

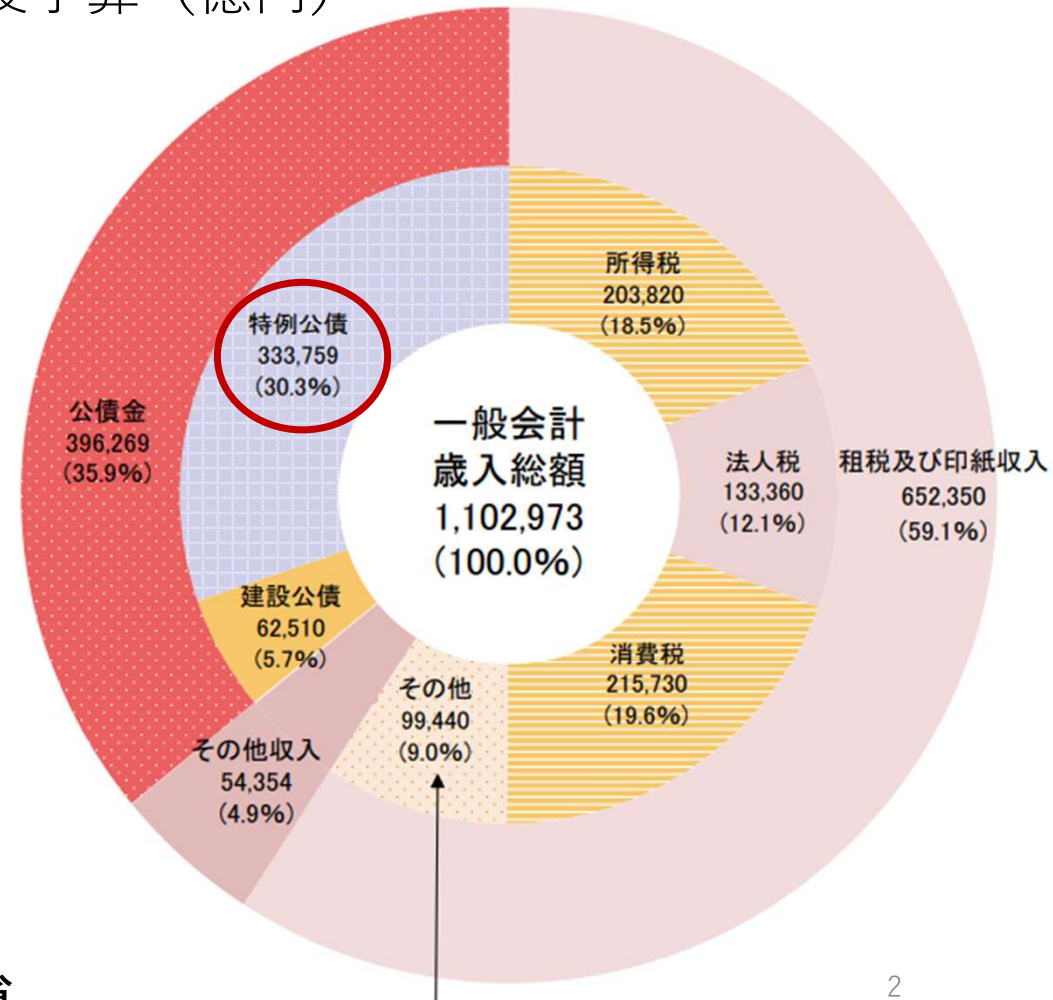
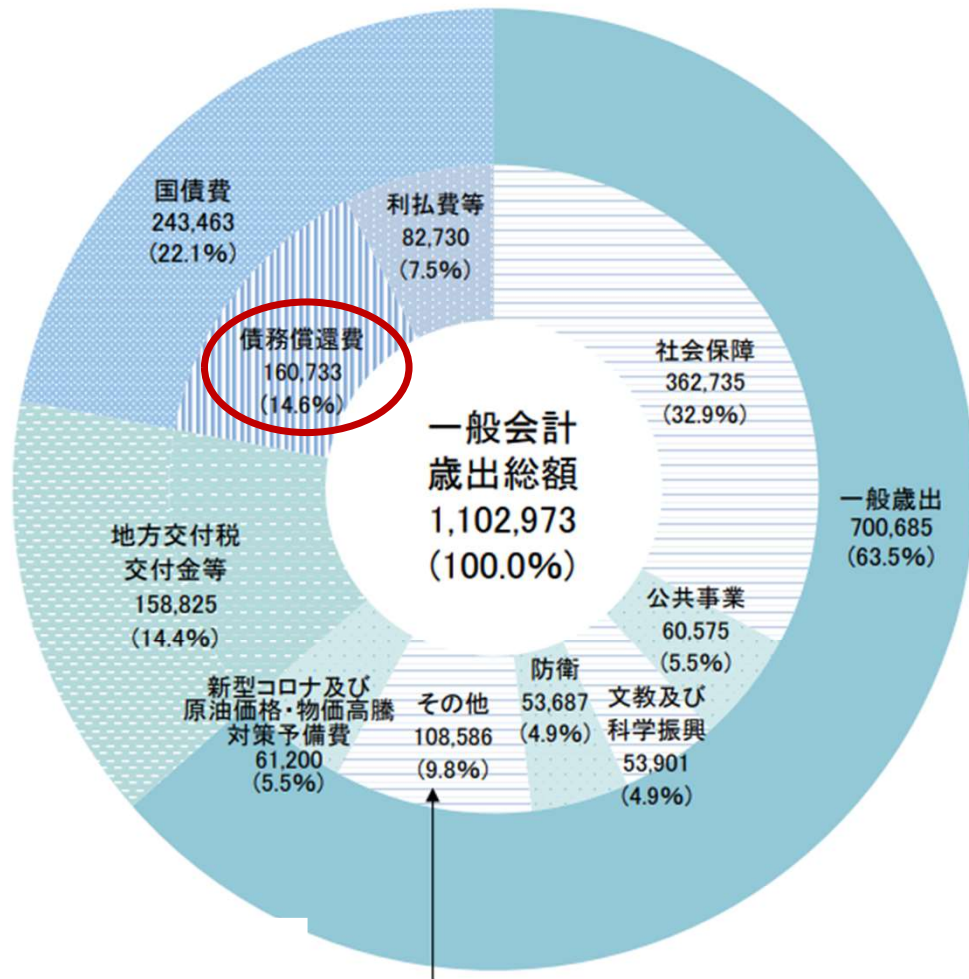
日本経済の新しい見方  
於 責任ある積極財政を推進する議員連盟

**第13回勉強会**  
**令和4年11月2日**

**元内閣官房参与**  
**本田 悦朗**

# 債務償還費(16兆円、14.6%)を特例国債で賄う

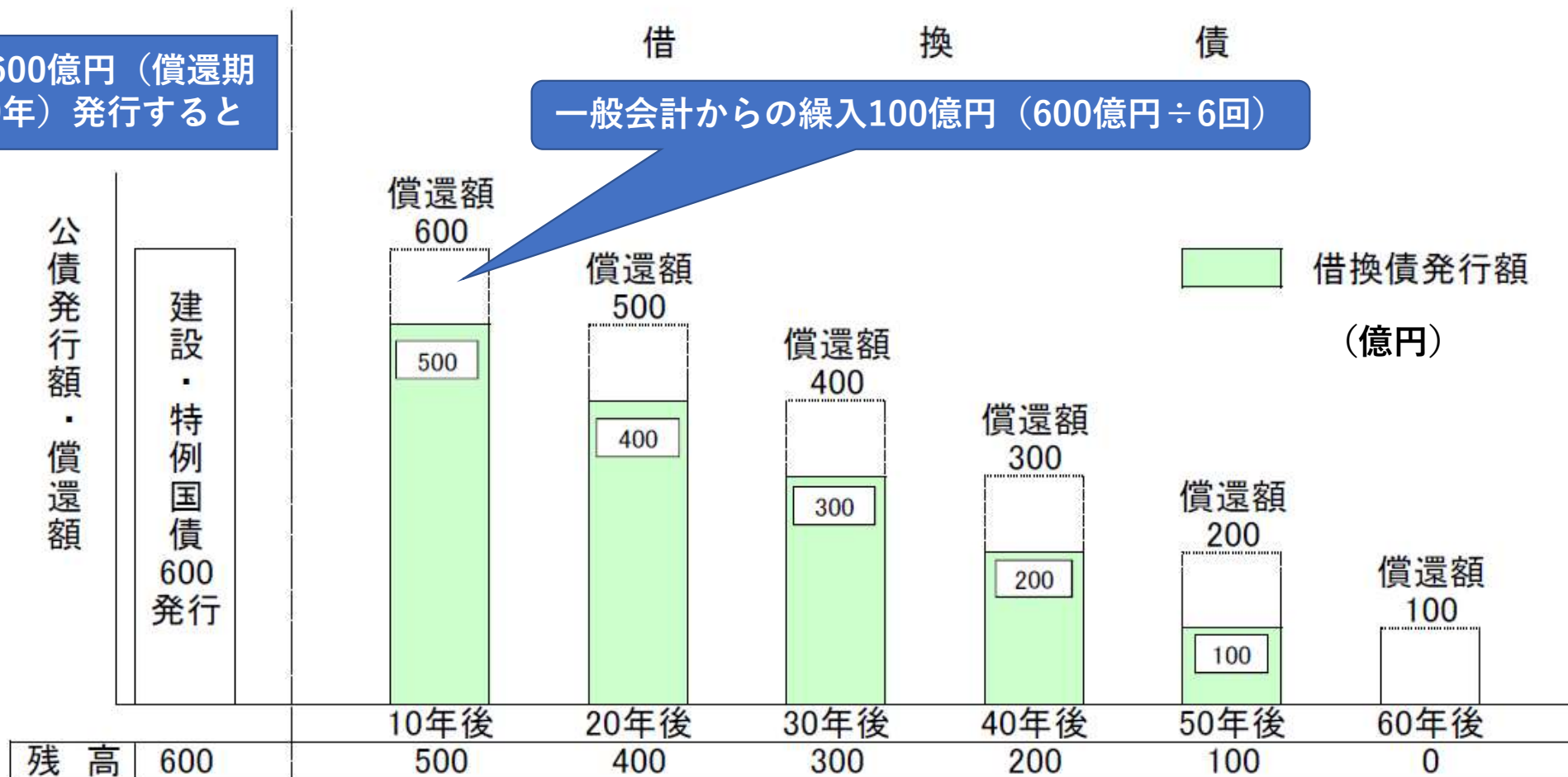
令和4年度補正後予算 (億円)



財務省

## 借換債による公債償還の仕組み <60年償還ルール>

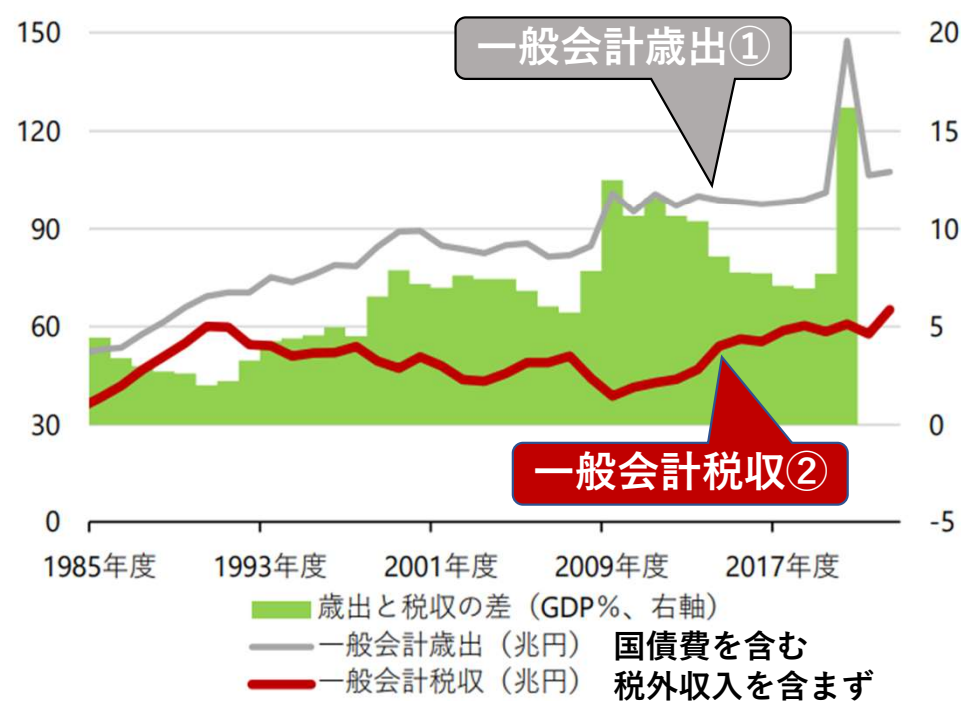
国債600億円（償還期限10年）発行すると



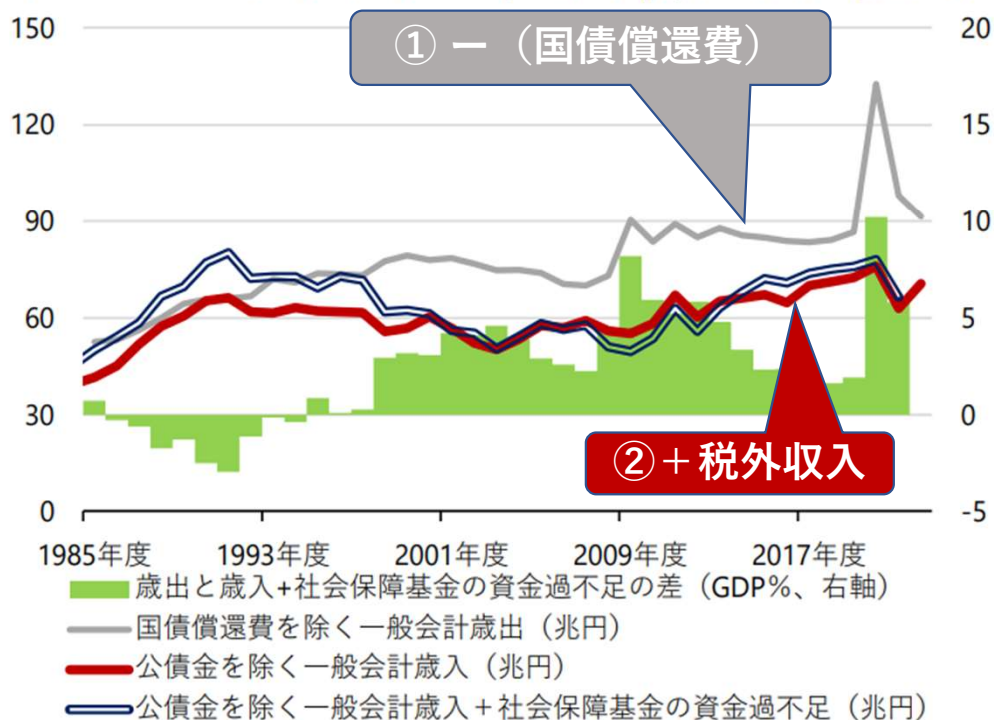
600億円を10年償還、60年で完済すると償還期が6回（60年÷10年）、各回に100億円一般会計からの繰入で償還。

# 開いたワニの口は「財政悪化」を意味しない

<典型的な開いたワニの口>



<グローバル・スタンダードでの開いていないワニの口>



出所：財務省、岡三証券

注：2020年度までは決算、2021-2022年度は当初予算

会田卓司氏資料より抜粋

# 減債制度を廃止しても債務残高は不変

- 減債制度（60年償還ルール）のもとでは、一般会計で「債務償還費」を特例国債発行で調達し、特別会計に組み入れ、原則60年で償還
  - ⇒ 特例国債の残高がその分増加
- 減債制度を廃止すると、償還期限を迎えた国債は、借換債を発行して償還
  - ⇒ 借換債の残高がその分増加
- 国債発行後は、特例国債・借換債（・建設国債・財投債も）区別がない
  - ⇒ 減債制度（60年償還ルール）を廃止しても、債務残高は不変

# 償還の意思と能力を示すためには経済成長

- 「60年償還ルール」は必要か？
    - ⇒ 国債の信認の維持、確保
    - ⇒ 歴史に裏付けられた制度的保証であり、国家の「国債償還の意志と能力」を示し続けることは重要（富田俊基氏資料から引用）
  - しかし、国家の財務状況に関する信認は、「**財政規律**」と言った**定義の困難な「精神主義的」要因**によっては確保できない
    - ⇒ **客観的実績に基づいた根拠**によるべき
    - ⇒ **ドーマー条件（名目GDP成長率 > 国債名目金利）、プライマリーバランスの安定（黒字でなくても可）**
    - ⇒ マクロ経済のパフォーマンス（物価の安定、完全雇用）
- 経済環境に応じた最適な政策が必要**

# 国債残高は単なる「通貨発行の記録」か？

- 単なる「通貨発行の記録」ではなく、通貨の発行残高（**マネーストック**）は、実体経済に大きな影響を与える
- 国債発行による財政出動により、民間経済に通貨（**預金通貨、マネーストック**）が増発される
- 市場で発行された国債を日銀が購入し、その代金は日銀当座預金に入金（**マネタリーベース**の増加）。日銀当座預金が増えると、民間銀行が貸し出しできる金額が増え、銀行融資が増加
- 銀行融資は、必要な準備預金の日銀当座預金があれば、預金（**預金通貨、マネーストック**）と貸し付けを両建てで増やすことができる（**キーストロックマネー**）。日銀が当座預金を増やせば、その何倍（**信用乗数**）かの預金通貨が増える。

# 国債残高対GDP比は中長期的に収束させる必要

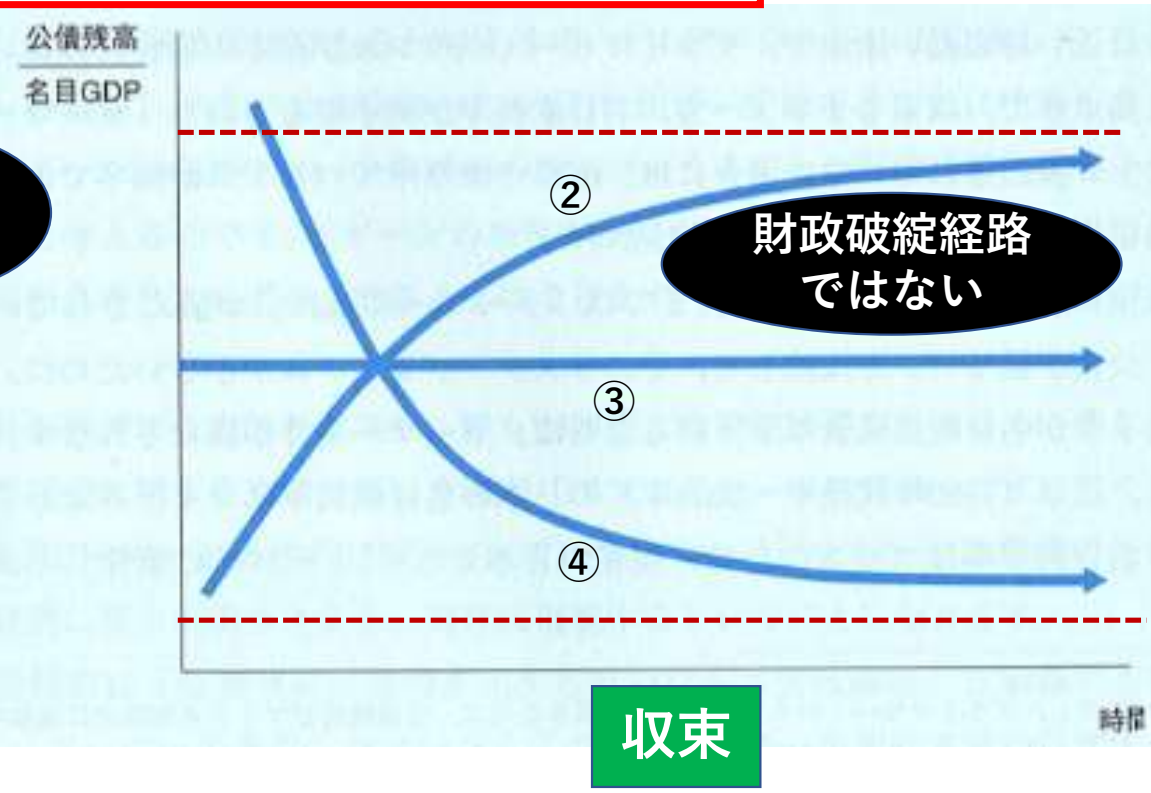
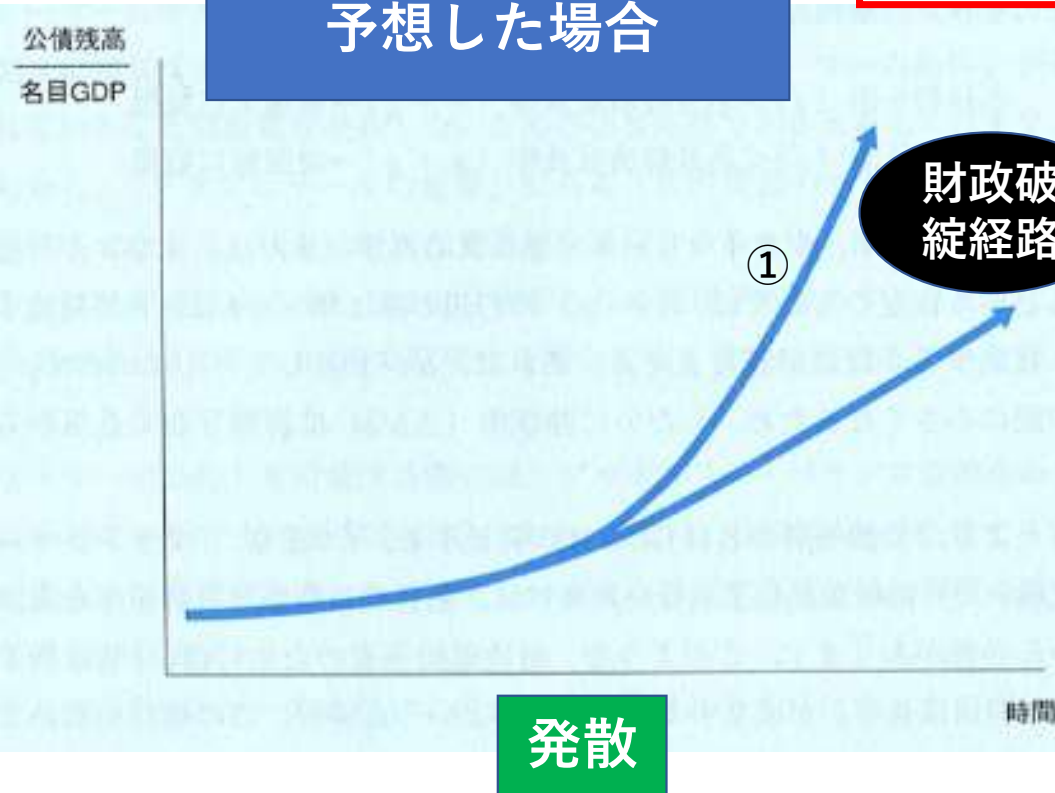
- 国債残高は単なる「通貨発行の記録」ではない
- 国債残高の対GDP比（債務比率）が、中長期的に発散すると国債を引き受ける投資家がいなくなる⇒財政破綻
- 発散するのは、中長期的に、名目GDP成長率 < 国債金利 の状態が継続すること
- MMT論者が言う「通貨発行の記録」の意味が不明
- 「实体经济に影響を与えない」という意味で言っているのなら、誤り



# 債務比率の経路が最重要の指標

発散が長期間継続し、  
国民が収束が困難と  
予想した場合

$$\frac{\text{政府債務残高}}{\text{名目GDP}} = \text{債務比率}$$

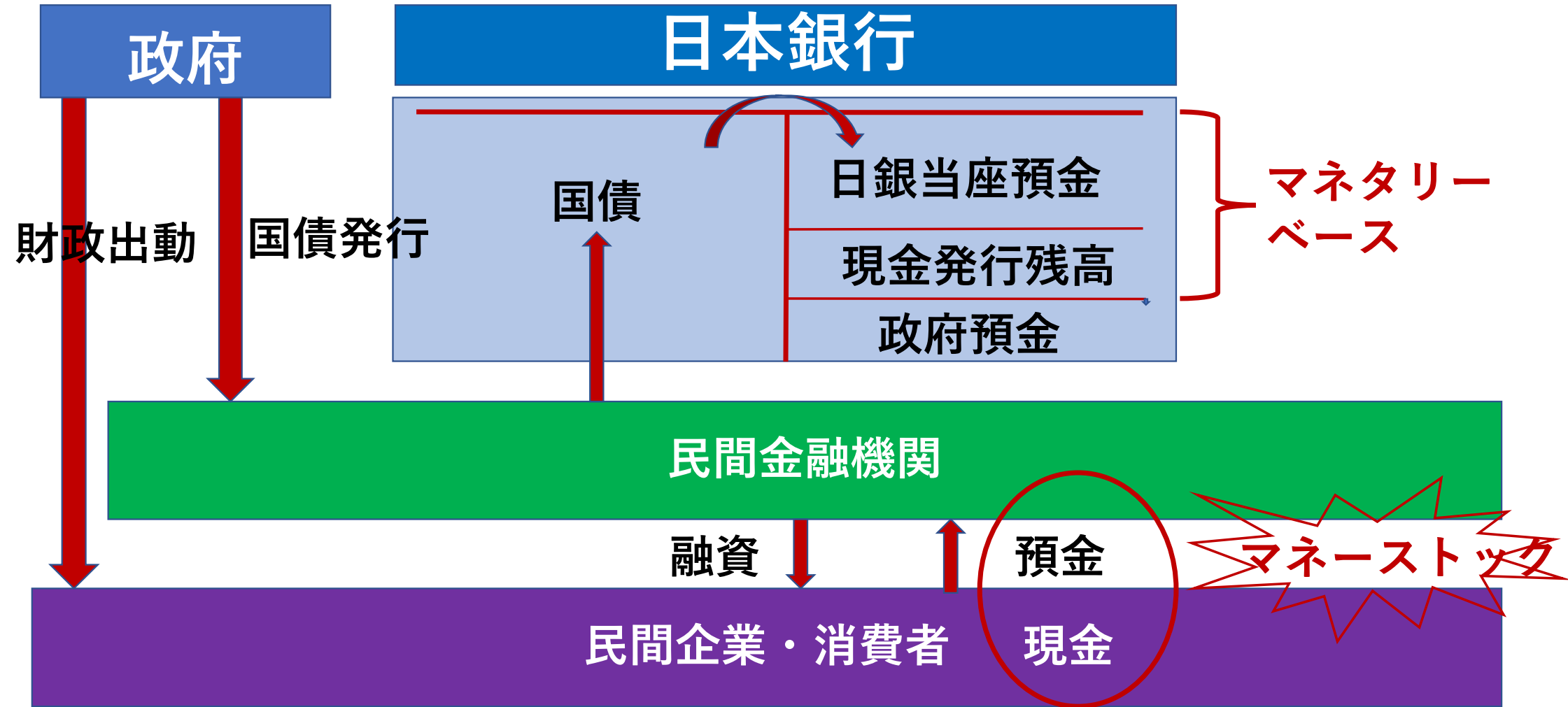


# 債務比率の経路は金利と成長率の差で決まる

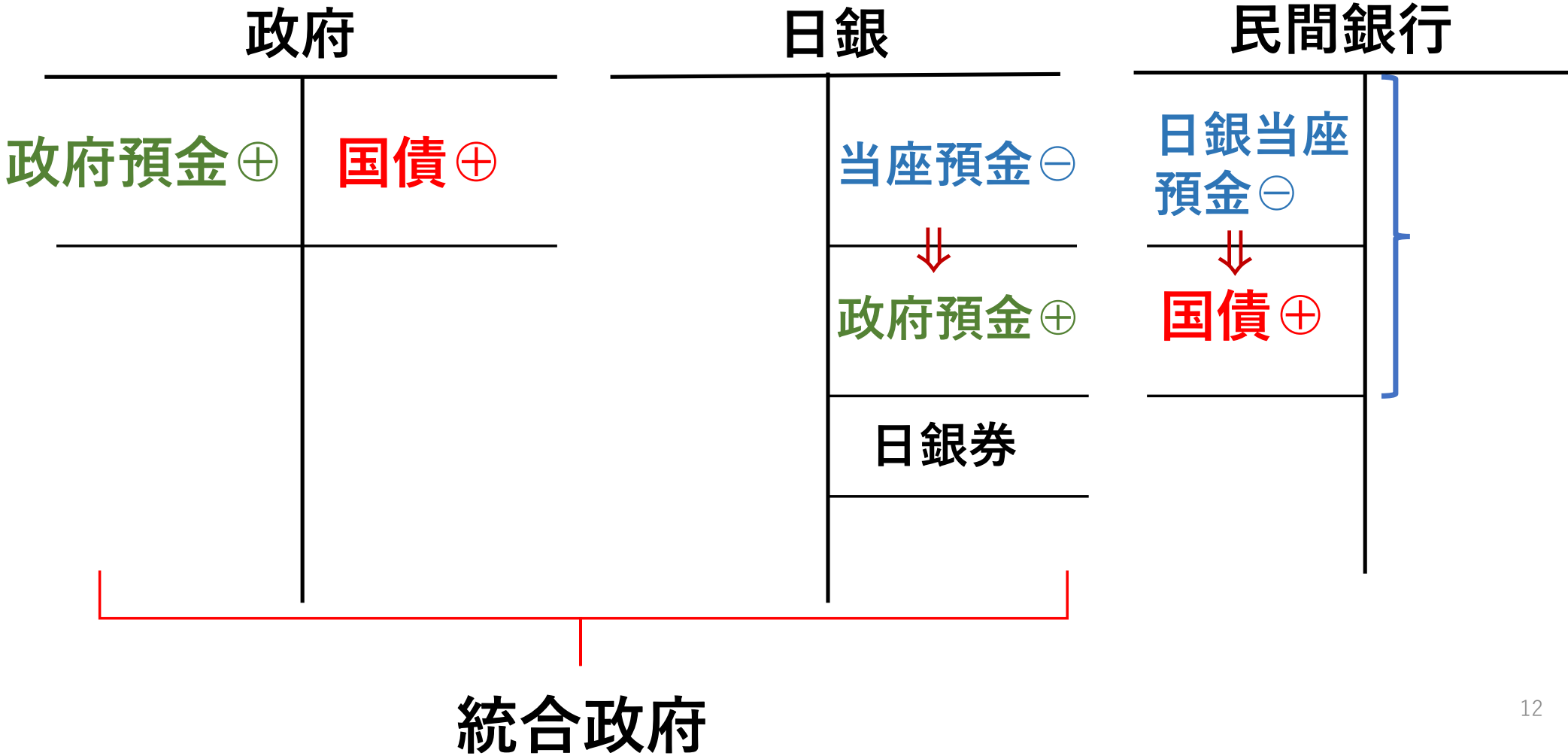
$$\text{債務比率の変化} = \underbrace{(\text{国債金利} - \text{経済成長率})}_{\text{第1項}} \times \frac{\text{前年の債務残高}}{\text{名目GDP}} - \underbrace{\frac{\text{プライマリーバランス}}{\text{名目GDP}}}_{\text{第2項}}$$

1. **金利 > 成長率** ⇒ 発散経路①
2. **金利 < 成長率** ⇒ 債務比率は収束へ：経路②か経路④、「債務爆発」は起こらない
3. 現在、コロナ禍で、成長率が<sup>o</sup>マイナス：短期的に**発散経路**。まずは、**経済成長率をできるだけ早期にプラスにすること。PBを黒字化することではない。**
4. **金利 < 成長率**をまず実現、維持し（アベノミクス）、しかる後に**極端なPB赤字は避ける運用。**
5. アベノミクスのYCCへのコミットメントを継続し、2%の物価安定目標の安定的な達成が見えて来るまで、今の金融緩和（YCC）を継続

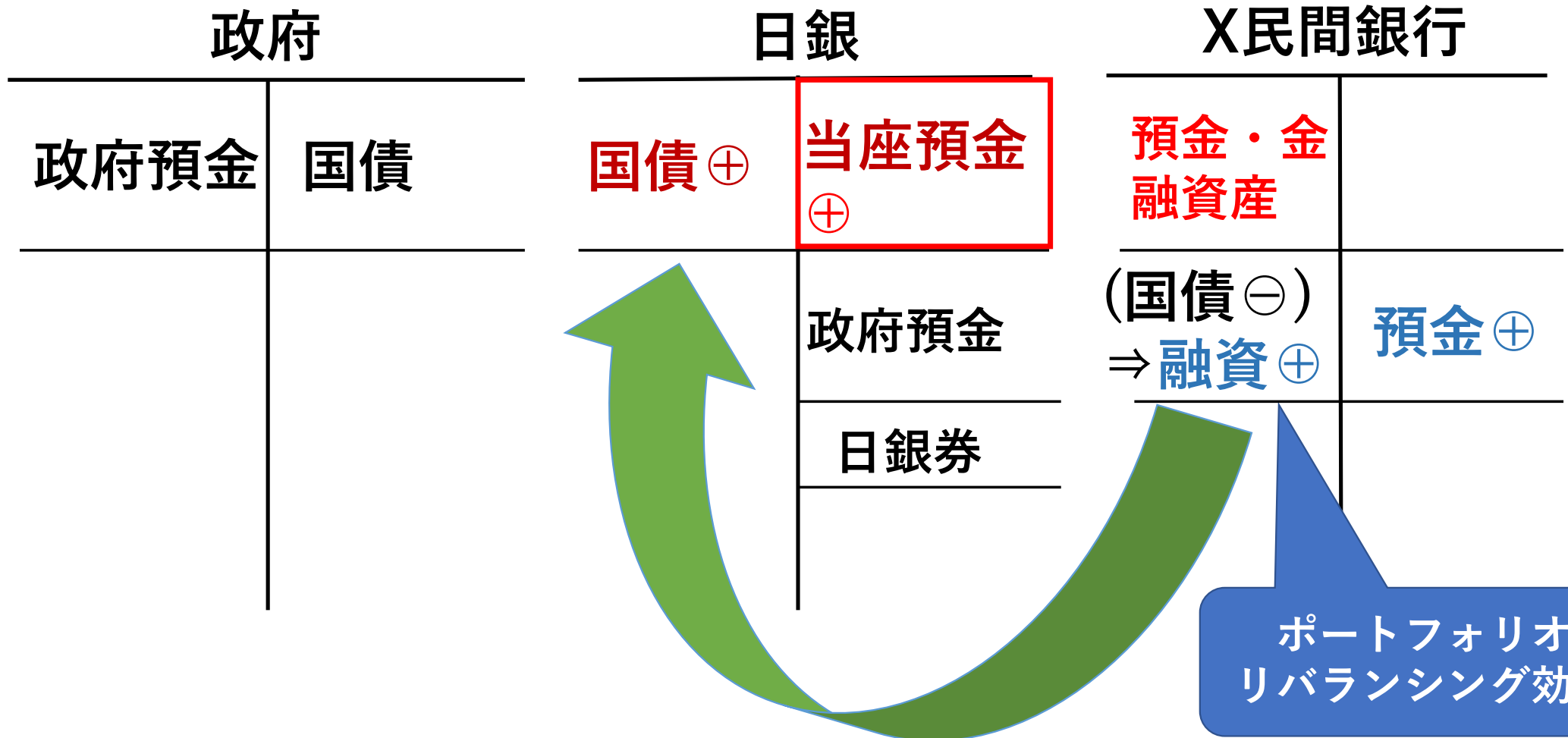
# 二つのマネー



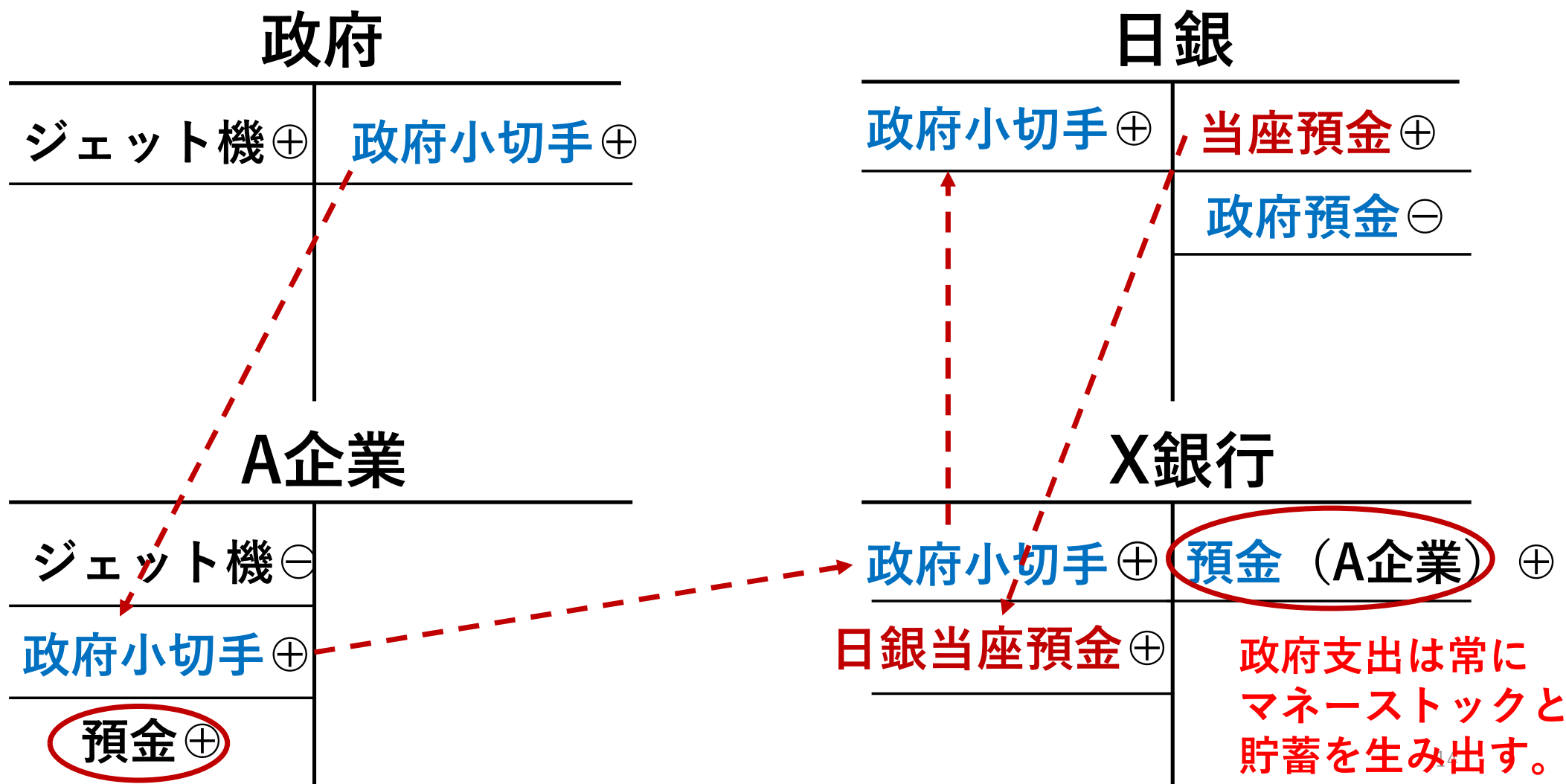
# 国債の民間銀行引き受け



# 日銀の買いオペ



# 財政支出（例：政府がA企業から政府専用機購入）



# 欧州は、22年～23年にかけてスタグフレーションの危機（IMF予測）

	世界		新興国アジア		新興国欧州	
	実質成長率	インフレ率	実質成長率	インフレ率	実質成長率	インフレ率
2021	5.8	4.7	7.2	2.2	6.8	9.5
2022	2.9	8.8	4.4	4.1	0.0	27.8
2023	2.1	6.5	4.9	3.6	0.6	19.4
	日本		フランス		ドイツ	
	実質成長率	インフレ率	実質成長率	インフレ率	実質成長率	インフレ率
2021	1.7	-0.2	6.8	2.1	2.6	3.2
2022	1.7	2.0	2.5	5.8	1.5	8.5
2023	1.6	1.4	0.7	4.6	-0.3	7.2
	イギリス		アメリカ		ユーロ	
	実質成長率	インフレ率	実質成長率	インフレ率	実質成長率	インフレ率
2021	7.4	2.6	5.7	4.7	5.2	2.6
2022	3.6	9.1	1.6	8.1	3.1	8.3
2023	0.3	9.0	1.0	3.5	0.5	5.7

(資料) IMF WEO Database, October 2022

岩田規久男教授作成

## 利上げしても、止まらない海外のインフレ

	日本	英国	ユーロ	アメリカ
対ドル減価率10月14日対2月23日 (%)	-21.9	-16.5	-13.5	
政策金利	不変	1.75%ポイント上げ	0.75%ポイント上げ	3%ポイント上げ
インフレ率22年8月(米ユーロは9月)	3	9.9	10	8.2
除く生鮮	2.8			
除く生鮮エネルギー	1.6			
除く食料エネルギー	0.7	5.6 (注2)	ドイツ4.6	6.6
電気代	21.5	54.8	ドイツ：ヒーティングオイル108.4、電気21	16
ガソリン	0.9	30.2	ドイツ 燃料30.5	18.2
食料	4.7	13.5	ドイツ 18	11.2
サケ	28 (注1)			
(注1) ノルウェー産 ロシア上空を飛行できないため				
(注2) 除く食料・エネルギー・タバコ				



# 日本は今後も需要不足（IMF予測）

## GDPギャップ率（需要不足率）の国際比較

	2020	2021	2022	2023	2024
カナダ	-3.356	-1.437	0.633	-0.058	-0.49
フランス	-4.727	-1.935	-0.842	-1.206	-1.033
ドイツ	-3.03	-1.263	-0.528	-1.294	-0.793
日本	-2.613	-2.539	-2.037	-1.146	-0.488
イギリス	-3.505	-0.06	0.371	-1.047	-1.65
アメリカ	-3.163	0.521	0.028	-0.824	-1.359

2021年以降、IMF推計

# 各国が利上げしなければならない理由

## 強い供給制約

- **ロシア**：西側の経済制裁と資源国ロシアの報復措置→エネルギーと穀物に値上がり
- **ドイツ**：**ロシアの天然ガス**に大きく依存→冬に向かって、エネルギー価格の高騰が最大の懸念材料。欧州の冬は太陽光発電に期待できない。
- **イギリス**：**再生可能エネルギーの割合が低い**。燃料備蓄も少ない。**天然ガス依存度**が高い。イギリスの冬は太陽光発電に期待できない。
- エネルギー・穀物高によるインフレ抑制に加えて、ドルに対する通貨安を防衛しなければ、インフレを抑制できない。**世界は、アメリカの新型コロナ禍の超金融緩和の付けを払わされている。**

# 日本は利上げすべきでない 弱い需要

- 日本はインフレではない、エネルギーと一部の食料**価格**の値上がり。これらの**価格高騰**で生活に困る人に**減税・現金給付**して支援。
- 利上げしても、イギリスにみられるように、通貨安を止める程度は小さい。現在の通貨安は、**地政学リスク**と**資源**（エネルギーと食料）リスクを反映。これらのリスクが小さいアメリカが有利であるため、ドルが安全資産となり、**ドルへの逃避**が生じている。
- 地政学リスクと資源リスクをはねのけるほどの円安防止をするためには、イギリス以上の利上げが必要→**需要不足の大きい日本経済は窒息する。**

	日本	英国
供給制約	有り（エネルギー・食糧）	強い制約
需要	弱い（マイナスの需給ギャップ）	回復途上で2022年は需給ギャッププラス
インフレ率	低（エネルギー・食糧価格が高騰）	高インフレ
金融政策	利上げ無し	利上げ有り
財政スタンス	要財政出動	（トラス首相）減税プラン （スナク首相）減税プランを撤回