

## 財政モニター 2018年4月 第1章 もしもの時の蓄え

### 要旨

力強い経済成長が世界の広範囲に及んでいることで、今、財政バッファの再構築を開始し、政府の収支を改善し、政府債務を抑制するチャンスが生まれている。景気拡大局面で財政バッファを強化することによって、いずれ訪れる景気後退時に財政出動を行う余地を生み出せるし、もし金融環境が悪化した場合に財政の脆弱性がストレス源になることを防ぐことができる。

### 高水準の債務が懸念材料となっている

世界の債務は史上最高水準にあり、2016年に記録された史上最高額の164兆ドルに近づきつつある。これは、世界GDPの225%に相当する。債務の推移については、前回の山が2009年に記録されているが、この当時の最大値と比べると、世界の債務規模はGDP比で12%大きくなっている。これを牽引しているのは中国である。

世界の債務の急増には、政府債務が重要な役目を果たしている。これは、世界金融危機時の経済の崩落とこれに対する政策的な対応を反映している他、2014年に一次産品価格が下落したことや、新興市場国や低所得国で歳出が急増したことの影響も受けている。先進国・地域の債務はGDP比で平均105%となっており、第二次世界大戦後に見られたことがなかった水準に達している。新興市場国と中所得国の債務GDP比率は平均で50%に近い。債務がこの水準に最後に達したのは1980年代の債務危機の頃であった。低所得国については、債務の対GDP比率の平均が急速に上昇してきており、2017年に40%を超えた。さらには、こうした債務の半分近くが非譲許的な条件によるものであり、過去10年間で、利払い費の歳入に対する比率が倍増した。プライマリーバランスが大幅な赤字になっていることが、あらゆる国々で債務の動向に大きな影響を与えてきた。とりわけ新興市場国と発展途上国においては、プライマリーバランスが史上最大規模の赤字となっている。

高水準の政府債務と大幅な財政赤字が懸念材料となっている。大きな政府債務を抱える国は、グローバルな金融環境の突然の引き締めに対して脆弱になる。こうした金融環境の引き締めは、市場へのアクセスを阻害し、経済活動を危険にさらす。加えて、これまでの経験から、政府債務の対GDP比率が予想外の強いショックにさらされることがわかっている。これは借り換えリスクを悪化させるだろう。重要な点であるが、政府が多額の債務と大きな財政赤字を抱えていると、景気後退時に財政政策によって経済を支えるための強力な対策を政府が打ち出すことが難しくなってしまう。これまでの経験から、財政が弱体化していると、金融危機後に起こったように、不況がさらに深刻なものとなり、また不況期間も長期化するこ

とがわかっている。これは、経済成長を支えるために十分な財政政策を政府が実行できないからである。対策を打てるだけの余力を財政に生み出すことは、民間部門の債務が史上最高水準にあり、かつ、拡大を続けているだけに、今まさに時宜を得たテーマとなっている。一部の国で民間債務が過剰になっているため、こうした国々で急激なレバレッジ解消のプロセスが始まるリスクが生じているが、これがもたらすコストは大きいだろう。

## 耐性を高め、成長を支える

財政バッファーを強化するために、断固たる行動が今、必要である。経済活動が上向いている景気循環の拡大局面を最大限活用すべきだ。実際の経済成長率が潜在成長率に回帰すると、財政再建のコストが小さくなる一方で、財政刺激の効果が失われる。その結果、財政の拡大から緊縮に舵を切ることが比較的簡単になる。今、バッファーを築くことが、景気後退時に経済活動を支えるための政策を打ち出す余力を生み出すこと、また、世界的に金融環境が突然、引き締まった場合に、資金調達が困難になるリスクを下げることの双方を通じて、経済を守る力になる。一般的に、各国は、GDP と雇用に応じて自動的に税や財政支出が変化するビルト・イン・スタビライザーが、完全に働くようにしておくべきである。その一方で、中期目標に向けて、財政赤字と債務が減少方向に推移するように努力を払うべきである。

経済成長を不当に妨げることがないように、調整の規模とスピードについては、各国が置かれた景気循環局面の状況に応じて、また利用可能な財政余力に合わせて、調整がなされる必要がある。潜在成長率もしくは、それに近いペースで経済が成長しており、債務の対GDP 比率が高い場合には、財政調整が実行されるべきである。アメリカでは、完全雇用に近い環境で財政刺激策が取られており、今後3年間にわたって、毎年、財政赤字の規模は1兆ドルを超え、これはGDPの5%に相当する。ここでは、債務の対GDP 比率が中期的に下がるように、財政政策を再調整すべきである。財政状況に制約がある場合には、財政リスクを減らすために、中期的な経済成長を支える政策に基づいて、再建努力を行う以外の選択肢はあまりない。いくつかの先進国では、財政に十分な余力があり、経済が供給能力の限界に達しているか、それに近い状態にあるが、こうした国々は成長を促進する構造改革の実行を円滑なものにするために財政政策を用いる余地があるだろう。最近、一次産品価格は部分的に回復したものの、一次産品輸出国は歳出を中期的な歳入見込みに合わせる努力を継続しなければならない。いくつかの低所得国が、歳入の確保や歳出の合理化、さらには歳出の効率性向上を通じて、インフラ計画を実行に移す予算枠を捻出する必要がある。

同時に、どの国も中期的な成長可能性を高める政策に、引き続き目配りすべきだ。事実、財政調整を最近行った国もあったが、こうした国々では、成長を促進する施策が必ずしも優先的に扱われなかった。この事例としては、先進国・地域や一次産品輸出国で、公共投資

支出の対 GDP 比率が減少していることが挙げられる。先進国・地域は、公共投資の拡大や、労働参加意欲の向上、教育や医療の品質改善を行う余力を生み出すために、歳出の効率性の向上や給付金の合理化に重点的に取り組むべきである。また、先進国の一部にとっては、課税ベースを拡大し、税制をさらに優れたものに再設計することが有効だろう。新興市場国と発展途上国については、物的資本と人的資本への非常に重要な支出や社会支出を賄うために、歳入を拡大することが優先事項となる。行き過ぎた格差は社会の流動性と一体性を損ない、究極的には経済成長を阻害するため、どの国であっても、格差の深刻化を避けるために包摂的な経済成長を促進すべきである。