

KAMIYAMA Reports vol. 47

日本の財政維持は可能

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



- ストック面から日本は借金まみれに見えるが、フロー面の維持可能性は高い
- 民間を含めると見方が変わる
- 生産性の改善と効率化がカギ

ストック面から日本は借金まみれに見えるが、フロー面の維持可能性は高い

海外投資家は、しばしば日本の国債を中心とした負債が大きすぎると懸念する。国債や地方債を含む総債務残高のGDP(国内総生産)に占める割合は、世界比較でも突出して高い水準(日本 226%、ギリシャ 181%、米国 112% - 2014年 OECD)にあり、健全性を疑う声もある。財政再建を目指す財務省は、国のバランスシート(貸借対照表)を公表し、2014年度末で1,172兆円の負債と680兆円の資産を計上、いわば債務超過状態にあるとしている。資産には年金積立金の運用寄託金(104兆円)、民間の利用に供する国道や堤防等固定資産など、外為資金に関わる有価証券、財政融資資金、独立行政法人・国立大学法人・国際機関等への出資金などを含んでいる。

日本国のバランスシート(2014年度末)

<資産の部>		<負債の部>		(単位:兆円)
現金・預金	28	政府短期証券	99	
有価証券	140	公債	885	
運用預託金	104	借入金	29	
貸倒引当金	-2	預託金	7	
有形固定資産	180	公的年金預り金	114	
無形固定資産	0	退職給付引当金	8	
出資金	70	その他負債	30	
その他資産	160	負債合計	1,172	
		<資産・負債差額の部>		
		資産・負債差額	-492	
資産合計	680	負債及び 資産・負債差額合計	680	

出所:財務省

財務省は、国道などは直接現金を生み出さないの、売却可能な資産ではないと言う。しかし、現実には国道を利用して企業活動が行なわれ、その企業から税収を得ているので、間接的に現金を生み出しているとみることができる。もちろん、国の資産の多くは、利益や付加価値を生み出す目的ではないため、バランスシートで健全性が適切に把握できるわけでもない。防衛施設や国際機関への出資等で平和を維持することは健全な経済活動のために重要だが、現在価値(NPV)を計測できるわけではない。

つまり、国のストックを見ると債務超過で借金まみれに見えるが、そもそも企業と同じように国の財務分析を行なうことは難しい。なぜなら、フロー(歳入と歳出)を見ても、歳出を賄うために歳入の約3分の1を借金に依存しているため安心はできないが、国の大切な仕事はおカネを稼ぐことではなく、社会保障や安全保障であり、目に見えて「儲ける」必要はない。

2016年度予算案では、歳入の35.6%(34.4兆円)が公債金(国債)となっている。たびたび心配されるように、社会保障負担のピークはこれからだ(ピークはそのうち過ぎてゆるむが)。団塊の世代が75歳以上となるのが2020年ごろからで、2025年の75歳以上比率は18%と予想されている(財務省)。介護・医療・年金を含む社会保障給付は、現状制度維持を前提にすると、2025年度に2012年度の1.36倍で148.9兆円と見積もられている。

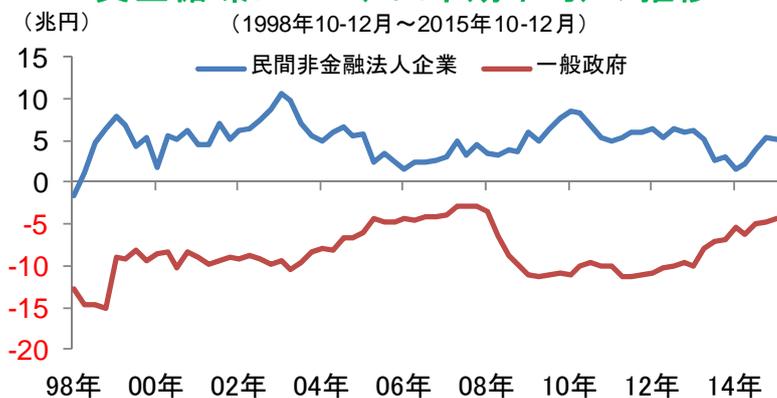
しかし、個別に見ると、公的年金は 2004 年の制度改革で、保険料拠出は賃金連動、受給額は物価連動となり、賃金の伸びがインフレ率を上回れば安定することになる。また、今後、財政が苦しくなれば年金受給年齢の見直しなども検討される。医療費は、人口減で 2030 年ごろまでにピークアウトするとみられるが、技術革新がコスト高を招いており、寿命が延びることは喜ばしいが、ピークに達しても減少しない可能性がある。介護保険については、需要の伸び率は低下しても、総額を抑制しにくい傾向が残りそうだ。

政府の財政健全化目標は、国・地方を含めた基礎的財政収支(プライマリーバランス)を 2020 年度までに黒字化することとしている。しかし、当面の経済再生の政策を優先しているため、具体案(さらなる消費増税や支出削減など)は十分明示されていない。ただし、医療・介護サービスへの価格メカニズムの導入強化や、電子カルテ等のシステム対応による過剰診療などの削減は期待できる。つまり、個別の事情ごとに、重みづけや設計を変えることができるだろう。

民間を含めると見方が変わる

政府は道路などの経済活動に必要な投資を行なうが、直接使用料を徴収するわけではない。しかし、産業が発展し民間企業の経済活動が活発化すれば、税収が増え、財政健全化につながる。社会保障負担についても、政府の負担は全額ではなく一部であり、給与などから支払われる社会保険料や利用者が負担している。

資金循環フロー(4四半期平均)の推移



(日銀のデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)
上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

重要なことは、これまでのデフレ状態を今後数十年に渡って想定することは正当ではない、ということだ。すでに、名目 GDP 成長率は長期金利を上回り、社会保障負担の一部は自動抑制の仕組みが動き始めている。さらに、インフレ率以上の賃金上昇の目途も立ち始めている。

資金循環フローを見ると、一般政府は赤字、民間法人は黒字であり、奇妙な負の相関が見てとれる。デフレでは、景気悪化局面で法人資金が増加し、政府は税収が減少する。さらに、積極財政になりやすく、付加価値も生まれないため、経済は本質的に改善しない。ただし、政府の赤字は 2013 年ごろから減少傾向にある。

生産性の改善と効率化がカギ

財政改善のカギは、生産性の改善と効率化だ。アベノミクスの新成長戦略にある企業の「稼ぐ力」や資本効率の改善は、一般企業の資金の目詰まりを減らす働きをするだろう。さらにロボティクスなどによる効率化で TFP(全要素生産性)上昇率は、OECD の中でドイツや米国とともに日本は高い方であることを思い出そう(同レポート vol.25 15 年 11 月付)。海外からの観光客(≒インバウンド消費)の増大は、単に円安の一時的な効果ではなく長期的な構造変化とみる。クレジットの観点からは、資金循環ストックの家計の金融資産は 1,741 兆円(2015 年末、日銀)にのぼり、(タイミングは別として)消費増税に国民は納得できるだろうし、医療費の自己負担増加にも応じることはできるだろう。

最悪シナリオは、ハイパーインフレだ。欧州危機のように、国債市場のリスクプレミアムの急伸(価格は下落)は、政府の返済能力に疑問が出るような徴税の不備や大型減税、不適切な財政拡大、また金融不安で金融機関が一斉に大量の国債を売却することによる流動性プレミアム拡大などで起こりうるが、今のところ可能性は低いとみている。

PDF ファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。
また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。