88)	0.08 (0.54)	0.13 (0.84)	0.12 (0.81)
名目実効為替レート	-0.13 (-4.99)	-0.12 (-2.86)	-0.13 (-4.22)	-0.11 (-2.35)	-0.14 (-5.05)	-0.11 (-2.84)	-0.12 (-3.78)	-0.11 (-2.59)
経常収支	-0.41 (-2.02)		-0.40 (-1.83)		-0.39 (-1.93)		-0.46 (-1.79)	
累積経常収支		-0.18 (-1.61)		-0.19 (-1.59)		-0.17 (-1.53)		-0.21 (-1.53)
R ² (adjusted)	0.96	0.97	0.96	0.96	0.96	0.97	0.96	0.96
S.E. of regression	0.58	0.63	0.61	0.65	0.58	0.63	0.64	0.65
Durbin-Watson stat	2.18	2.21	2.00	2.06	2.19	2.25	2.15	2.06

* 括弧内は t 値

(図表13-7)

ドイツ

< 推計方法 OLS > 被説明変数：長期金利

推計期間	80-2000	80-2000	80-2000	80-2000	80-2000	80-2000	80-2000	80-2000
サンプル数	21	21	21	21	21	21	21	21
定数項	8.28 (4.53)	11.68 (3.63)	9.96 (4.67)	12.49 (3.06)	8.44 (4.61)	11.10 (3.59)	9.05 (3.66)	7.16 (2.21)
財政収支	-0.36 (-2.84)	-0.38 (-2.51)						
構造的財政収支			-0.48 (-2.37)	-0.39 (-1.65)				
プライマリーバランス					-0.35 (-2.86)	-0.36 (-2.59)		
政府債務残高							-0.05 (-1.09)	-0.07 (-1.85)
実質GDP成長率	0.09 (1.65)	0.05 (0.87)	0.06 (1.04)	0.03 (0.38)	0.08 (1.57)	0.06 (0.92)	0.04 (0.62)	0.06 (0.86)
インフレ率	0.27 (0.97)	0.03 (0.10)	0.35 (1.19)	0.01 (0.03)	0.28 (1.02)	0.05 (0.19)	0.25 (0.76)	0.08 (0.30)
短期金利	0.20 (1.10)	0.28 (1.34)	0.05 (0.26)	0.23 (0.94)	0.16 (0.85)	0.24 (1.16)	0.18 (0.75)	0.26 (1.11)
名目実効為替レート	-0.05 (-2.60)	-0.09 (-2.39)	-0.06 (-2.82)	-0.09 (-2.00)	-0.04 (-2.05)	-0.07 (-2.04)	-0.02 (-0.70)	0.02 (0.40)
経常収支	0.18 (1.84)		0.22 (2.06)		0.16 (1.66)		0.05 (0.36)	
累積経常収支		0.04 (0.84)		0.03 (0.53)		0.03 (0.63)		-0.05 (-0.94)
R ² (adjusted)	0.84	0.81	0.82	0.77	0.84	0.81	0.77	0.78
S.E. of regression	0.59	0.65	0.63	0.71	0.59	0.64	0.72	0.70
Durbin-Watson stat	1.55	1.32	1.17	0.85	1.53	1.32	1.29	1.34

* 括弧内は t 値

(図表13-8)

カナダ

< 推計方法 OLS > 被説明変数：長期金利

推計期間	75-2000	80-2000	75-2000	80-2000	75-2000	80-2000	75-2000	80-2000
サンプル数	26	21	26	21	26	21	26	21
定数項	2.19 (0.77)	-0.95 (-0.17)	3.07 (1.02)	-0.91 (-0.16)	6.22 (2.11)	-1.19 (-0.20)	10.01 (0.97)	1.48 (0.21)
財政収支	-0.32 (-3.57)	-0.03 (-0.30)						
構造的財政収支			-0.36 (-3.07)	-0.03 (-0.34)				
プライマリーバランス					-0.35 (-3.65)	-0.02 (-0.19)		
政府債務残高							-0.03 (-0.73)	-0.04 (-0.63)
実質GDP成長率	-0.05 (-0.38)	-0.07 (-0.57)	-0.15 (-1.10)	-0.08 (-0.61)	-0.09 (-0.68)	-0.07 (-0.56)	-0.26 (-1.50)	-0.05 (-0.40)
インフレ率	0.08 (0.77)	0.29 (2.24)	0.10 (0.89)	0.29 (2.36)	0.00 (0.02)	0.29 (2.14)	-0.00 (-0.00)	0.27 (2.07)
短期金利	0.39 (4.02)	-0.15 (-1.04)	0.34 (3.24)	-0.16 (-1.24)	0.40 (4.15)	-0.16 (-1.04)	0.36 (2.57)	-0.22 (-1.53)
名目実効為替レート	0.03 (1.14)	0.12 (2.23)	0.03 (1.12)	0.12 (2.39)	0.01 (0.21)	0.13 (2.25)	0.00 (0.05)	0.13 (3.07)
経常収支	0.40 (2.09)		0.45 (2.15)		0.32 (1.72)		0.15 (0.59)	
累積経常収支		0.13 (3.08)		0.13 (3.11)		0.13 (2.92)		0.08 (0.89)
R ² (adjusted)	0.70	0.86	0.67	0.86	0.71	0.86	0.52	0.86
S.E. of regression	1.32	1.02	1.39	1.02	1.31	1.02	1.68	1.01
Durbin-Watson stat	1.99	2.20	1.89	2.20	2.01	2.19	0.99	2.02

* 括弧内は t 値

(図表13-補)

データをプールした推計

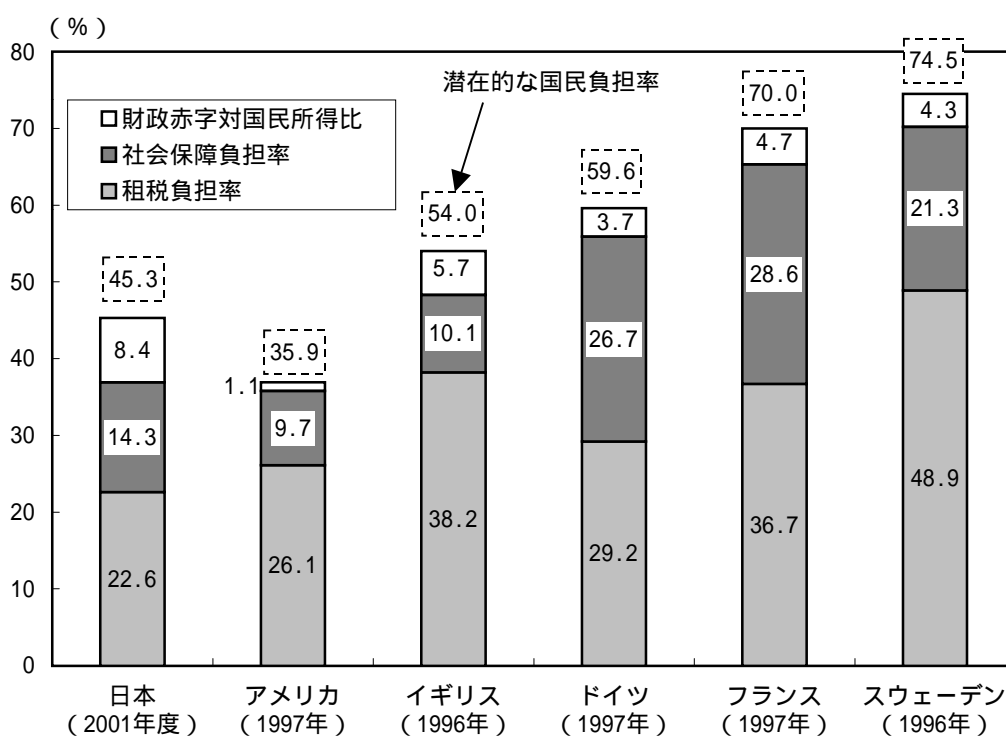
< 推計方法 OLS > 被説明変数：長期金利

推計期間	61-2000	80-2000	70-2000	80-2000	61-2000	80-2000	61-2000	80-2000
サンプル数	222	168	195	157	222	168	228	168
財政収支	-0.26 (-7.00)	-0.19 (-5.31)						
構造的財政収支			-0.31 (-6.63)	-0.20 (-4.88)				
プライマリ・バランス					-0.20 (-5.07)	-0.16 (-4.17)		
政府債務残高							0.01 (0.84)	-0.04 (-3.66)
実質GDP成長率	0.12 (2.30)	0.18 (3.18)	0.09 (1.58)	0.12 (2.17)	0.08 (1.45)	0.16 (2.76)	0.05 (0.80)	0.05 (0.77)
インフレ率	0.29 (8.95)	0.40 (8.73)	0.27 (7.53)	0.42 (9.11)	0.26 (7.51)	0.37 (7.97)	0.34 (9.26)	0.31 (6.00)
短期金利	0.42 (9.61)	0.37 (8.37)	0.42 (8.74)	0.35 (7.89)	0.43 (9.24)	0.37 (8.07)	0.37 (7.84)	0.31 (6.27)
名目実効為替レート	-0.01 (-4.40)	0.02 (2.56)	-0.01 (-4.36)	0.03 (2.92)	-0.02 (-5.54)	0.02 (2.52)	-0.01 (-3.18)	0.03 (3.25)
経常収支	0.04 (0.60)		0.05 (0.63)		0.03 (0.41)		-0.03 (-0.44)	
累積経常収支		-0.04 (-2.43)		-0.05 (-3.12)		-0.04 (-2.56)		-0.04 (-2.56)
R ² (adjusted)	0.79	0.86	0.77	0.86	0.77	0.85	0.73	0.84
S.E. of regression	1.51	1.31	1.55	1.28	1.59	1.35	1.70	1.37
Durbin-Watson stat	0.69	0.86	0.67	0.87	0.62	0.82	0.62	0.73

* 括弧内はt値。

* 推計にあたっては、国別ダミーを導入した。

国民負担率の国際比較



(資料) 財団法人大蔵財務協会(2001)

(注) 1. 国民負担率 = 租税負担率 + 社会保障負担率

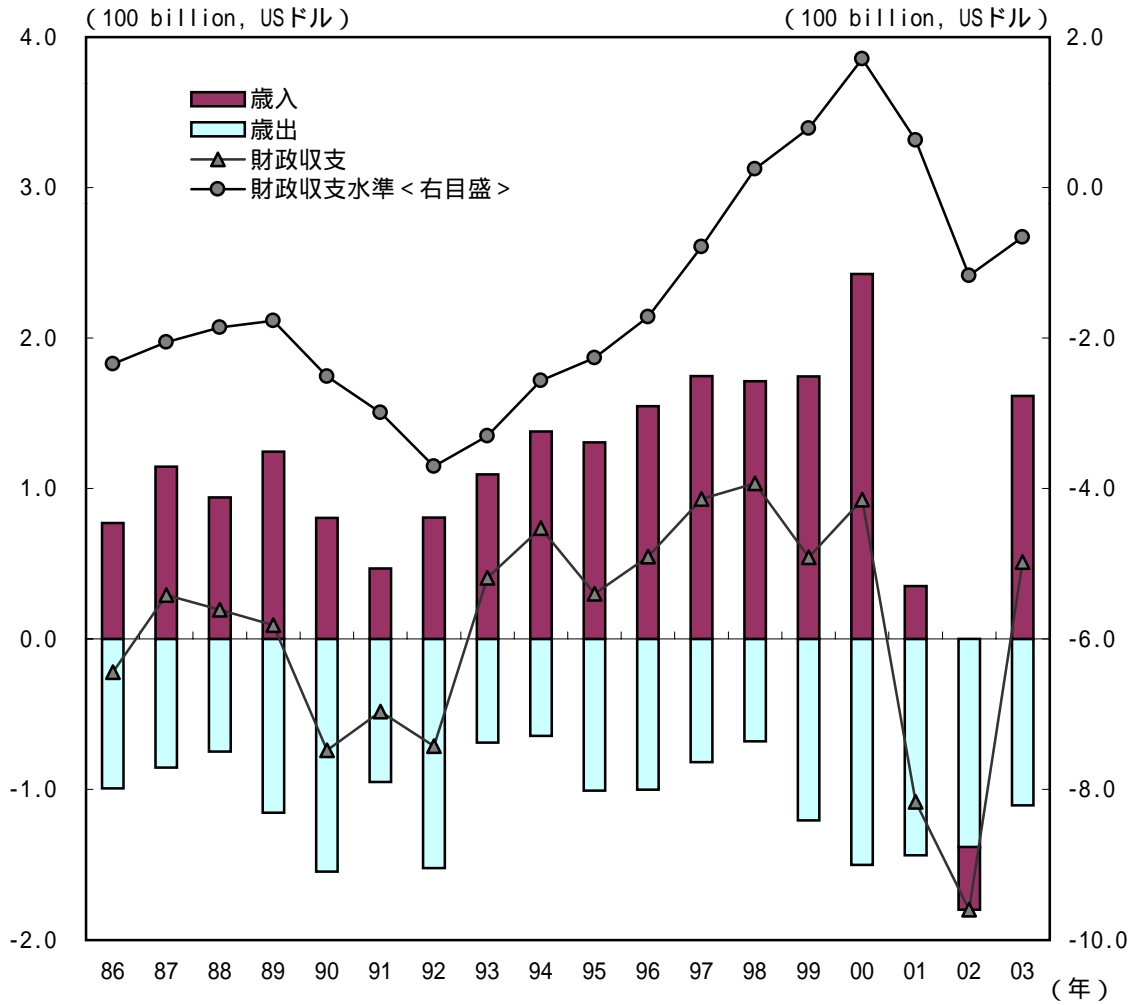
潜在的な国民負担率 = 国民負担率 + 財政赤字対国民所得比

2. 日本は2001年度(平成13年度)見込み。諸外国は暦年実績。

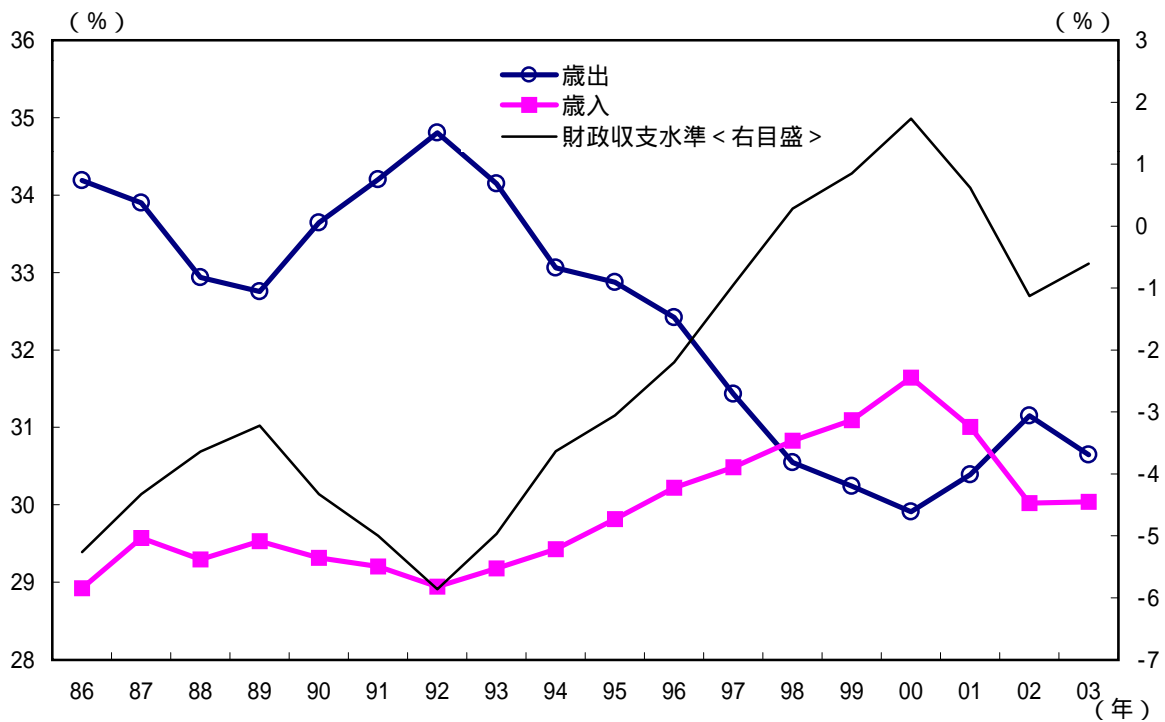
3. 財政赤字の国民所得比は、日本、アメリカ及びスウェーデンについては一般政府から社会保障基金を除いたベース、その他の国は一般政府ベースである。

歳入・歳出の動き < アメリカ >

(1) 増減額



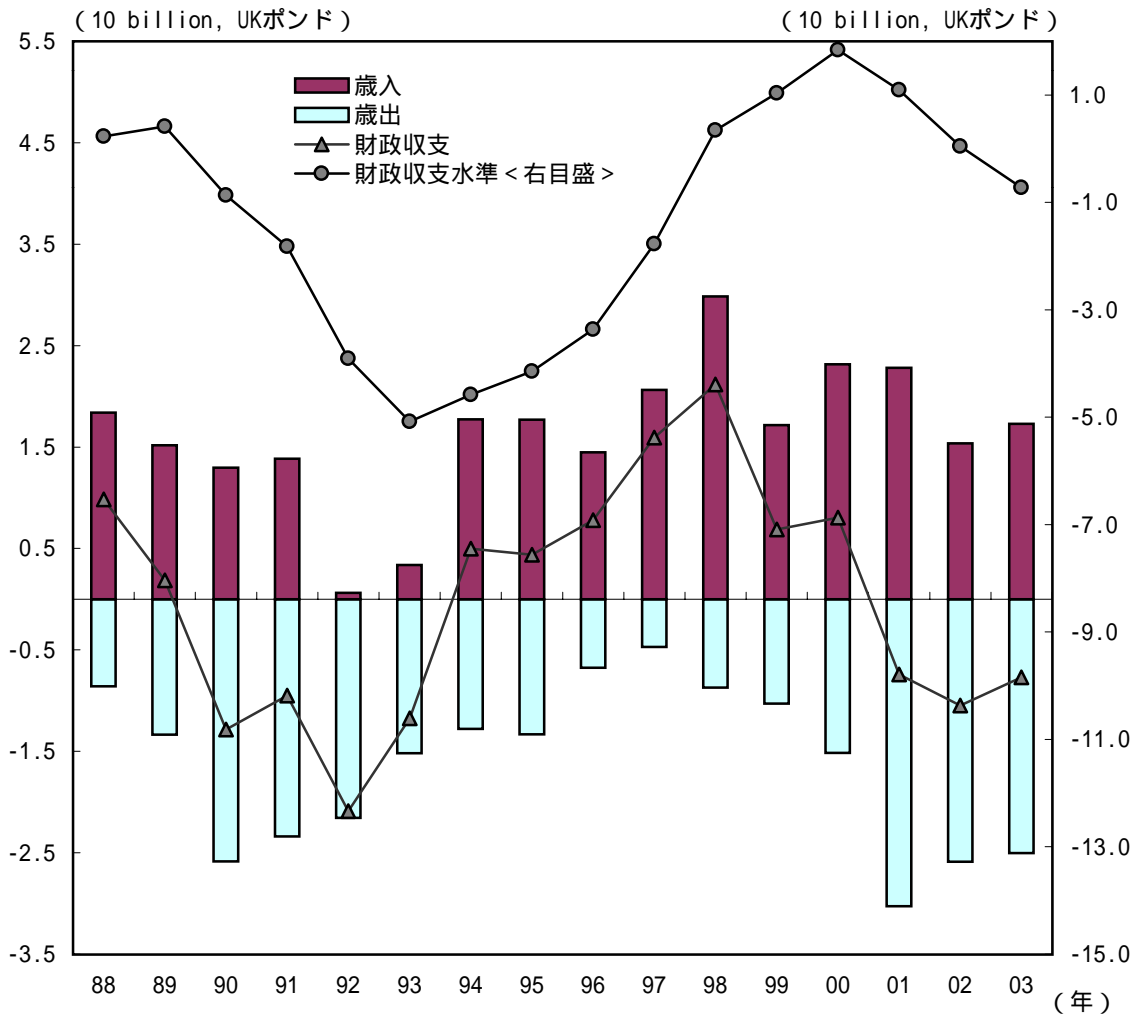
(2) GDP比



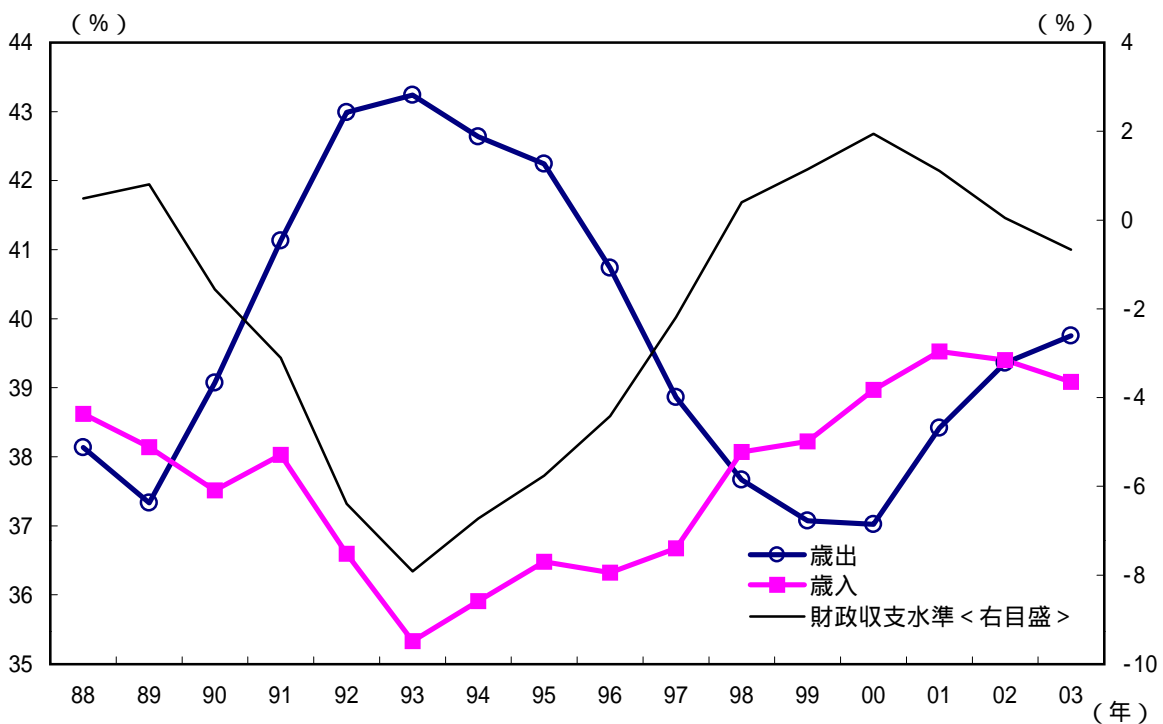
(資料) OECD "Economic Outlook" December 2001

歳入・歳出の動き < イギリス >

(1) 増減額



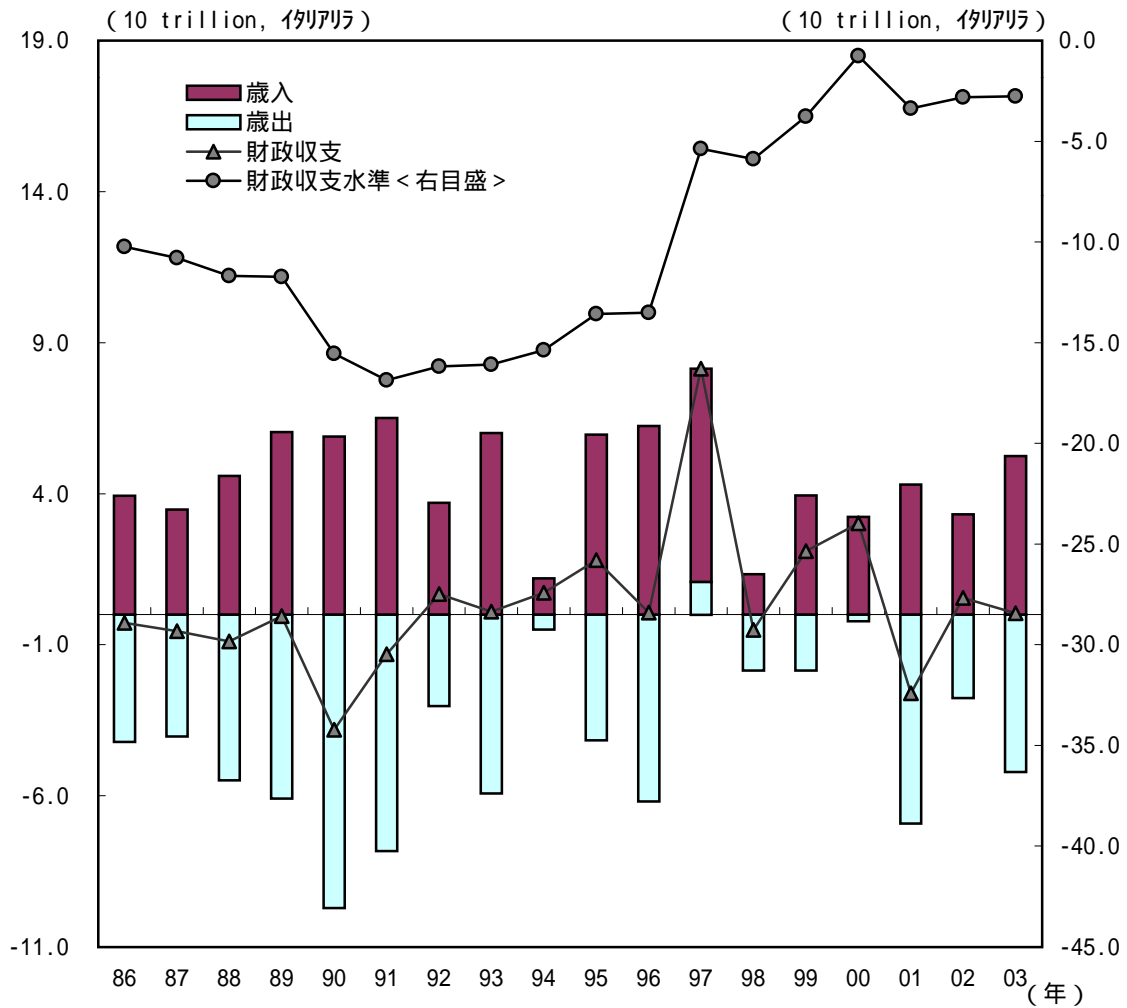
(2) GDP比



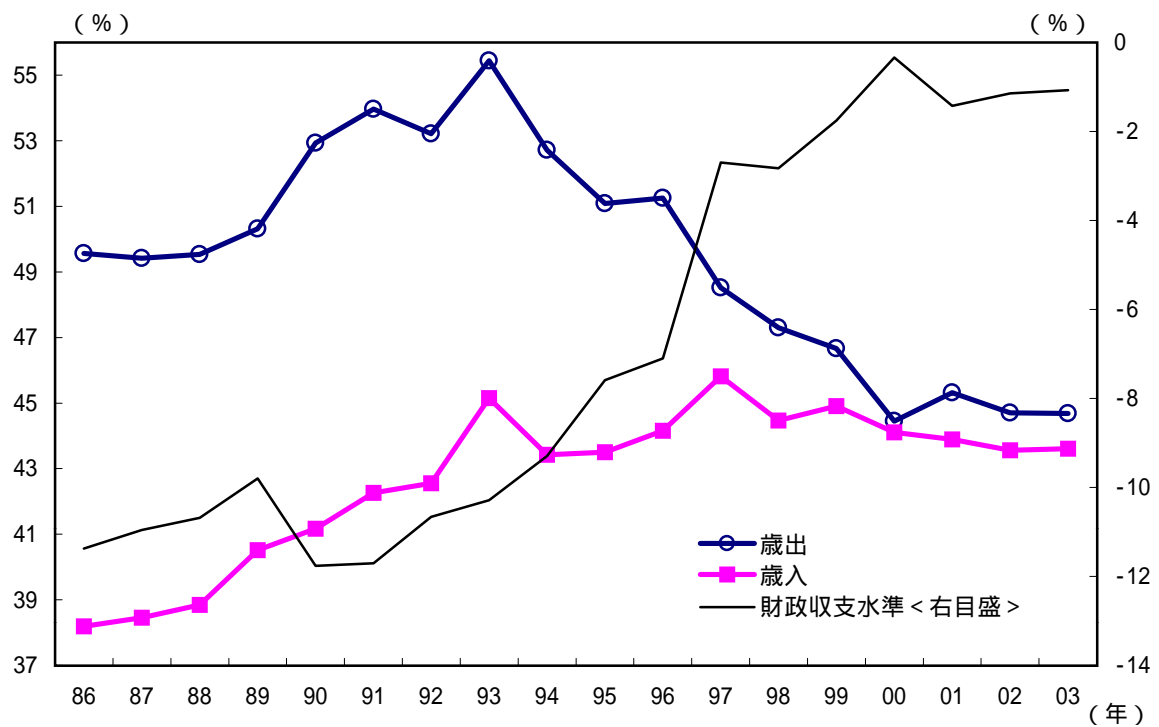
(資料) OECD "Economic Outlook" December 2001

歳入・歳出の動き < イタリア >

(1) 増減額



(2) GDP比

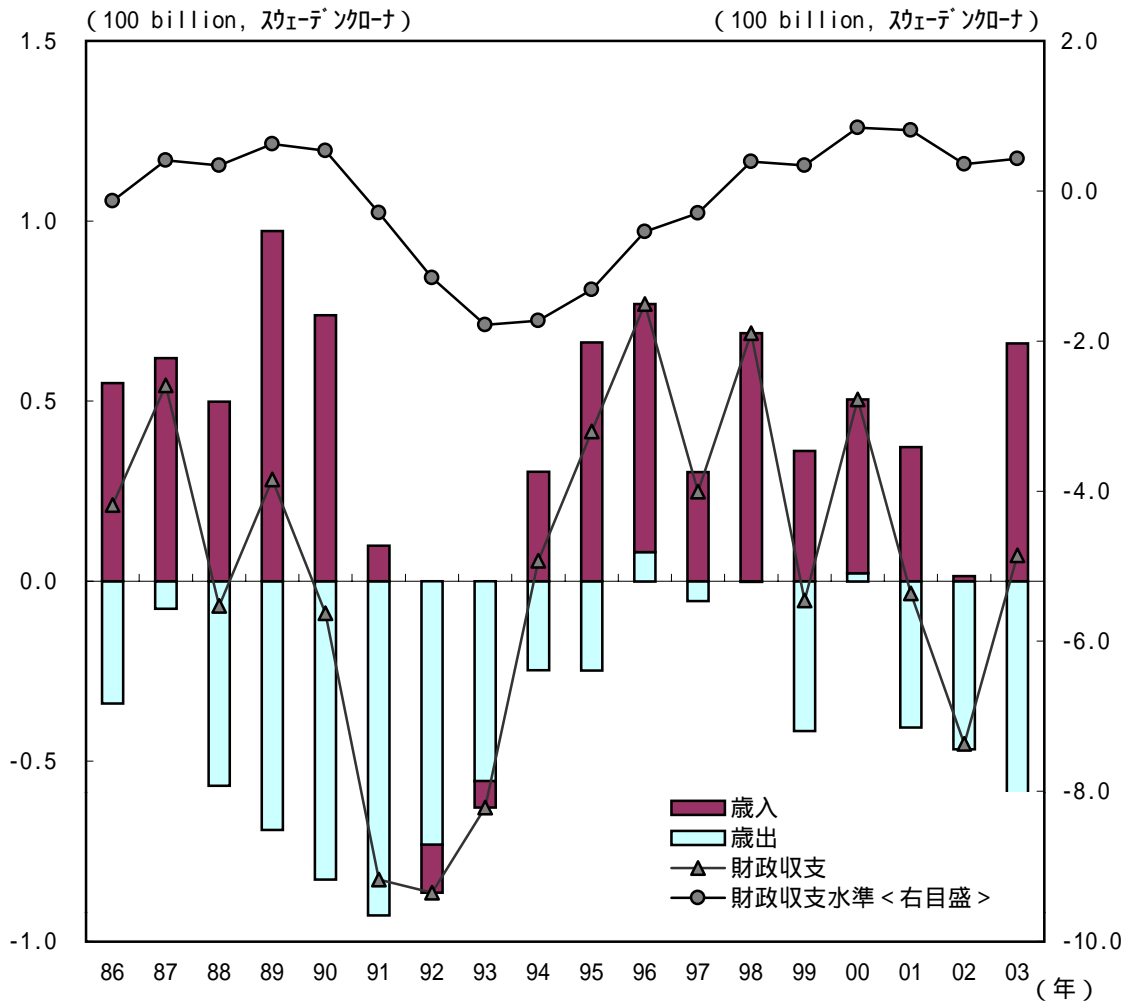


(資料) OECD "Economic Outlook" December 2001

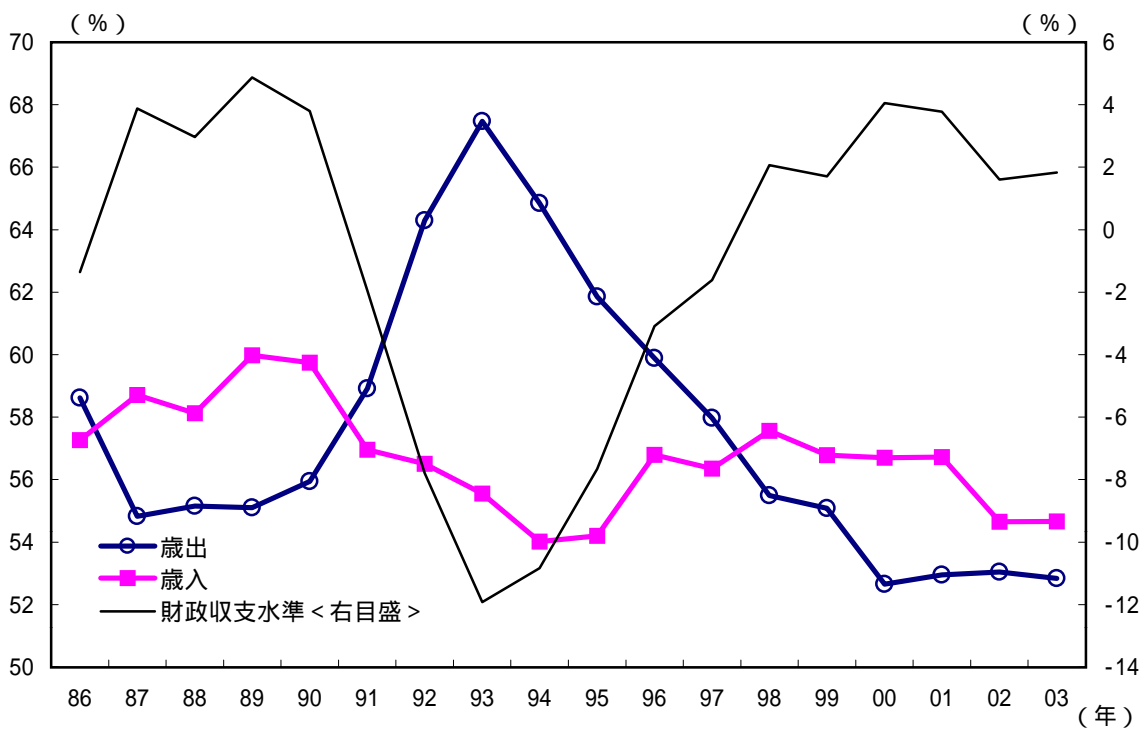
(図表15-4)

歳入・歳出の動き < スウェーデン >

(1) 増減額



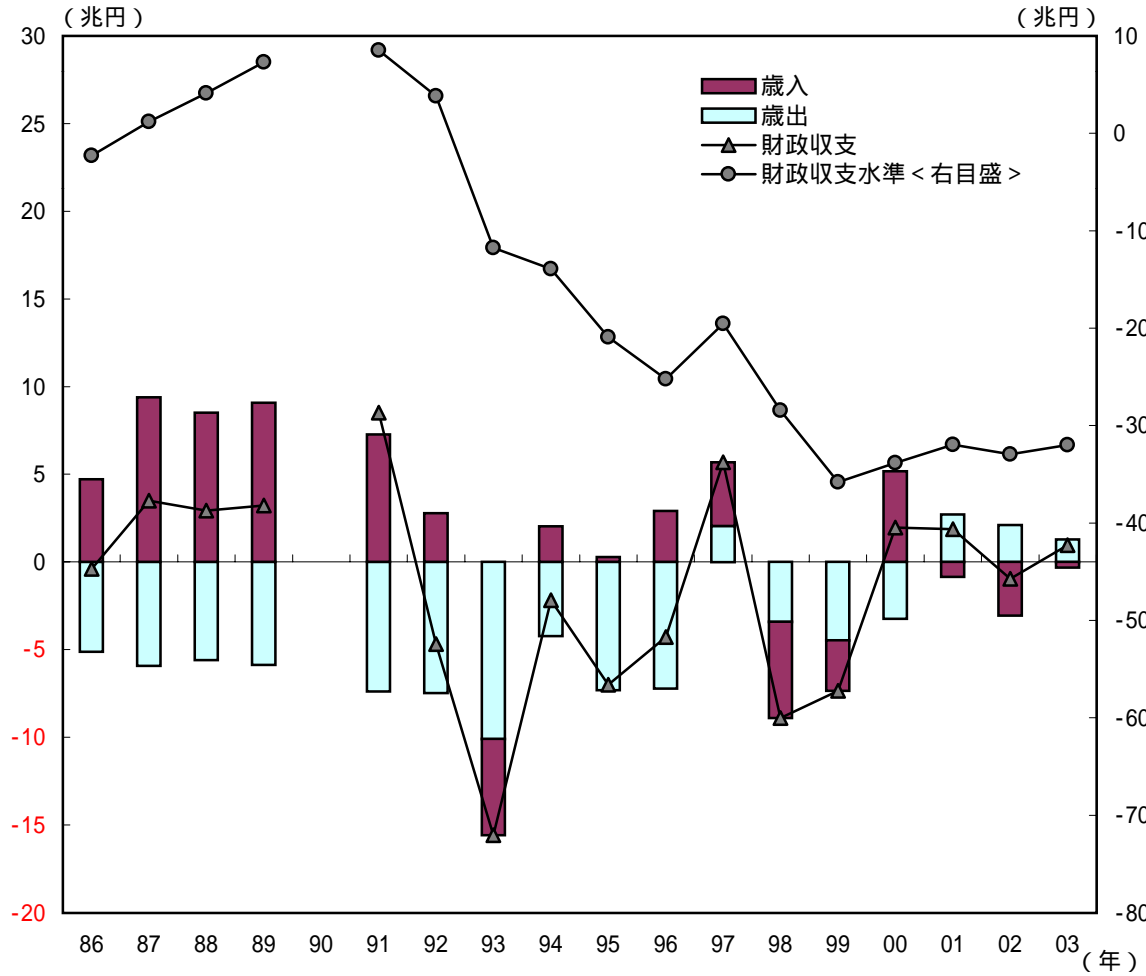
(2) GDP比



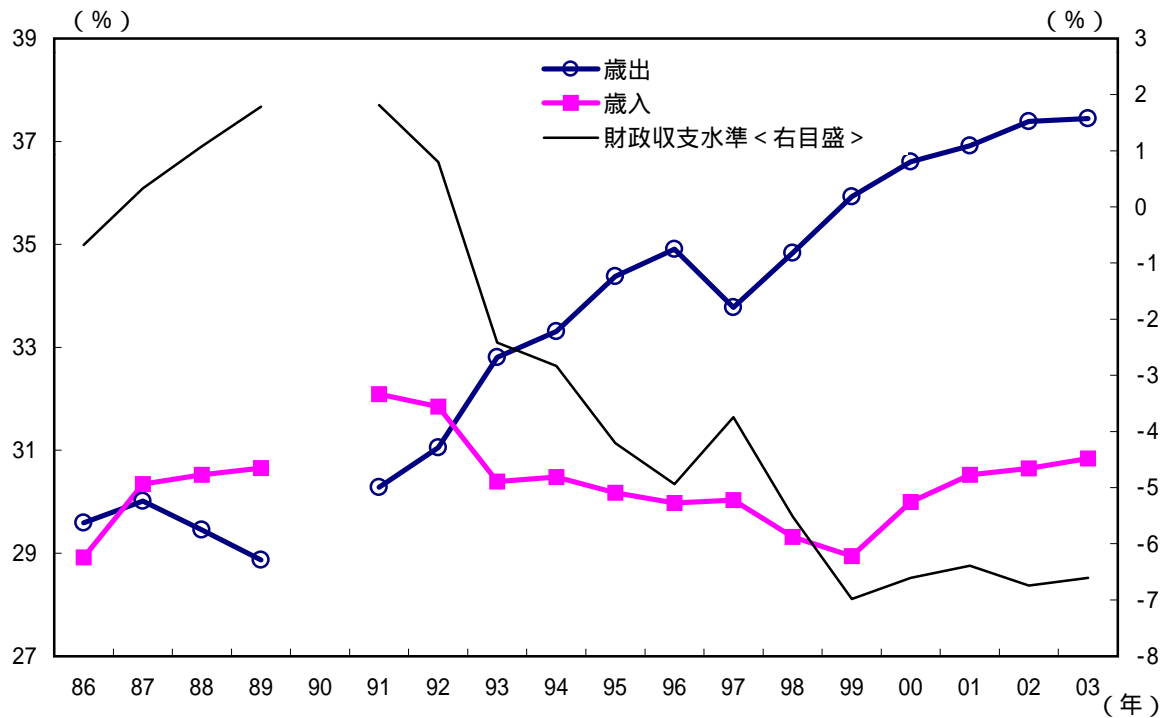
(資料) OECD "Economic Outlook" December 2001

歳入・歳出の動き < 日本 >

(1) 増減額



(2) GDP比

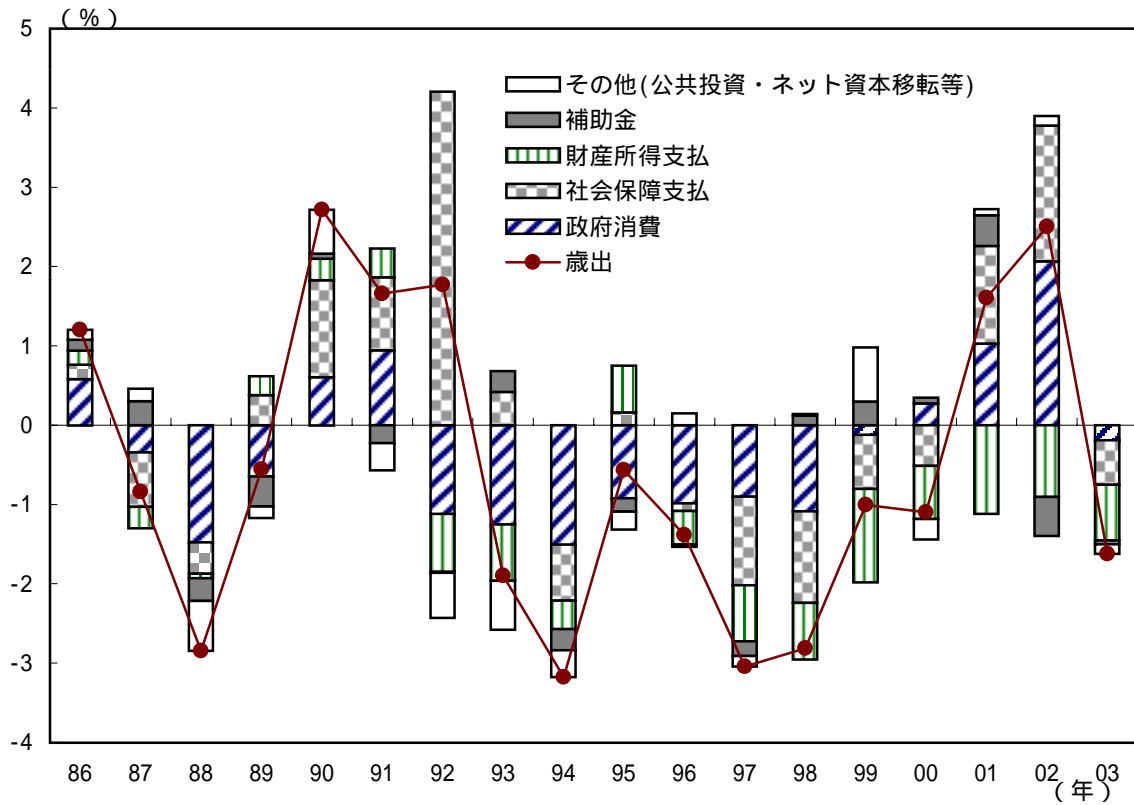


(注) 90年は、SNA改訂の接続年であるため、削除した。

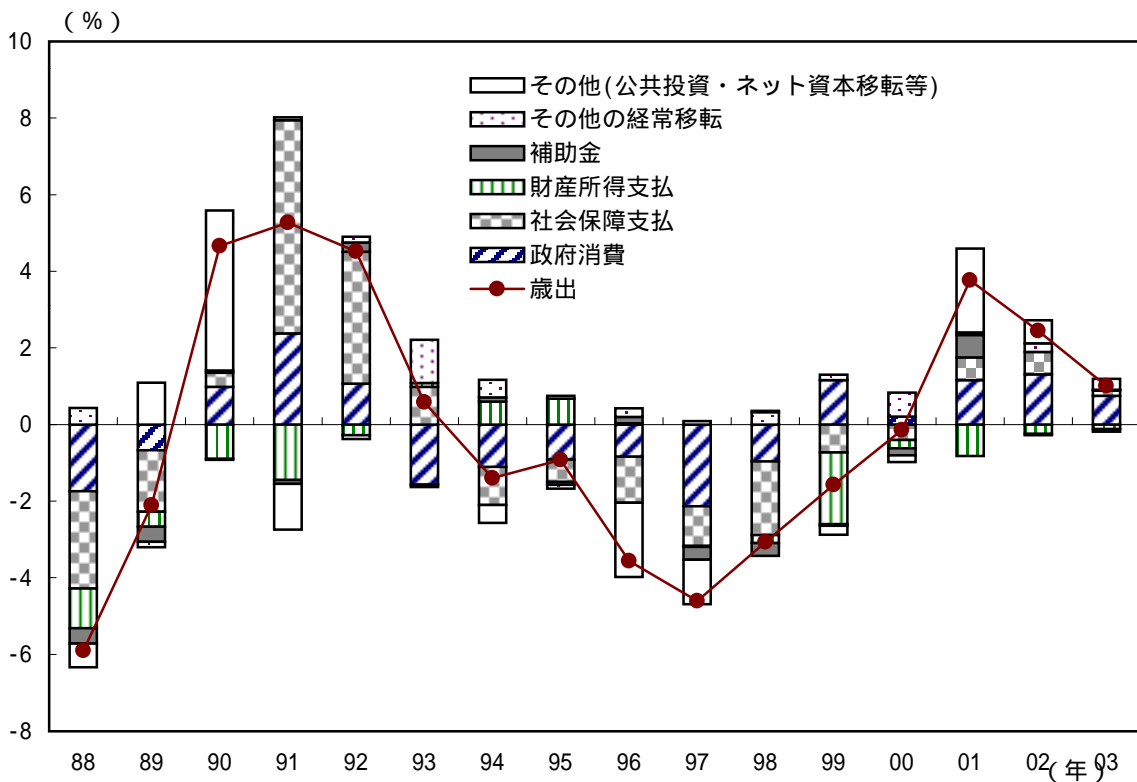
(資料) OECD "Economic Outlook" December 2001

歳出の増減率寄与度 (1)

(1) アメリカ

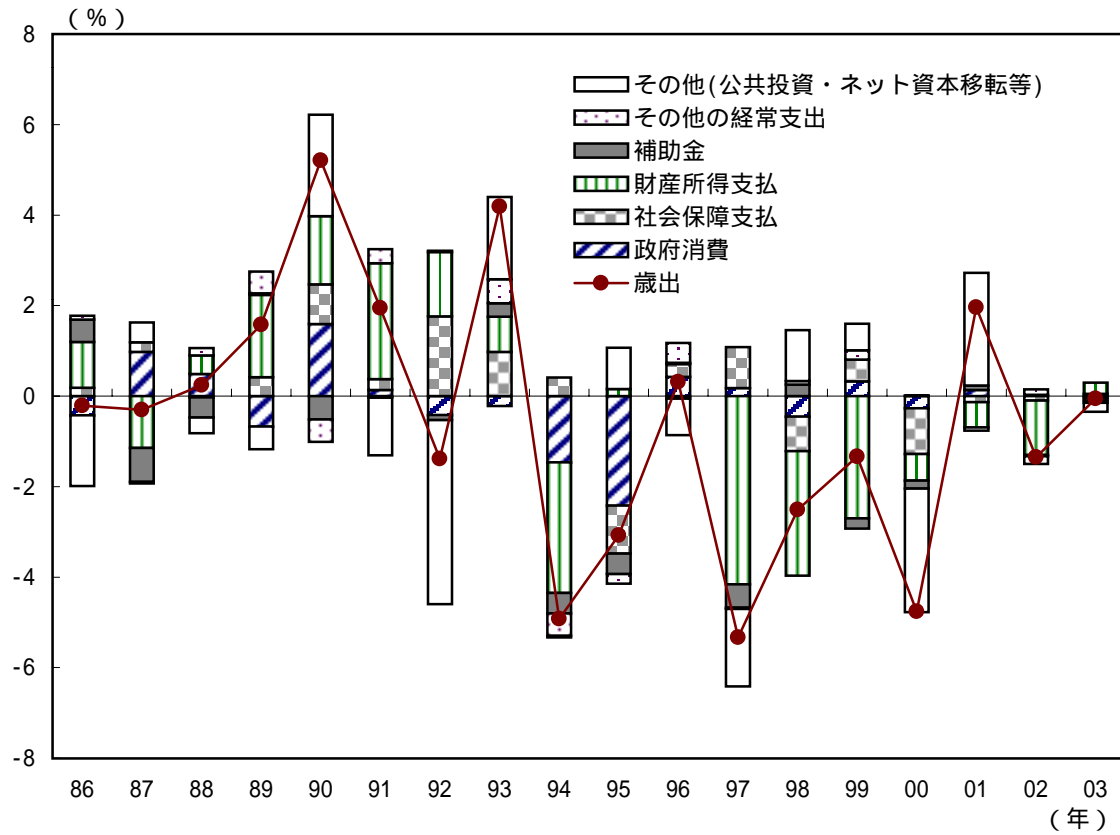


(2) イギリス

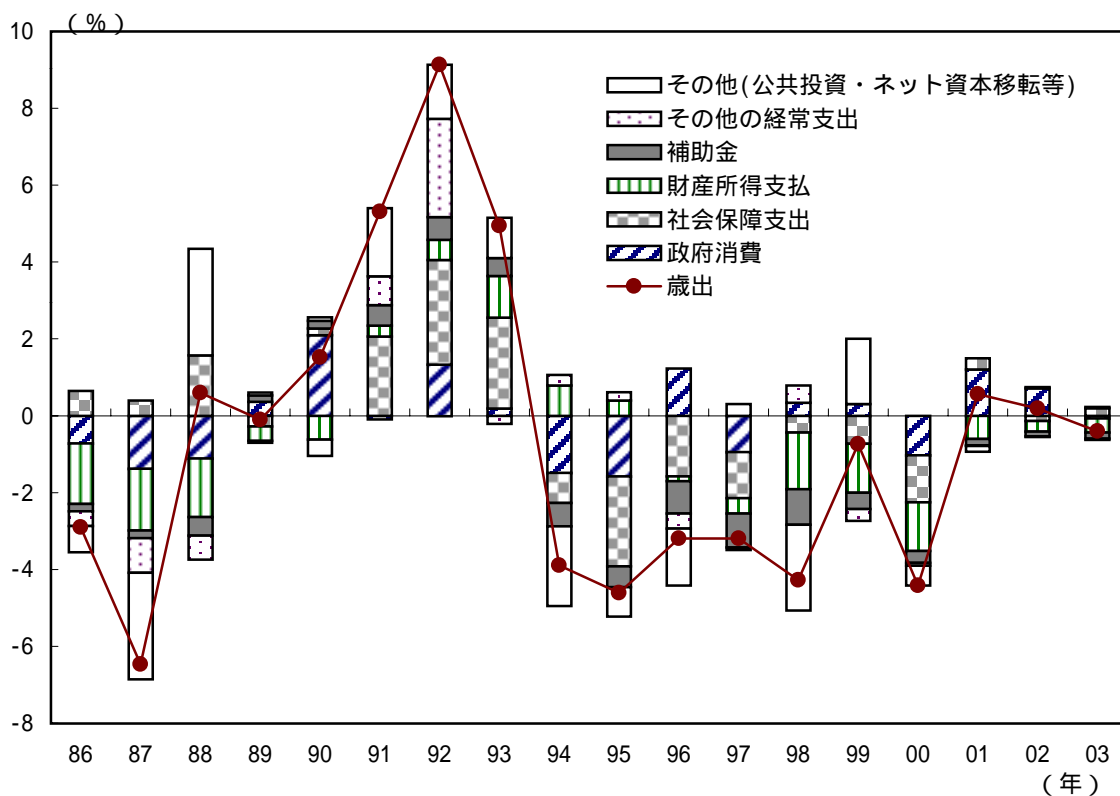


歳出の増減率寄与度 (2)

(3) イタリア

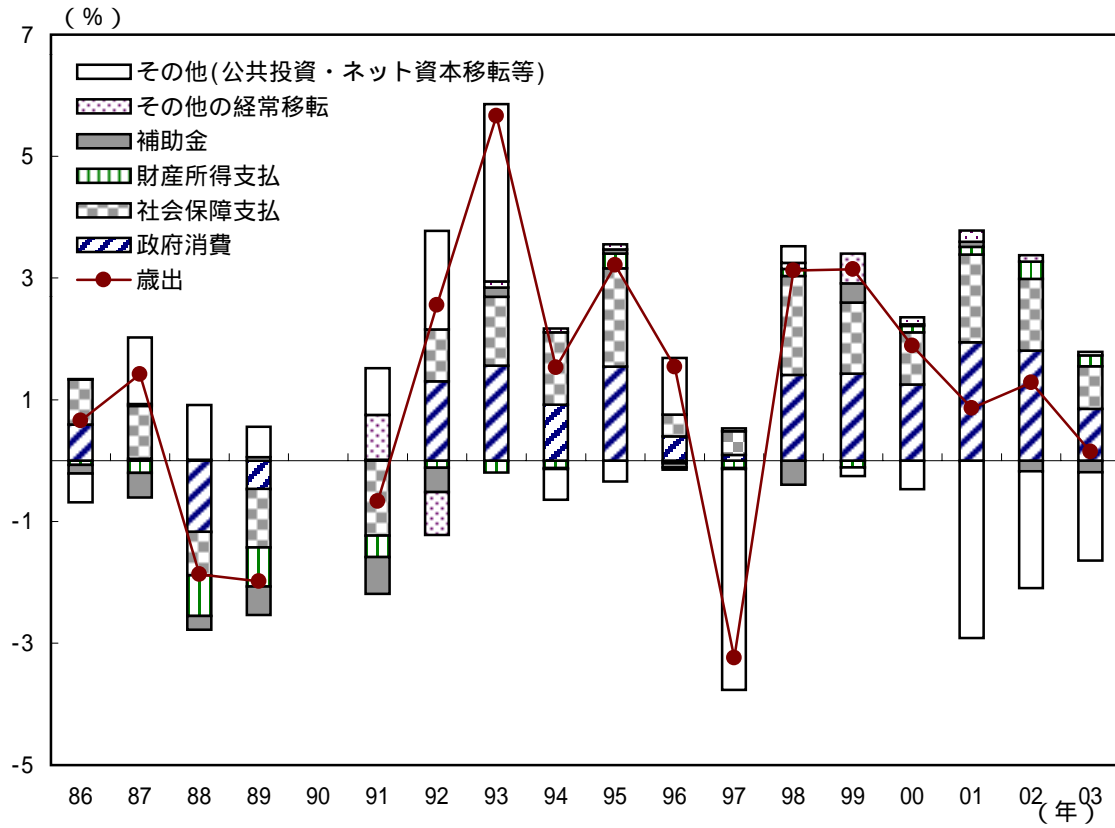


(4) スウェーデン



歳出の増減率寄与度 (3)

(5) 日本



(注) 90年は、SNA改訂の接続年であるため、削除した。
(資料) OECD "Economic Outlook" December 2001

(図表17-1)

		アメリカ		イギリス<ケース1>		イタリア		スウェーデン										
		悪化	改善	悪化	改善	悪化	改善	悪化	改善									
問題点	時期	～90年(レーガン政権)		90年代(ブッシュ・クリントン)		～90年代初		90年代後半										
	対名目GDP比	プライマリバランス	均衡(94), +3.8%(98)		赤字(93)		65年度以降既に赤字		92年度以降黒字									
		財政収支	2.6%(81) 6%(83)	29年ぶりに黒字(98), オバマ・ジョーシでも黒字(99)	赤字(93)		黒字化(97)		8～9%(70年代), 平均 11%超(80年代)									
		構造的財政収支	60・80年代景気拡大にも拘わらず赤字増加		黒字		80年代から赤字		赤字は6.9%も減少(93)									
		循環的財政収支																
		ネット利払																
		歳入	大型減税のみ先行		増税 17.8%(92) 19.8%(97)													
	歳出	削減が遅々として進まず 毎年2割近く公債に依存		22.5%(92) 20.1%(97)				財政赤字削減(97)で歳出削減は約6割を占めた。(公債費削減1.3%分が最も大きく、その他医療・年金・公務員人件費削減など)										
	債務残高	32.5%(81) 50%超(87)	70%近く(90年代半ば)				40%(70年代初)50%超(70年代終)		124.9%(94)									
	平均maturity	長期化		長期債 短期債(公債管理政策)発行コスト削減・利払費削減				1.5年以下まで短期化(81)		中長期国債割合48.2%(90) 63.2%(97)・政府短期証券割合25.1%(90) 12.1%(97)								
変動金利割合																		
対策	マーケット	金利	長期金利	10年物国債 7～9%(70年代) 10～13%(80年代前半) 7～8%(後半)	財政赤字削減により低下				債務残高巨額 長期金利		95年以降低下(利払負担徐々に軽減)		GDP成長率を上回る 赤字の自己増殖、引き下げ(93)		94.7 0.5%上昇、8月 更に上昇、その後低下			
			短期金利	9～13%(80年代後半) 6～9%(後半)	3～8%(90年代前半) 4～5%(後半)		14%(90) 10%(92) ERM離脱により7%(92年末)				大幅 (公定歩合15%(92) 7%(94))		引き下げ(93)					
		為替	為替レート実質実効					ERM離脱による切り下げ		下落(輸入インフレを誘発)		暴落(92)、変動相場制へ						
		インフレ率	マネーサプライの引締政策を支持、2桁のインフレを収束させることに成功	低インフレ		インフレ抑制		インフレ抑制		20%超(80年代)		4.4%(96) 2.6%(97)		10.4%(90) 2.6%(92)、93年インフレターゲット導入		低インフレ		
		株価		上昇										80年代後半株価と地下が急騰 89～90年をピークに暴落				
	マクロ	成長率	名目	景気拡大		景気拡大		1.5%(91) 景気低迷		+3.5%(97)				7.1%(91～93) 2.4%(93)		+4.1%(94)以降安定した成長 +3.8%(99)		
			実質	景気拡大		景気拡大		1.5%(91) 景気低迷		+3.5%(97)				7.1%(91～93) 2.4%(93)		+4.1%(94)以降安定した成長 +3.8%(99)		
		IS/L	経常収支	赤字拡大、3.4%(86)		一段と悪化(99年過去最高 3.7%)		大幅な拡大		90年代を通し概ね改善傾向		黒字化		赤字		黒字化		
		労働市場	貯蓄率	9.4%(81) 5.1%(89)		11.7%(80) 3.9%(88)								バブル崩壊後上昇 消費抑制 不況深刻化				
			失業率	5～7%(80年代後半)		99年以降は4%台の低水準で推移		5.5%(97) 4%(99)		10%超(80年代前半)		10.3%(93) 12.2%(97)		2%(90) 8%(93)		5.6%(99)		
名目賃金	労働運動や労働コスト抑制に成功										労働生産性を上回る賃金上昇率を記録 物価水準押し上げ 輸入の増加による経常収支の悪化							
財政	歳入	税制	減税(81)		増税(90年・93年包括予算調整法)(所得税引上げ、法人税率引上げ、ガソリン税引上げなど)		所得税減税、付加価値税増税		所得税・法人税という所得課税を減税し、付加価値税などの消費課税を増税 経済回復 税収増		税率低く、課税ベース小さいため財源調達機能十分に果たさず		増税 徴税強化		高額所得者所得税率・課税最低限 間接税率・社会保険料など 法人税率 企業の競争力強化			
		インフレ税																
	歳出	社会保障改革			公的医療保障の支出削減		年金制度改革(86)				手厚い年金制度 無料医療サービスの実施		年金制度改革 医療制度見直し(公的医療支出6.6%(91) 5.4%(95))		エーデル改革(92):高齢者の医療費削減と同時に質の向上が図られた		年金改革(99)	
		その他	国防費大幅増加		国防費の削減(冷戦の終結)										各種手当や補助金などの廃止、レベルの引き下げ			
		ルール	GRH法(85) 失敗		CAP制 Pay-As-You-Go		オバマ・ジョーシ部分を除いた赤字目標額設定		コントロール・トル(93年度予算) ゴールデン・ルール(97年度補正予算)				オバマ・ジョーシ(新たな支出又は支出の増加について、その財源を示さなければならない)		3年間の税年度にわたる財政支出に上限=シーリングを置く制度(97)			
民営化			連邦政府の規模縮小(職員数609万人(70) 413万人(99))		民営化本格化(83)重要な収入増 E-エン-化(88)		民営化による歳出減 PFI(94急速に進展)		国有企業のシェア大。多くは非効率な経営により赤字体質定着		民営化推進(93年以降本格化)、民営化株売却収入・補助金							
まとめ	大型減税のみ先行し、歳出削減がなかなか進まなかった。		一連の財政赤字削減努力 力強い景気回復		サッチャー政権の頃、財政は黒字化したが、景気拡大によるところが大きく、構造的財政収支は赤字であった。しかし、楽観視して、減税など行なった結果、90年代初の不況により、一気に財政赤字が拡大。		サッチャー政策の土台 +民間活力の利用 予算編成上の規律厳格化 税制改革(直接税 間接税)		甘い社会保障給付 国有企業のシェアが大きい(南部への所得移転機能) 短命政権が続いたため、長期的視野に立った財政赤字削減策が打ち出せなかった。		「ユーロ第一陣参加」という外圧で成功 社会保障支出の削減 増税・徴税強化		世界的な不況 福祉国家の構造的要因 バブル崩壊 金利上昇による赤字の自己増殖 通貨の暴落		徹底的な歳出削減 国民の負担増 経済の活性化 金融システムの再構築 E-デル改革 公的年金改革			

(図表17-2)

		イギリス<ケース2>			
		悪化	改善		
問題点	時期	70年代前半<76.12(IMF借款)> 70年代後半			
	対名目GDP比	プライマリバランス			
		財政収支	9.4%(75)		
		構造的財政収支			
		循環的財政収支			
		ネット利払			
		歳入			
		歳出			
	債務残高				
	平均maturity	長期債発行環境悪化(特に74~77)TB、短・中期債の発行額が上昇			
変動金利割合					
対策	マーケット	金利	長期金利		
			短期金利		
		為替	為替レート	暴落(76)	
			実質実効		
		インフレ率	上昇(70年代前半)	抑制が主要な政策目標	
	株価				
	マクロ	成長率	名目	72,73年景気急速に回復「バブル」(オイルにより長く続かず)74,75年 マイナス成長	
			実質		
		ISバランス	経常収支	赤字	黒字化
			貯蓄率		
		労働市場	失業率	2%台(74)	4%台(76~)
	名目賃金				
	財政	歳入	税制		
			インフレ税		
		歳出	社会保障改革		
			その他		歳出削減
			ルール	五ヶ年公共支出計画制度(61):将来の歳出に関連する重要な決定は何年かにわたる歳出全体の定期的な見直しに照らしてなされねばならない 失敗	追加支出制限方式(キャッシュ・リミット 公共支出に金額の上限を課す)(76)
			民営化	民営化失敗(不況により失業率上昇したため)	
		まとめ	不況 財政赤字拡大 景気回復のため緩やかなポンド切下げを誘導 失敗し大暴落 IMF借款		

米国における取り組み

1969 年以来、ピークの年で約 2904 億ドル (約 33 兆円) もあった財政赤字を約 30 年ぶりに黒字に転換。

1981 年 レーガノミックス (レーガン)

概要 (サプライサイド・エコノミクス)

- ・ 1984 年度の財政収支均衡を目指す。
- ・ 82 ~ 84 年度で所得税等約 2,800 億ドルの減税の実施。
- ・ 82 ~ 84 年度で国防費を除く歳出を約 1,300 億ドル削減。
- ・ 政府規制の緩和 (航空、金融、通信、エネルギー分野等) 等

結果

- ・ 税収増が当初の見込みどおり得られなかった一方で歳出カットが当初予定通り進まず、財政赤字が拡大。
- ・ 双子の赤字。

1985 年 グラム・ラドマン法 (GRH 法 / レーガン)

概要

- ・ 1991 年度の財政収支均衡を目指す (後に 1993 年度に先送り) 。
- ・ 各年度の財政赤字目標額を設定し、年度当初において、財政赤字が目標額を一定以上上回ると見込まれた場合、一律削減を行う。

結果

- ・ 年度当初見込みと実績が乖離し、財政赤字の流れは止まらず。

1990 年 包括財政調整法 (OBRA90 / ブッシュ)

概要

- ・ 歳入増加策とともに、メディケアの削減等具体的な歳出削減策を規定。
- ・ 裁量的経費の上限を定める Cap や、義務的経費の増・減税に係るスクラップ・アンド・ビルドを定めた pay-as-you-go を導入。
- ・ 91 ~ 95 年度で財政赤字を合計約 5,000 億ドル削減。

結果

- ・ 歳入増加が見込みを大幅に下回り、財政赤字削減見込みを達成できず。

1993 年 包括財政調整法 (OBRA93 / クリントン)

概要

- ・ OBRA90 と同様、歳入増加策とともに具体的な歳出削減策を規定。
- ・ Cap, pay-as-you-go を導入の規定を 1998 年度まで延長。
- ・ 93 ~ 98 年度で財政赤字を合計約 5,000 億ドル削減。

結果

- ・ 歳入増加・歳出削減ともに見込みを上回る結果となり、財政赤字は大幅に縮小。

1997 年 財政調整法 (クリントン)

概要

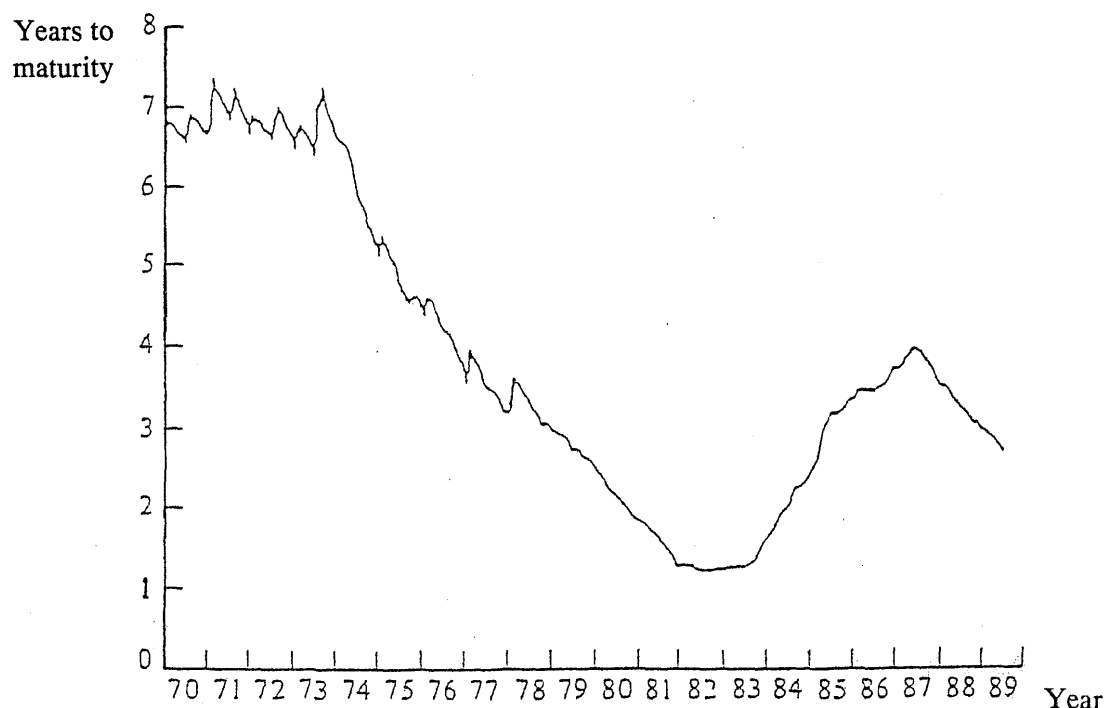
- ・ 2002 年度の財政収支均衡 (議会との合意内容) を法定。
- ・ Cap, pay-as-you-go の規定を 2002 年度まで延長。
- ・ 98 ~ 2002 年度で財政赤字を約 1,750 億ドル削減。

結果

- ・ 従来 of 財政収支均衡目標年次である 2002 年度よりも 4 年早い 98 年度に財政黒字を達成。

国債について (イタリア)

(1) イタリア国債の平均マチュリティー



(出所) Bank of Italy

(2) イタリア国債発行ウェイトの推移

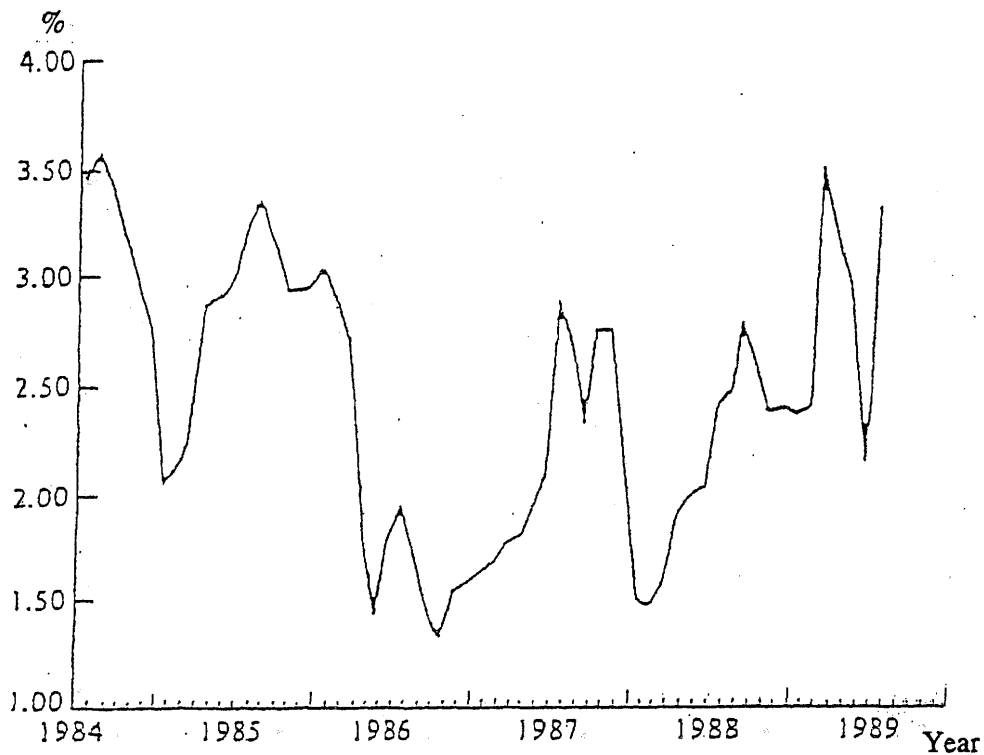
	Total (% of GDP)	BOT	CCT	BTP (% of total issues)	Foreign currency	Others
Gross						
1980	35.97	90.78	9.21	0.01	0.00	0.00
1981	46.70	91.39	4.25	2.54	0.00	1.83
1982	59.71	83.95	14.51	0.94	0.44	0.16
1983	56.46	74.89	20.99	3.66	0.18	0.28
1984	47.34	66.51	27.82	5.18	0.49	0.00
1985	47.62	66.64	25.28	4.50	0.88	2.71
1986	44.96	66.39	19.79	13.30	0.52	0.00
1987	41.45	78.25	13.73	4.68	0.72	2.62
1988	42.27	77.01	5.14	14.19	3.23	0.43
Net						
1980	6.24	104.64	11.04	-6.96	0.00	-8.72
1981	8.90	79.80	6.65	9.23	0.00	4.32
1982	10.32	56.80	47.70	-2.84	2.49	-4.15
1983	12.79	13.80	83.10	4.66	0.79	-2.35
1984	10.04	12.83	78.29	11.64	2.33	-5.09
1985	13.20	12.42	74.05	3.74	3.17	6.61
1986	10.87	9.98	55.10	36.05	2.14	-3.27
1987	8.57	30.17	42.28	16.07	3.48	8.00
1988	9.50	35.36	-7.65	58.31	15.21	-1.23

(資料) Bank of Italy

(注) BOT:TB、CCT:短期金利連動債、BTP:固定利付債。

TBとCDの金利差について (イタリア)

(1) イタリアにおけるTBとCDの金利差の推移



(注) TB、CDともに1年物。

(出所) Bank of Italy

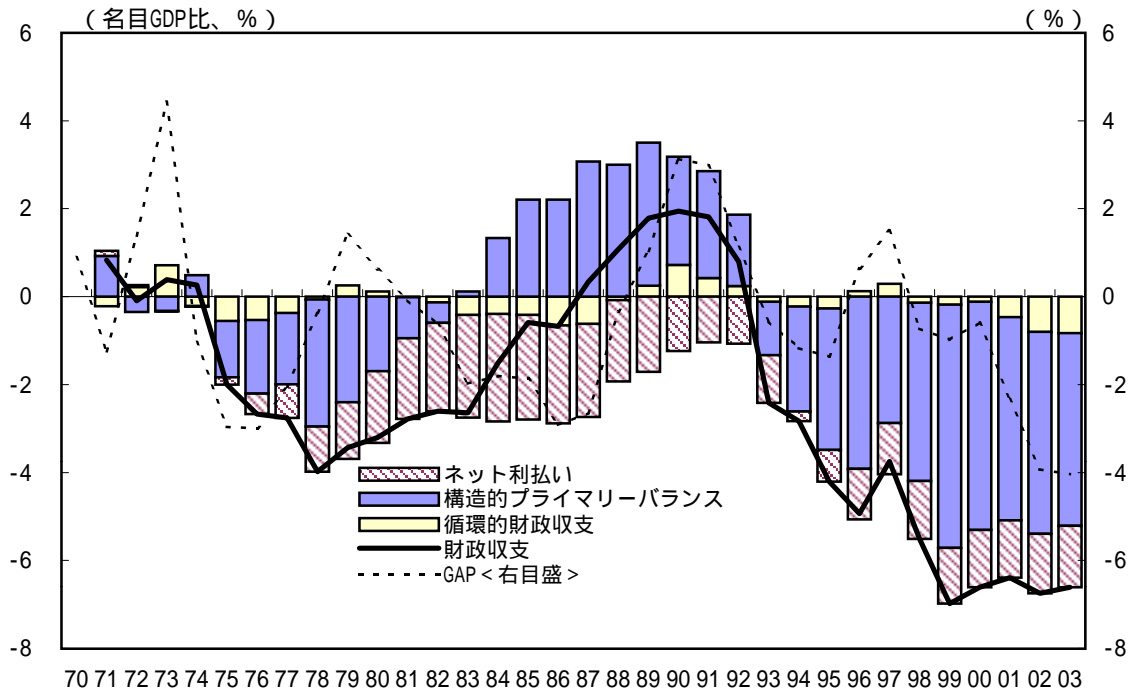
(2) 政府債務比率とTB-CD金利差の関係 (1998年時点)

	Debt/GDP (%)	TB3-CD3 Differential
Belgium	126	2.2
Italy	95	1.0
Netherlands	80	0.9
Canada	69	-0.1
Japan	68	-2.1
United States	52	-1.1
Great Britain	45	-0.4
Germany	45	-0.1

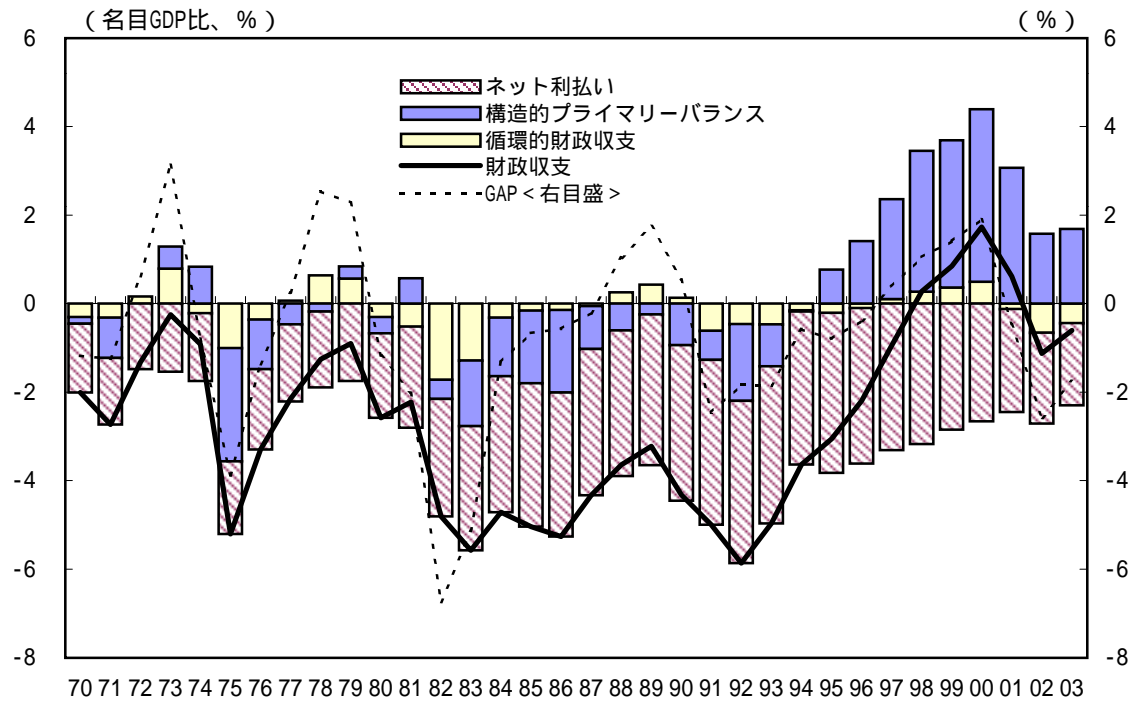
(資料) Bank of International Settlements Databank

各国の財政収支(1)

(1) 日本



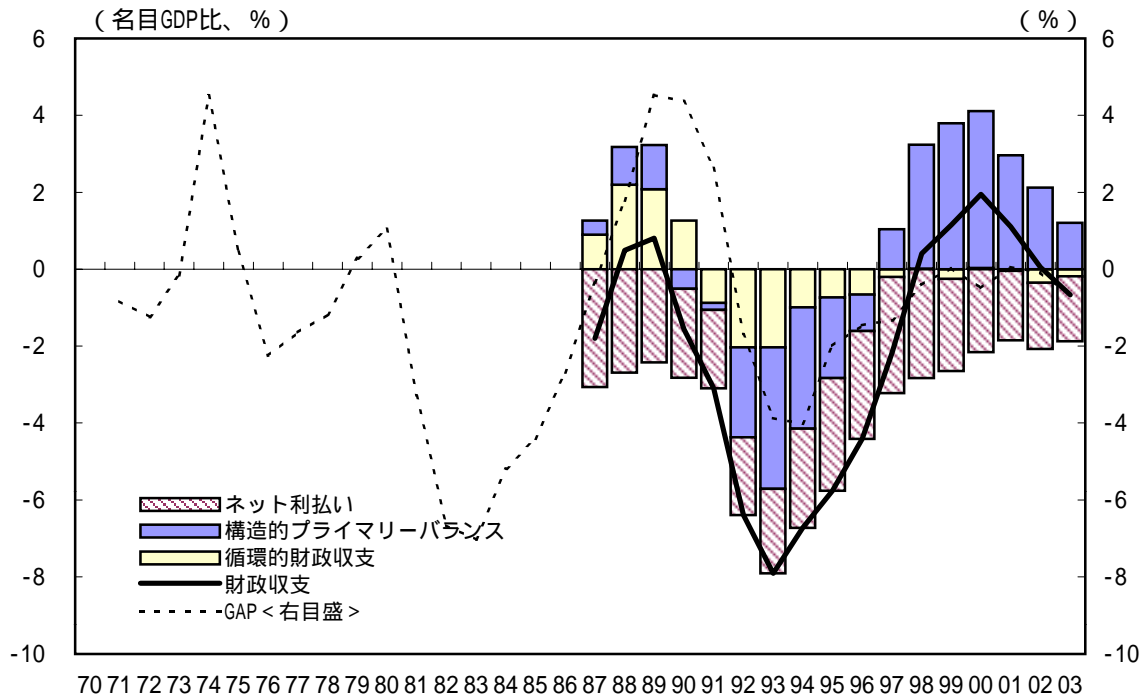
(2) アメリカ



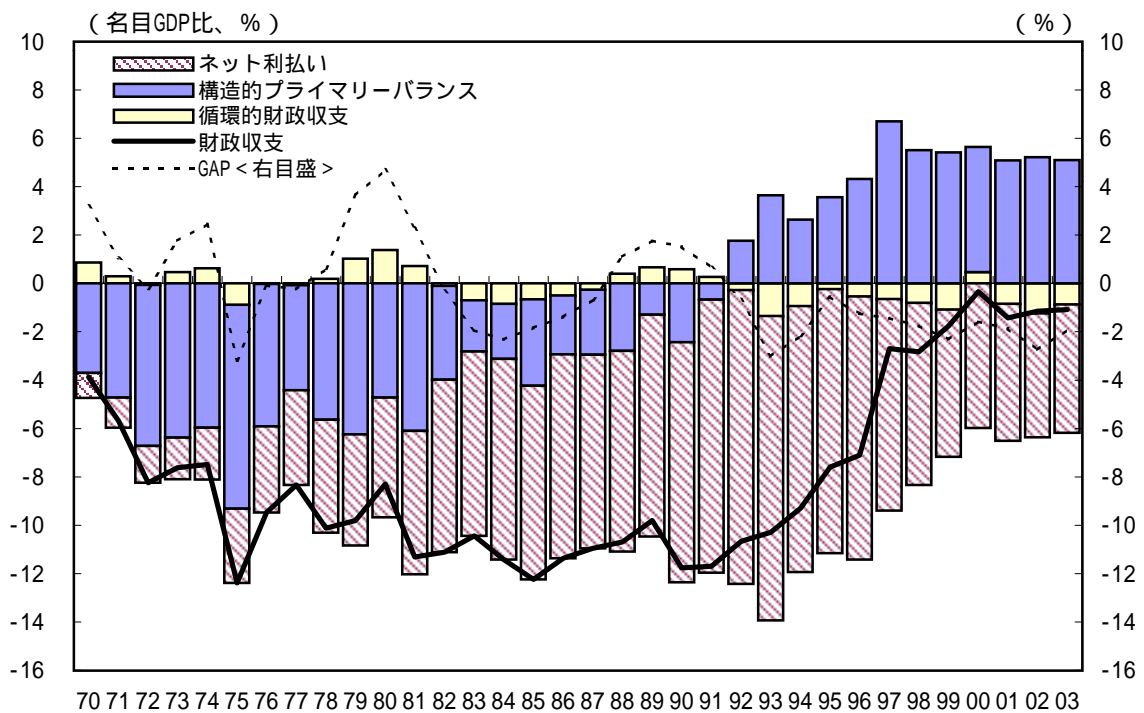
(注) 2001年は実績見込。2002、2003年は見通し。
(資料) OECD "Economic Outlook" 2001 December

各国の財政収支(2)

(3) イギリス



(4) イタリア

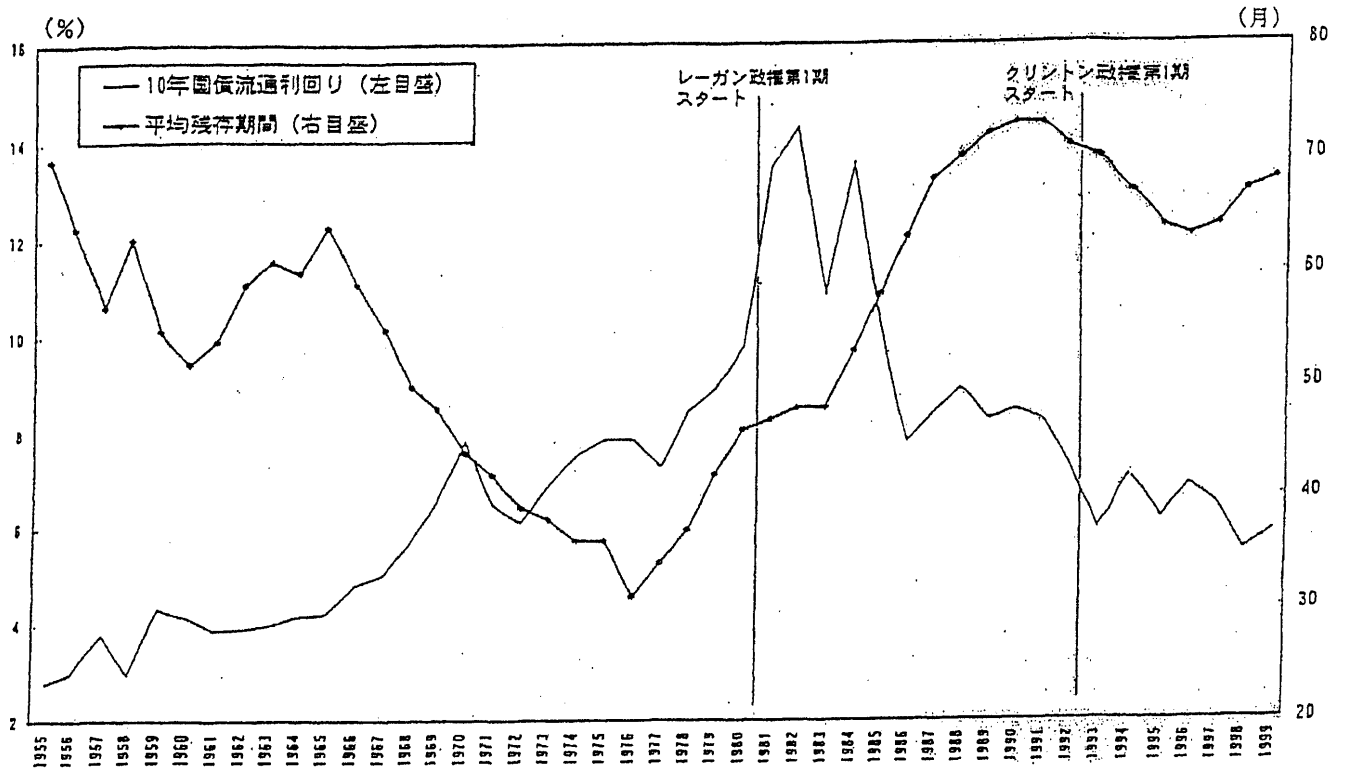


(注) 2001年は実績見込。2002、2003年は見通し。
(資料) OECD "Economic Outlook" 2001 December

(図表21)

国債について

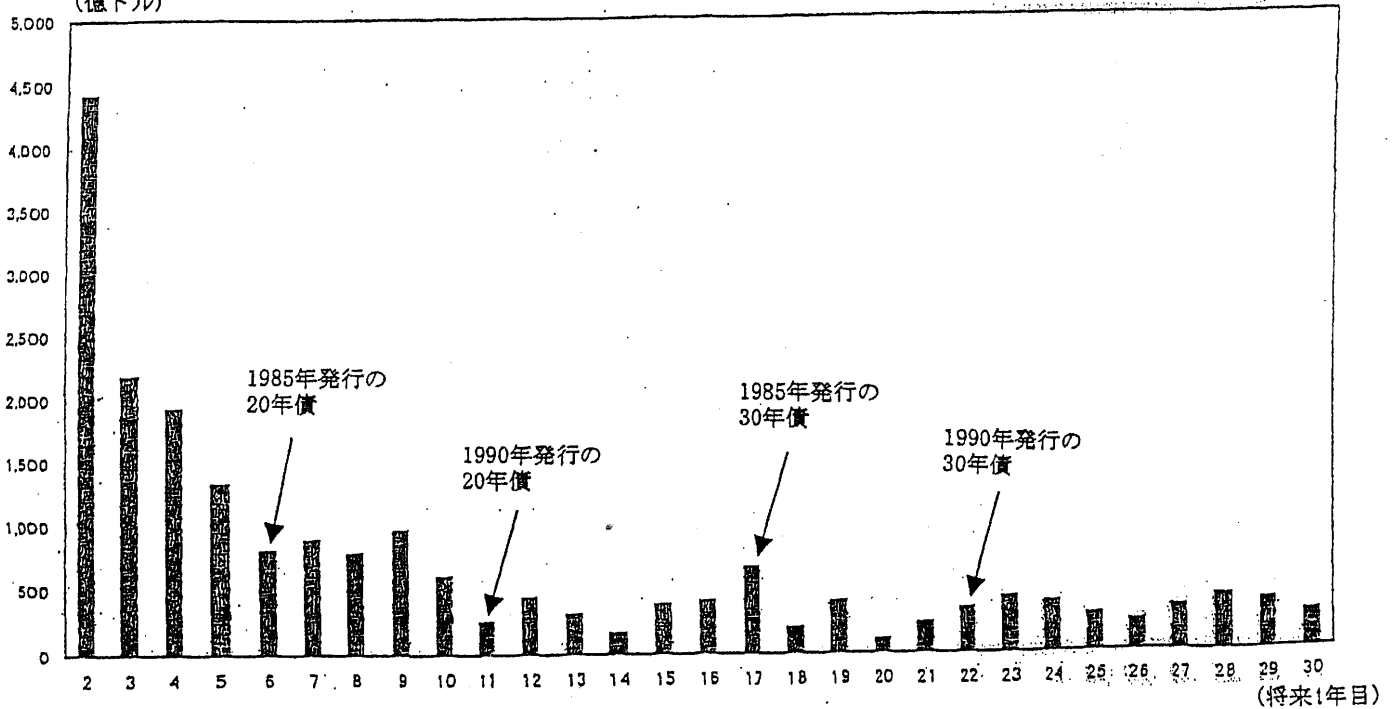
(1) アメリカにおける長期金利と国債の平均残存期間



(出所) FRB, Treasury Bulletin

(2) アメリカの償還スケジュール

(億ドル)



(注) 1. 1999年9月30日時点での予定額。
2. 将来1年目は1999年末より起算。将来2年目=2001年。

(出所) Treasury Bulletin