

財政投融资制度の変革と政府債務

—わが国資金循環の構造変化が政府債務に及ぼす影響—^{*1}

中田真佐男^{*2}

要 約

2005年10月、郵政民営化に関連する6法案が第163回特別国会で成立した。郵便貯金や簡易保険の民営化は、経済財政諮問会議が掲げる「官から民へ（の資金フローの加速）」という方針に沿ったものである。2004年度末で残高が約330兆円にのぼる郵貯・簡保であるが、そこから直接的に民間部門へ流れる資金は現状では少ない。ゆえに、郵貯・簡保の資金がより生産性の高い分野へ供給されるようになれば、長期的な潜在成長率の向上が期待できることは確かである。しかし、他方では、かなりの国債残高が公的金融部門に消化されているという現実がある。ゆえに、「官から民へ」の資金フローを加速させるにあたっては、その過程で生じる短・中期的な財政への影響についても考慮に入れることが望ましい。

本稿では、日本の資金循環勘定を網羅的に定式化したマクロモデルを構築し、郵貯・簡保による資金運用の変革がわが国経済に及ぼす影響をシミュレーションした。この結果、2007年度以降に郵貯・簡保が政府債務保有から民間貸出・社債保有へと資金運用をシフトさせると、GDPの増加による税収の増分を公債利回りの上昇による利払い負担の増加が上回り、短中期的に政府財政が悪化してしまうことが示された。また、ひとつの試算として、2007年度からの郵貯・簡保の資金運用の変革とともに、政府支出を対前年度比で5%削減し、消費税率を10%に引き上げ、所得税についても3兆円程度の増税を図るシミュレーションも実施したところ、実質GDP成長率が（増税実施初年度を除いて）歳出・歳入改革前とほぼ同水準に維持され、かつ公債発行残高も収束するという結果が得られた。

長期的な見地に立てば、郵政民営化を通じて「官から民へ」の資金フローを太くすることに異論はない。しかし、公的金融部門を介した資金循環を変革するにあたっては、それと同時にいしは先立つかたちで財政再建に着手し、短・中期的な財政への悪影響を回避することが不可欠だと考えられる。

*1 本稿を作成する過程で、浅見康弘氏（独立行政法人科学技術振興機構）、有吉章氏（財務省国際局）、池尾和人氏（慶應義塾大学）、北浦修敏氏（京都大学経済研究所先端政策分析研究センター）、滝川好夫氏（神戸大学）、宮尾龍蔵氏（神戸大学）から有益なコメントを頂いた。また、統計データの加工や図表の作成に関し、湯澤正幸氏（前財務省財務総合政策研究所研究員）の支援を得た。記して謝意を表したい。なお、本稿における誤謬は全て筆者に帰するものである。

*2 財務省財務総合政策研究所主任研究官：本論文の内容は全て執筆者の個人的見解であり、財務省あるいは財務総合政策研究所の公式見解を示すものではない。

I. はじめに

郵便貯金（以下、郵貯）と簡易生命保険（以下、簡保）の責任準備金の残高は、2004年度末で約330兆円にのぼる。2005年4月、この郵貯・簡保を含む郵政事業を2007年4月から民営化するための諸法案（以下、郵政民営化法案）が第162回通常国会に提出された。郵政民営化法案は同8月に廃案となったものの、その後の衆議院解散にともなう選挙（同9月11日）で与党が2/3の議席を獲得し、民営化の開始時期を2007年10月に修正した案が第163回特別国会で成立した（2005年10月14日）。

現状では、郵貯・簡保から直接的に民間部門へと流れる資金は非常に少ない。ゆえに、民営化後の郵貯・簡保の資金がより生産性の高い分野へ供給されるようになれば、長期的な潜在成長率の向上が期待できることは確かである。経済財政諮問会議による「官から民へ（の資金フローの加速）」という方針はこの効果を強調したものだと言える。しかし、他方では、2004年度末で国債残高の3割強は郵貯・簡保等の公的金融部門によって保有されている。つまり、巨額の政府債務の消化は郵貯・簡保の資金に支えられている側面が強い。こうしたなかで今後の郵貯・簡保が政府債務保有を削減していった場合、短・中期的には公債利回りの上昇を通じてわが国財政に悪影響が及ぶ懸念がある。

わが国の政府債務残高の維持可能性に関する既存の実証研究は、Ihori, Nakazato and Kawade (2003) などのように政府の通時的な予算制約式に着目した長期的な視点からの分析が中心である。だが、郵政民営化のような資金循環の大きな構造変化が政府債務に及ぼす影響を分析しようとする場合には、より短中期的な視点からアプローチすることも有意義であろう。そこで本稿では、郵貯・簡保・財政融資資金を含む日本の資金循環勘定を網羅的に定式化したマクロ

モデルを構築し、郵貯・簡保による資金運用の変化がGDPや政府債務に及ぼす影響をシミュレーションする。このモデルでは、国債市場と民間資金調達市場（貸出・社債）の需給均衡が金融機関の金利裁定行動とともにモデル化されている。金利変動も考慮に入れて資金循環の変化とマクロ経済の関係を分析した研究として、吉野・中田（2002）や亀田（2004）、Kameda and Nakata（2005）が挙げられる。だが、筆者の知る限り、財投制度改革にともなう公的金融部門の制度変更を精緻に定式化した分析は、本稿が初めてだと思われる。

シミュレーションの結果は以下のように要約される。これまで政府債務保有にあてられていた郵貯・簡保の資金が2007年度から民間部門向け資金供給へとシフトしていった場合、公債発行利回りの上昇による利払いの増加が民間金利の下落によるGDPの増加を通じた税収の増分を上回り、財政収支が政府債務保有を維持するケースと比べて悪化してしまう。しかし、公的金融部門の変革と同時に、政府支出を対前年度比で5%削減、消費税率の10%への引き上げ、3兆円程度の所得税増税（税収の所得弾性値の0.015引き上げ）を行った場合には、（増税開始初年度を除いて）実質GDP成長率が歳入・歳入改革前とほぼ同水準に維持されたうえで、公債発行残高も収束する。

長期的な視点で見れば、郵政民営化などによって「官から民へ」の資金フローを太くすることに異論はない。ただし、シミュレーションの結果から判断する限り、「官から民へ」の資金の流れの加速がマクロ経済の安定（経済成長と財政健全化の両立）に寄与ようになるためには、それと同時か、ないしは先立って短中期的なマクロ経済への影響も考慮した財政再建を行う必要がある。換言するなら、財政の健全化

は、公的金融部門を介した資金循環の変革によってもたらされる「結果」ではなく、むしろ資金循環の変革がマクロ経済の安定性を高める役割を果たすうえでの必要条件だといえる。

本論文は以下のように構成される。第Ⅱ節では、2001年度以降の財政投融资制度の改革の進展状況について簡潔にまとめる。第Ⅲ節では、公的金融部門による政府債務消化の現状をデー

タで概観する。第Ⅳ節では、郵政民営化法案の内容を整理し、今後の郵貯・簡保の資金運用の方向性を検討する。また、郵貯・簡保の変革が資金循環を通じてマクロ経済に及ぼす影響について検討する。第Ⅴ節では、分析に用いるマクロモデルの概要を説明し、第Ⅵ節でシミュレーション分析を行う。第Ⅶ節では、分析の結論が要約される。

Ⅱ．財政投融资制度の現状

財政投融资（以下、財投）のしくみは、2001年度に始まった抜本的な制度改革の前後で大きく変化している。改革前（～2000年度）の財投制度の主な原資は、郵貯や公的年金からの預託金や簡保による「財投協力」の資金であった。これらの資金は公社・公団による社会資本整備に向けられたほか、政府系金融機関による融資を通じて企業や個人の資金制約を緩和する役割を果たした。こうした「市場の失敗」を是正する機能とは別に、財投資金の一部は政府債務消化（公債保有・地方公共団体向け貸出）にも向けられた。

改革前の財投制度では、郵貯と公的年金による資金運用部（旧大蔵省）への預託は義務であり、簡保に要請された財投協力もほぼそれに近い性格であった。このため、郵貯・簡保の魅力的な商品性を背景として財投の規模はしだいに拡大していった¹⁾。もっとも、経済が成熟するほど「市場の失敗」の程度は逆に弱まっていく。結果として、財投制度に対して「肥大化」や「民

業圧迫」といった批判がしだいに高まった²⁾。加えて、郵貯が資金運用部に預託するときには上乗せ金利が適用されるなど、改革前の財投制度の金利体系は市場原理との調和を欠いていた。

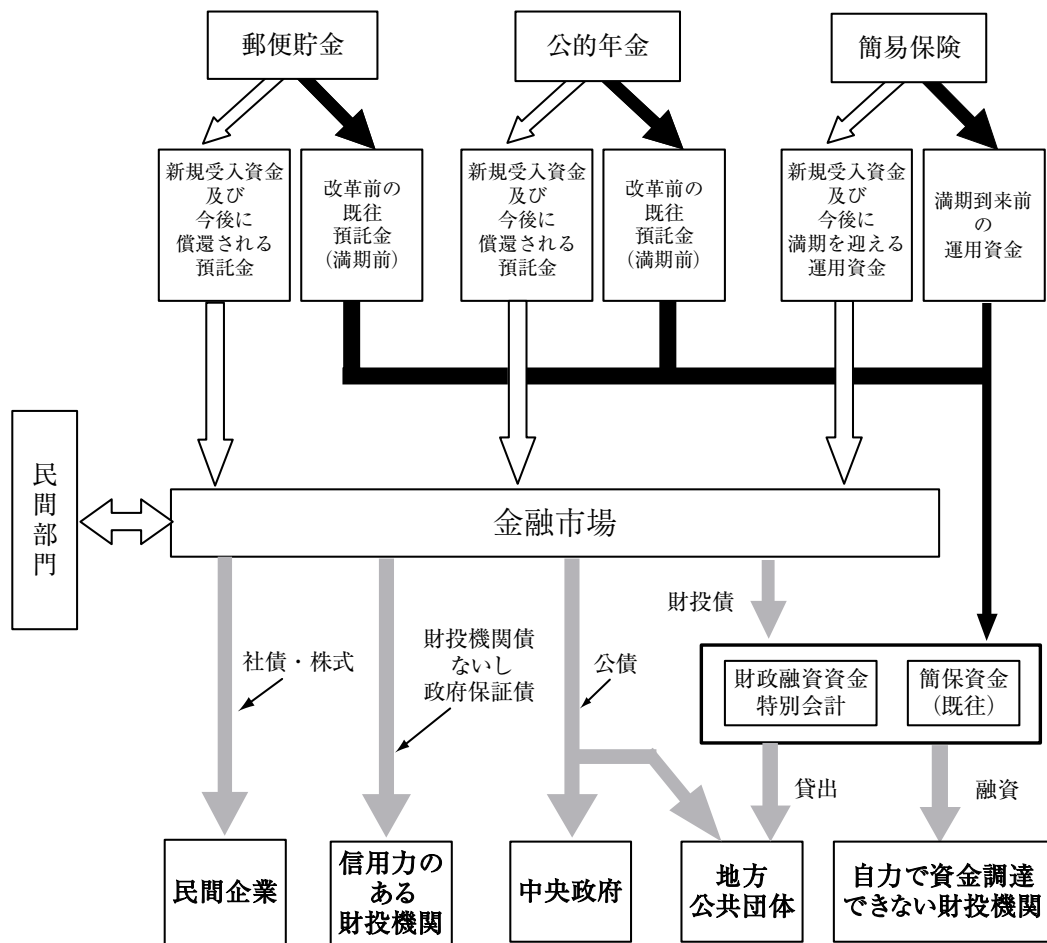
財投制度の規模を適正化し、市場原理との調和を図るために2001年4月から抜本的な改革が始まっている（「資金運用部資金法等の一部を改正する法律案」の施行）。図1には、現在の財政投融资制度の概要が整理されている。

まず、郵貯・公的年金について新規資金の預託義務が廃止された。郵貯・公的年金は新規受入分と既往の預託金の満期償還分を原則として市場で「自主運用」することになった。同様に、簡易保険による財投協力の解消も決まった。他方で、公社・公団や政府系金融機関の資金調達方法も改められた。まず、資金運用部の廃止に伴って財政融資資金（特別会計）が設立され、既存の預託金と資産（国債や財投機関への貸出金など）を継承するとともに、「財投債（財政融資資金特別会計国債）」を発行して新規資金

1) 郵貯や簡保には預入限度額（原則1000万円）があるものの、政府保証が付される。加えて、郵貯の主力商品である定額貯金は長期固定金利でありながら、預け入れ6ヵ月後からは引出しが自由である。また、簡易保険も医師による健康状態の診査なしに加入できる。これらは民間金融部門では提供することが難しい有利なサービスである。

2) 預託義務が財投事業の「肥大化」を助長していることをふまえ、1988年には郵便貯金に「金融自由化対策特別勘定」が設立され、一部資金の市場運用が始まった。同様に、簡易保険の積立金についても資金の一部が「単独運用指定金銭信託」（指定単）で運用されるようになった。しかし、運用規模が小さく、運用対象も安全資産中心に制限されたため、わが国の資金循環構造に大きな変化が生じるには至らなかった。

図1 改革後（2001年度から）の財政投融资制度



（資料）『財政投融资レポート』（財務省）をもとに著者作成

注1）産業投資特別会計の表記は省略した。

注2）この他に郵便貯金、簡易保険は地方公共団体に直接貸付を行っている。

を調達することになった。各財投機関の事業資金は財政融資資金からの借入金によってファイナンスされる。ただし、信用力の高い財投機関については単独で「財投機関債」を発行し、可能な限り市中からの資金調達をめざすことになった。なお、必要に応じて政府から信用補完を受けることもできる。この新しい財投制度のもとでは、郵貯・簡保等が金融市場で財投債や財投機関債を購入しない限り、これまでのような「郵貯・簡保から財投事業へ」の資金フローは生じない。つまり、資金の流れを市場原理に委ねることによって財投事業の規模の適正化が図られている。

2004年度末において、財政融資資金には財投

機関向けに約284兆円の貸付金がある。このうち61.6%は残存期間5年以上であり、残存期間が15年を超える貸付金も24.5%ある。他方で、財政融資資金は満期が到来したものから順に郵貯・年金等に預託金を償還している。預託金の償還は2007年度中に完了する予定である。よって、財投債発行によって安定的に資金を調達しなければ、既往の長期貸付を継続することができない。そこで、2001年度以降の7年間は「経過措置期間」と定められ、郵貯や公的年金が相応の財投債を直接引き受けている。同様に、簡易保険も財投債の直接引き受けに協力している。

表1には、2003年度末の財投債発行残高のうち、公的金融部門による直接引受分の内訳が示

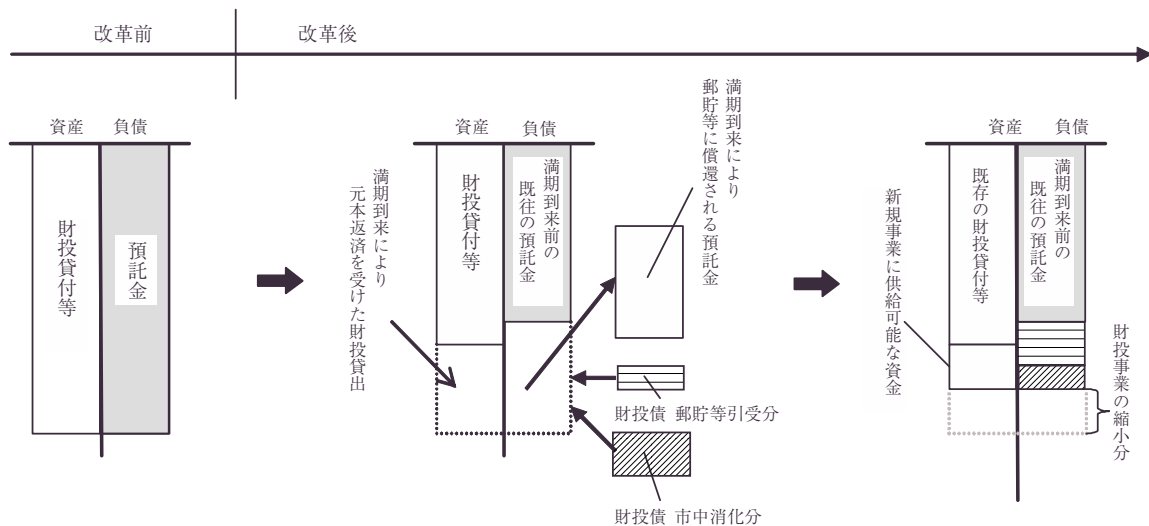
表1 財投債の保有構成（2003年度末）

		合計	郵便貯金	簡易保険	年金資金	市中消化
発行残高		91.8兆円	33.1兆円 (36.0%)	9.3兆円 (10.1%)	22.3兆円 (24.2%)	27.2兆円 (29.6%)
満期構成	2年債	20.5%	28.7%	3.3%	9.4%	25.4%
	5年債	35.6%	29.7%	45.0%	41.2%	35.1%
	10年債	37.1%	41.6%	39.5%	45.9%	23.5%
	20年債	5.7%	—	12.1%	3.6%	12.3%
	30年債	1.1%	—	—	—	3.7%

（出所）『国債統計年報』（財務省）より償還を考慮して筆者作成

（注）10年債には「物価連動債」も含まれる

図2 経過措置期間中の財政融資資金の資金調達



注）単純化のため、財政融資資金による公債保有は無視している。

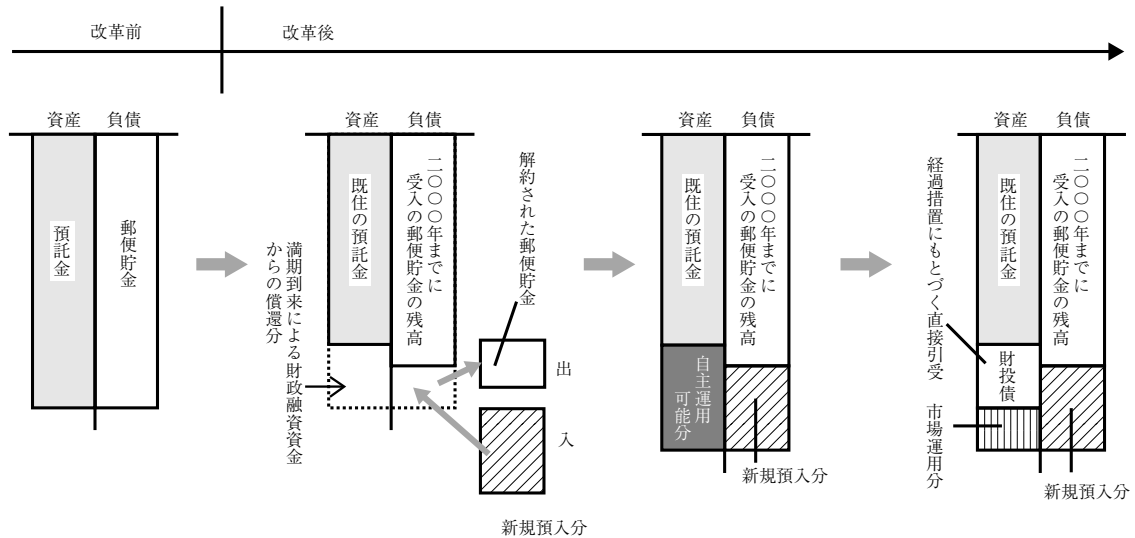
されている。これまでのところ市中消化は約3割にとどまり、財投債の70%は公的金融部門が直接引き受けていることがわかる。郵貯は2年債、5年債、10年債を引き受け、簡保や年金資金は5年債、10年債を中心に長期の20年債まで引き受けている。

経過措置期間中の財政融資資金と郵便貯金のバランスシートの推移を図式化したものが図2および図3である。このうち図2には、財政融資資金の資金調達の概要が単純化して示されている。2000年度末の預託金残高は427.8兆円であったが、財政融資資金は2001年度から2004年

度までに約47%にあたる201兆円を償還している。これに対し、2004年度末の財投債現存額は121.2兆円である。同時期の財投機関債の現存額（8.7兆円）を考慮しても、財投の事業規模は縮小しているといえる。

他方、図3には経過措置期間中における郵便貯金のバランスシートの変化が単純化して示されている。郵便貯金の2004年度末における財投債の直接引受残高は約47.3兆円である。2004年までの4年間に約129.4兆円の預託金が郵便貯金に償還され、財投債の直接引受分についても約11.7兆円が償還されている一方で（全て2年

図3 経過措置期間中の郵便貯金のバランスシート



債)、その3分の1程度が再び財投事業に供給されていることになる。公的金融部門による財投債の直接引受けは、経過措置の終了が近づくにつれて縮小していく見通しである。だが、表1に示されるように公的金融部門は満期10年以上の財投債を既にかなり引受けている。したがって、預託金の全額償還後も財投債の直接引受けが一定期間にわたってバランスシートに残る。

表2には、郵便貯金のポートフォリオが示されている。2004年度末において、預託金の占める比率は全体の44.6%である。2003年4月からの公社移行後、郵便貯金の資金運用は4年ごとに策定される「中期経営計画」においてその大枠が決められている。公社移行後も郵便貯金への政府保証の付与は継続されていることをふまえ、2006年度までの「中期経営計画」では安全かつ確実な資金運用が最優先されている。こうした事情から、「経過措置」にともなう財投債

の直接引受け分以外についても、国債、地方債、地方公共団体向け貸付といった政府債務での運用シェアが高くなっている。他方で、民間事業債や金銭信託を通じた株式での運用シェアは合計で4.3%にすぎない。なお、簡易生命保険においても、資産の大半は公債と地方公共団体向け貸付金で占められ、民間事業債や金銭信託を通じた株式での運用シェアは合計で9.9%にとどまっている（2004年度末）。

2001年度からの財政投融资制度改革以降、郵便貯金の新規受け入れ分（と預託金の満期償還分）については「自主運用」が認められるようになり、簡易生命保険の資金運用も原則どおり「自主運用」となった。しかし、経過措置期間中の財投債の直接引受けと中期経営計画で決められた資金運用の方針により、現状においては、郵便貯金や簡易生命保険から直接的に民間部門へと供給される資金は少ないといえる。

表2 2004年度末における郵便貯金の資金運用

区分	残高（兆円）	構成割合 （含：預託金）	構成割合 （除：預託金）
有価証券	132.5兆円	50.3%	90.8%
うち国債（除：財投債直接引受）	65.3兆円	24.8%	44.7%
うち財投債直接引受	47.3兆円	18.0%	32.4%
うち地方債	9.3兆円	3.5%	6.4%
うち民間事業債	2.9兆円	1.1%	2.0%
貸付金	3.7兆円	1.4%	2.5%
うち地方公共団体貸付	2.9兆円	1.1%	2.0%
金銭信託	3.4兆円	1.3%	2.3%
国内株式	2.4兆円	0.9%	1.6%
外国株式	1.0兆円	0.4%	0.7%
現金・預け金	6.1兆円	2.3%	4.2%
預託金	117.6兆円	44.6%	—
資産合計	263.7兆円	100%	100%

（資料）『郵便貯金 2005』（日本郵政公社）

注1）郵便貯金だけでなく、調達資金全体に対応した運用額である。

注2）市中消化される財投債の統計上の扱いは普通国債と無差別である。よって、郵便貯金は（直接引受分以外に）市中でも財投債を購入していると思われるものの、これを普通国債の購入額と区別して把握することはできない。

Ⅲ．公的金融部門による政府債務消化の現状

Ⅲ－１．わが国資金循環における公的金融部門の位置づけ

表3には、わが国国家計部門の金融資産運用の推移が示されている。バブル期の1985年および1990年には時価で評価された「債券・株式」や「投資信託・信託受益権」のシェアが高くなっているが、それ以降は預貯金と生命保険準備金のシェアの合計は60%を超えている。このように日本の家計は一貫して安全資産を強く選好する傾向にある。

預貯金と生命保険準備金に占める郵便貯金と簡易保険の比率はおおむねの3分の1程度で推移しており、民間金融部門と比較した郵貯や簡保の相対的な規模には大きな変化は見られない。換言すれば、わが国では、家計から供給される資金の20%程度が公的金融部門を介して赤字部

門にファイナンスされる資金循環構造が定着している。

表4には、公的金融部門による非金融部門向け資金供給の推移が示されている。主に政府系金融機関を通じた民間企業部門向けの資金供給のシェアは1980年代から低下傾向にある。家計向け公的住宅ローンのシェアは1990年代までは増加しているものの、その後はやはり下落している³⁾。他方、公的部門向けの資金供給について見ると、公的法人企業向けは減少しているものの、国債保有や地方公共団体向け貸付のシェアは上昇している。これより、公的金融部門による資金仲介の主要な経済機能が「市場の失敗の是正」から「政府債務の安定消化の支援」へとシフトしていることが示唆される。

表3 家計部門の金融資産残高（時価評価）の推移

年度末	金融資産 残高	主要な金融商品のシェア							
		現金	預貯金		生命保険準備金		投資信託 信託受益権	債券・株式	
				うち郵貯		うち簡保			うち株式
1980	368兆円	2.4%	56.7%	16.9%	8.4%	3.4%	5.8%	8.6%	6.6%
1985	630兆円	1.9%	50.4%	16.4%	9.6%	3.7%	6.9%	12.1%	8.4%
1990	1024兆円	1.8%	45.3%	13.3%	12.1%	4.1%	7.9%	12.0%	9.4%
1995	1265兆円	1.8%	48.0%	16.9%	14.2%	5.5%	6.8%	8.9%	6.5%
2000	1416兆円	2.4%	50.7%	17.7%	14.0%	6.0%	4.4%	7.1%	5.2%
2004／12	1424兆円	3.1%	52.3%	15.8%	13.3%	5.6%	3.3%	7.5%	5.6%

（出所）『資金循環勘定』（日本銀行）

表4 公的金融部門（含：財政融資資金）による非金融部門向け資金供給残高の内訳

年度末	主要な運用手段のシェア							
	政府部門			公的法人企業		民間法人企業・ 個人企業		住宅ローン
	国債	地方債	貸出金	政府機関債	貸出金	事業債	貸出金	
1980	8.1%	0.5%	13.3%	4.3%	13.8%	0.3%	14.3%	7.0%
1985	12.0%	1.0%	13.3%	3.9%	11.7%	0.4%	10.8%	8.4%
1990	11.9%	0.8%	13.8%	4.9%	7.6%	1.1%	9.4%	9.4%
1995	11.0%	1.2%	14.4%	6.8%	5.3%	1.3%	8.0%	9.0%
2000	15.4%	2.1%	17.0%	4.7%	4.9%	1.0%	6.7%	8.7%
2003	18.0%	2.2%	19.1%	4.0%	6.3%	0.9%	6.8%	7.3%

（出所）『国民経済計算年報』（内閣府社会経済総合研究所編）

※ 一部筆者加工

注1）公的金融機関：郵便貯金（2000年度までは金融自由化対策特別勘定を含む）・簡易保険・財政融資資金特別会計（2000年度までは資金運用部）・政府系金融機関を統合したもの

注2）「公的金融機関」の金融資産残高から（両建てとなる）公的金融機関への貸出金を控除したものを分母として運用シェアを算出した。

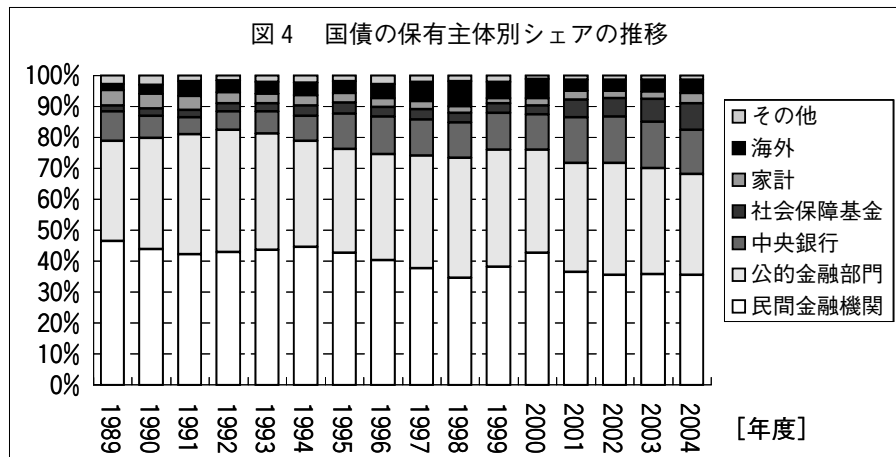
注3）2003年度の国債については、郵便貯金・簡易保険による財投債の直接引き受け分の残高を控除している。しかし、市場で購入された財投債については普通国債との区別ができないため、このなかに含まれている。

Ⅲ－２．公的金融部門による政府債務消化の現状

図4には、経済主体別の国債保有シェアの推移が示されている。表3からもわかるように、わが国では間接金融が支配的な金融仲介構造となっており、国債についてもそのほとんどが金融部門によって保有されている。近年では民間金融部門・公的金融部門による保有シェアがともに35%前後で推移しており、中央銀行も15%

程度のシェアを占めている。他方、表5には公的金融部門によって保有される地方公共団体債務の推移が示されている。国債のケースと同様、公的金融部門がかなりの地方公共団体の債務を引き受けていることがわかる。図4や表5からわかるように、わが国では公的金融部門によって保有される政府債務のシェアが高い。公的部門が政府債務を保有するいわば「両建て」的な

3）住宅金融においては、民業補完に徹する観点から既に住宅金融公庫による長期固定金利の新規融資は原則として停止され、民間住宅債権の証券化支援業務が本格化しつつある。なお、住宅金融公庫は2007年度から新たな独立行政法人（住宅金融支援機構）に改組される。



(出所)『資金循環勘定』(日本銀行)

注1) 公的金融部門：財政融資資金(2000年度までは資金運用部)、郵便貯金(2000年度までは金融自由化対策特別勘定)、簡易生命保険の合計

注2) 2001年度以降は財投債も含まれる。

表5 公的金融部門による地方公共団体債務(除：公営企業会計分)の引受状況

年度末	負債残高	財政融資資金 ¹⁾	簡易生命保険	郵便貯金 ²⁾	公的金融部門計
1990	65兆円	51.2%	20.3%	0.8%	72.2%
1995	107兆円	45.4%	17.0%	3.2%	65.7%
2000	160兆円	43.5%	15.7%	6.1%	65.4%
2003	169兆円	42.9%	15.6%	5.6%	64.0%

※ SNA 基準の地方公共団体の負債残高に対する、各部門の貸借対照表に計上された地方債・地方公共団体向け貸付金の合計額の比率。(厳密には分子と分母の統計の体系は整合的ではない。)

1) 2000年度までは「資金運用部」の値

2) 2000年度までは「金融自由化対策特別勘定」の値

構造は決して望ましいものではないが、政府債務を安定的に消化していくうえで公的金融部門の資金が欠かせなくなっていることは否定しがたい。

しかし、既に見てきたように、郵便貯金や簡易保険による政府債務保有は、財政投融资制度改革の「経過措置」にともなう財投債の直接引受けや、日本郵政公社の「中期経営計画」で決められた目標ポートフォリオといった、ある種

の「制限」によって維持されている。逆に言えば、今後にこうした制限が緩和・撤廃されていくにつれ、郵貯・簡保の資金は政府債務保有から他の運用手段へとシフトしうる。このとき政府には、より多くの公債を市中で消化させるために投資家に高い利回りを提示する必要性が生じる。ここに、公的金融部門を介した資金循環の変革がマクロ経済に及ぼす短期ないしは中期的な影響について考慮する余地が生まれる。

Ⅳ．郵便貯金・簡易保険の変革とわが国資金循環の変化

2004年2月から経済財政諮問会議で「郵政民営化」の検討が始まり、同9月10日には「郵政民営化の基本方針」が閣議決定された。こうして2005年4月27日には郵政民営化関連6法案（以下、郵政民営化法案）が第162回国会に提出された。郵政民営化法案はいったん参議院で否決されたものの、その後の衆議院解散にともなう総選挙（2005年9月11日）で与党が議席の3分の2を確保し、若干の修正のうえで同年10月14日に第163回特別国会で成立した。以下では、郵政民営化法案のうちわが国の資金循環構造に影響を及ぼしうる部分のみを抽出し、その内容を整理する。

郵政民営化法案のもとでは、2007年10月から郵便貯金銀行（現郵便貯金）と郵便保険会社（現簡易生命保険）が設立される。民営化会社は納税義務を負い、民間金融機関と同じ規制・監督に服し、預金保険機構や生命保険契約者保護機構に加入して民間金融機関と同水準のセーフティ・ネットを提供する。これに伴い、新規受入分には政府保証が付かなくなる。ただし、郵便貯金・郵便保険とも従来の受入限度額（1000万円）が継続される。また、郵便貯金・郵便保険の販売は郵便局株式会社へ委託され、これまでどおり郵便局の窓口で提供される。加えて、郵貯銀行は民営化後も半年複利、最長満期10年の定額貯金の取扱が当面のところ認められる。こ

のように、民営化前の郵貯・簡保と変わらない部分も少なくない。

資金運用についてみると、民営化当初は民間部門への融資業務は認められていない⁴⁾。民営化会社の業務拡大は、日本郵政会社（持株会社）による郵便貯金銀行・郵便保険会社の株式の段階的売却と対になって進められる。各業務への参入の是非は、有識者から構成される郵政民営化委員会が決定する⁵⁾。他方、民営化前に受け入れた「旧契約分」の定額貯金には政府保証が継続され、制度上は独立行政法人の郵便貯金・簡易生命保険管理機構（以下、管理機構）が管理する。なお、通常貯金については、民営化前に受け入れた分についても政府保証はつかなくなる。「旧契約分」については郵便貯金銀行や郵便保険に運用が委託されるが、政府保証付きであることからその運用手段は公債等に限定される。

民営化後の郵貯や簡保の資金吸収規模は、①事業効率性の向上の程度、②郵便局ネットワークの再編の有無、③定額貯金や簡易保険の商品性の見直しなどに左右される。郵政事業の民営化後は、日本郵政会社が郵便貯金銀行や郵便保険会社の株式を売却した利益をもとに「社会・地域貢献基金」を設立する。この基金によって不採算局を維持されるため、郵便貯金・郵便保険ともに全国一律の金融サービスを維持するこ

4) これは、郵貯や郵便保険の「新勘定」の資金が民間部門へ供給されるとすれば、当面は証券市場を通じてのみ実現されることを意味する。ただし、預金者・保険契約者・地方公共団体への貸付は認められる。

5) ただし、郵政民営化委員会は業務拡大の方針を国会に報告する義務がある。各業務への参入許可は、民間金融機関との競争条件の対等化が進むに応じて順次おいていき、遅くとも2017年10月までには資金受入限度額は撤廃され、郵貯銀行は住宅ローンなどへの参入も可能になる見通しである。なお、日本郵政会社（持株会社）については、2017年10月以降も政府がその発行済み株式の1/3以上を保有する。日本郵政会社は、郵便貯金銀行・郵便保険会社の株式を2017年9月末までにいったん全て売却するように定められているものの、その後はこれらの株式を買い戻すことができる。この意味で、完全民営化後の郵便貯金銀行・郵便保険会社の経営に「官」が関与する余地が全く無くなるわけではない。

とができる。また、郵便貯金や簡易保険の商品性は民営化後も継続される。他方、郵便貯金銀行や郵便保険会社には、納税、セーフティ・ネットへの保険料などの新たな負担が発生するため、経営効率性の向上によるコスト削減が限界に達すれば、金利（利回り）を引き下げざるをえなくなる。この意味では、顧客から見た郵便貯金や郵便保険の「収益性」は低下する可能性がある。法案に沿って民間金融機関とのイコールフットリングが確保される限り、郵便貯金銀行や郵便保険会社による資金吸収規模が現状より拡大することは考えにくい。

次に、民営化後の郵便貯金や郵便保険による資金運用のポートフォリオは、①旧勘定分の償還のペース、②資金運用にかかる諸規制の緩和のペースに左右される。定額貯金の預入期間は最長10年であり、平均余命で評価した簡易保険の残存期間はそれ以上に長いことをふまえると、旧勘定分の償還は緩やかなペースで進行すると考えられる。しかし、たとえ償還のスピードが緩やかだとしても、旧勘定分の縮小にともなって郵貯・簡保が政府債務保有以外の方法で資金を運用する機会が増えることは確かである。さらに、民間部門への融資業務が早めに認められれば、郵貯・簡保から民間部門への資金供給が加速することも考えられる。

郵貯・簡保による資金運用の変化により、国債市場には大きな影響が及ぶと考えられる。1990年代後半から国債の発行残高は急増してい

るが、他方で国債の利回りは低位で推移してきた。この要因としては、国内における超低金利政策はもちろんのこと、国債への需要が堅調だったことがあげられる。第1に、民間金融機関が積極的に国債を保有した。この背景には、国内企業部門のデフォルト・リスクの上昇にともなう貸出の抑制や、世界的な低金利傾向による外債投資の低迷がある。第2に、既に見てきたように公的部門もかなりの政府債務を消化してきた。

しかし、2003年半ばから日本の景気は回復基調にある。よって、民間金融機関が再び企業向け資金供給を積極化させることも十分に考えられる⁶⁾。さらに、郵貯・簡保の変革によって資金供給が民間部門向けへとシフトすれば、国債市場の需給環境が悪化して利回りが上昇するであろう。ただし、他方では民間部門の資金調達金利が下落して設備投資が刺激され、GDPの増加による税収増も見込まれる。郵貯・簡保の民営化に伴うわが国資金循環の構造変化は、財政に対してこのようなトレードオフにある2つの影響を及ぼす。国債市場と民間資金調達市場（貸出・社債など）の金利裁定が不完全な経済であるほど、これらの効果は長期にわたってわが国の財政収支に影響を及ぼすであろう。両者の大小関係を定量的に把握するため、次節以降ではマクロ計量モデルによるシミュレーションを試みる。

V. モデル

V-1. 先行研究

本分析では、郵便貯金・簡易保険・財政融資資金による資金仲介行動を明示的に考慮したう

えで、国債と民間資金調達（貸出・社債）の金利が需給均衡から決定されるマクロ計量モデルを構築する。そのうえで、郵貯や簡保の変革に

6) 2006年末に適用開始予定の新BIS規制案（いわゆる「バーゼルⅡ」）では、融資先の信用に応じて企業向け貸出のリスクウェイトを柔軟に設定できるようになる（従来は一律100%）。これも企業向け貸出に資金運用がシフトする要因となりえよう。

よって生じる資金循環の変化が GDP や政府債務に及ぼす影響をシミュレーションする。

既存の短中期マクロ計量モデルでは金利決定が誘導型に近い概念の単一方程式によって記述されるケースが多い。しかし、こうした定式化では各経済主体の資金運用の変化が金利に及ぼす影響を分析できない⁷⁾。間接金融優位の仲介構造のもとで、巨大な公的金融部門を通じた資金フローが金利決定に大きな影響を及ぼす日本の金融市場を分析する場合、資金循環勘定の明示的な定式化はとりわけ重要だといえる。

資金循環勘定をとりこんだマクロモデルの歴史は古く、Tobin (1969) による金融資産市場の一般均衡アプローチにまで遡る。その後、Tobin (1982) では実物市場と金融資産市場をともに含むマクロモデルが展開されている。また、Bernanke and Blinder (1988) では IS-LM モデルに貸出市場や預金市場を加えることで、銀行貸出を経由した金融政策の効果が分析されている。その他、Backus, Brainard, Smith and Tobin (1980) では Tobin タイプのアプローチをアメリカの金融資産市場に適用した実証分析が行われている。これらの研究では、資産の不完全代替性を想定することで、間接金融を介した資金フローの変化がマクロ経済に及ぼす影響の分析を可能にしている。ただし、New Keynesian タイプのマクロ動学最適化一般均衡モデルに資産の不完全代替性を導入した Andres, Lopez-Salido and Nelson (2004) を例外とすれば、この Tobin タイプのフレームワークは基本的には IS-LM 体系の延長線上にある。この意味でミクロ理論的な基礎付けは弱いものの、金融資産市場を含むマクロモデルは、資金循環の変化が金利変動を通じてマクロ経済に及ぼす短中期的な影響を実証分析するにあたっては有益なツールである。

日本ではこれまで、吉野・古川編著 (1991)、

吉野・中田 (2002)、亀田 (2004) などが資金循環を明示的に考慮したマクロモデルで公的金融の経済効果を理論・実証分析している⁸⁾。このうち IS-LM 体系を拡張した吉野・古川編著 (1991) では、他の研究とは時代背景が異なることもあり、財政投融资の規模縮小に対して否定的な見解が示されている。他方、AS-AD 体系に立脚したモデルで理論・実証分析を行った吉野・中田 (2002) では、財投資金が公的企業部門から民間企業部門にシフトすることが経済成長と政府債務抑制の両面に寄与するとの結論を得ている。また、亀田 (2004) では公的金融部門による国債保有額の変化が政府債務に及ぼす影響が分析されている。

V-2. 本分析の特徴

先行研究では、郵貯・簡保などの資金吸収部門と、財政融資資金 (旧資金運用部)、政府系金融機関が「公的金融部門」として一括されたうえでモデルが構築されていた。しかし、2001 年度以降の財政投融资制度改革および 2007 年 10 月からの郵貯・簡保の民営化がマクロ経済に及ぼす影響を分析するうえでは、資金運用の自由度がより高まっていく郵貯・簡保と、今後は財投事業の資金調達のみに特化していく財政融資資金の経済活動を区別して扱うことが不可欠である。よって本稿では、郵貯・簡保のバランスシートを財政融資資金と分離したうえで、資金循環勘定を取り込んだマクロ計量モデルを構築する。さらに本分析では、既存研究では考慮されていなかった財投制度改革の経過措置期間、民営化後の旧勘定の扱い、郵便銀行による融資業務の当面の不認可などを考慮に入れ、より現実妥当的な想定のもとでシミュレーションを実施する。

財政投融资制度の今後のあり方について議論するとき、金融仲介の変革とともに財投の出口

7) 例えば日本経済研究センター (2004) など

8) ここで挙げた文献とは異なるアプローチから財政投融资制度の変革について分析した研究として岩田・深尾編著 (1998)、岩本 (1998)、岩本 (2001a)、岩本 (2001b) がある。

機関（公社公団、政府系金融機関）の事業規模縮小が論点となることが多い。もっとも、財投事業の規模縮小は既になんかなり進展している。例えば、2001年度と2004年度の財政投融资計画を比較すると、特殊法人等向けに限ればフローで半分以下（23.1兆円→11.8兆円）、ストックでも3/4程度（302兆円→221兆円）まで減少している。ゆえに、シミュレーションでは、今後も財投事業の規模縮小が続くことを前提としてあらかじめ外生変数の想定に織り込み、分析対象を郵貯・簡保による資金運用の変化に限定する。

V-3. マクロ計量モデルの概要

本稿のマクロ計量モデルの構造を単純化したフローチャートが図5である⁹⁾。このマクロ計量モデルでは、総需要から実質GDPが決定される（図中①）。他方で生産関数から潜在GDPが定義され（図中②）、需給ギャップが部分調整されるように物価水準が決定される（図中③）。名目GDPは1次的には雇用者所得、利潤、固定資本減耗、純間接税のかたちで各経済主体に分配され、経済主体間の経常移転（課税、利子所得の受払い等）を経て家計の可処分所得、企業のキャッシュフロー、政府の税収が確定する（図中④）。これらと家計消費、企業の設備投資、政府支出などとの差額が各部門の貯蓄投資差額となる（図中⑤）。

財市場で貯蓄投資差額が決まると、各経済主体の金融資産残高（ないし金融負債残高）が変動し、資産構成（ないしは負債構成）が調整される。図中⑥は資金循環勘定に相当する。まず、資金の供給サイドについてみると、家計の金融資産は主に民間金融商品（預金・生保など）、公的金融商品（郵貯・簡保）で運用される。このうち民間金融部門に吸収された資金は、民間部門への資金供給（貸出・社債など）、政府債

務（国債、地方債、地方公共団体向け貸出）などで運用される。郵貯や簡保については、2001年度から資金の一部が民間部門に供給されるようになった一方、経過措置期間中は市場を介さずに財投債の直接引受けを行っている。それ以外は、国債、地方債、地方公共団体向け貸付などで運用している。次に、資金需要サイドについてみると、民間企業は銀行借入や社債発行によって資金を調達する¹⁰⁾。また、政府は公債を発行するなどして不足財源を賄う。

民間貸出市場、社債市場、政府債務市場では需給均衡から金利が決定される。両市場には一定の金利裁定が働くものの、裁定は瞬時には完了しないと想定している。金融市場の均衡から決定される金利は、民間設備投資や住宅投資の変動を通じてGDP、さらには税収を変動させる。また、次期以降の政府の公債利払い等を通じて財政収支を変動させる。このように資金循環の変化は金利変動を通じてマクロ経済に影響を及ぼす。

V-4. 資金循環の変化とマクロ経済

本稿のマクロ計量モデルの大きな特徴は、公的金融部門を介した資金循環が近年の財投制度の変革と整合的なかたちで定式化されていることである。この特徴をより明確にするため、図6では金融市場の構造のみを抽出したフローチャートが示されている。

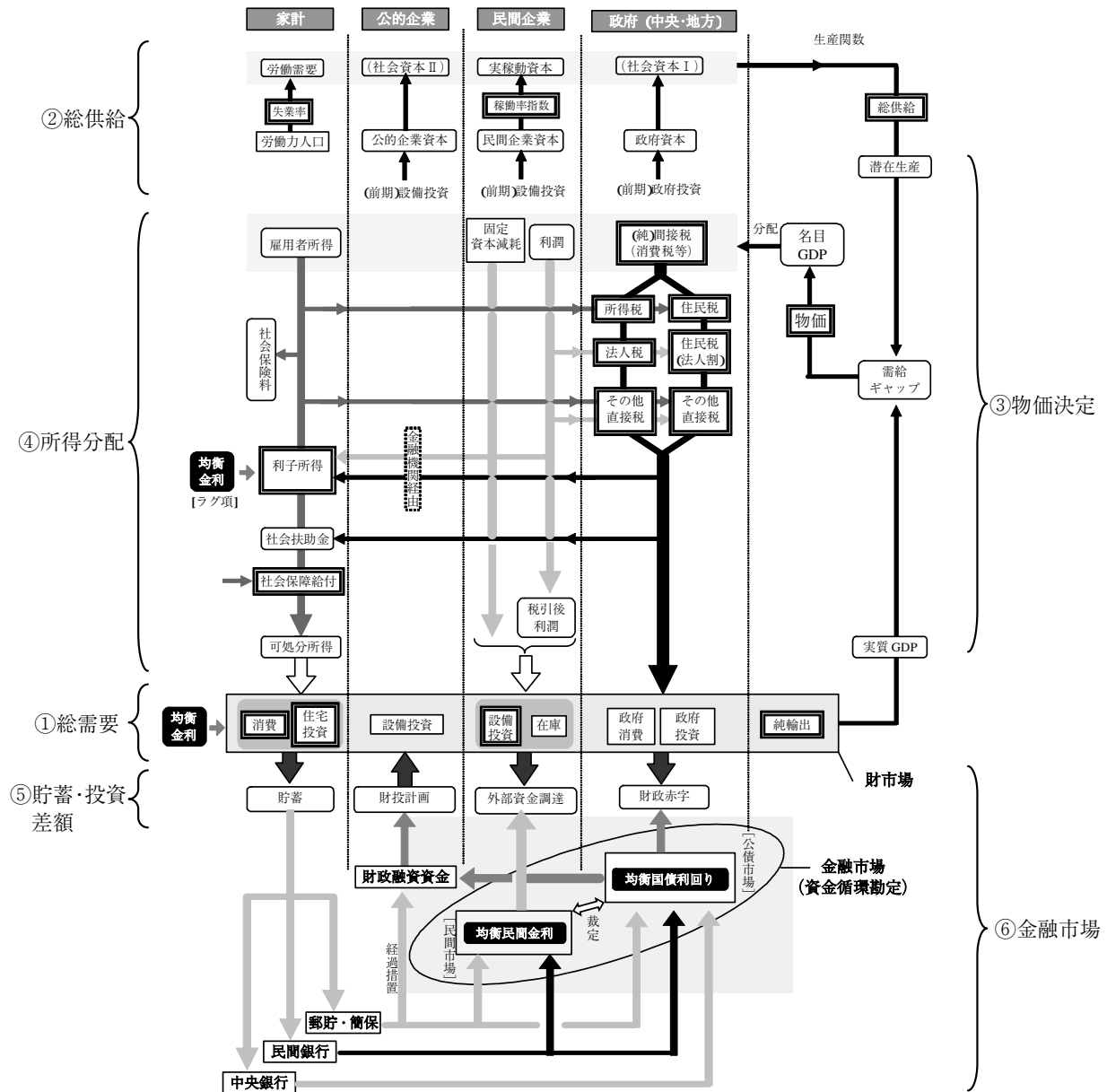
家計に貯蓄が生じると家計の金融資産残高が増加する（図中①）。ここで家計はポートフォリオを再考する。なお、このモデルでは家計の主な資金運用手段として「預金・民間生命保険」と「郵便貯金・簡易生命保険」を想定する（図中②）。

民間金融部門のポートフォリオは、民間向け資金供給（貸出・社債など）、政府債務（国債など）、外債などから構成される（図中③）。各

9) 以下に記述される各内生変数の決定は実際には全て「同時」に行われ、相互に影響しあっている。しかし、ここではモデルの構造を明確に示すため、各段階での内生変数の決定に順序をつけて説明している。

10) 近年の民間企業部門はフローで見れば資金余剰であるが、ストックで見れば依然として赤字主体である。

図5 マクロ計量モデルにおける財市場・金融市場・所得分配構造

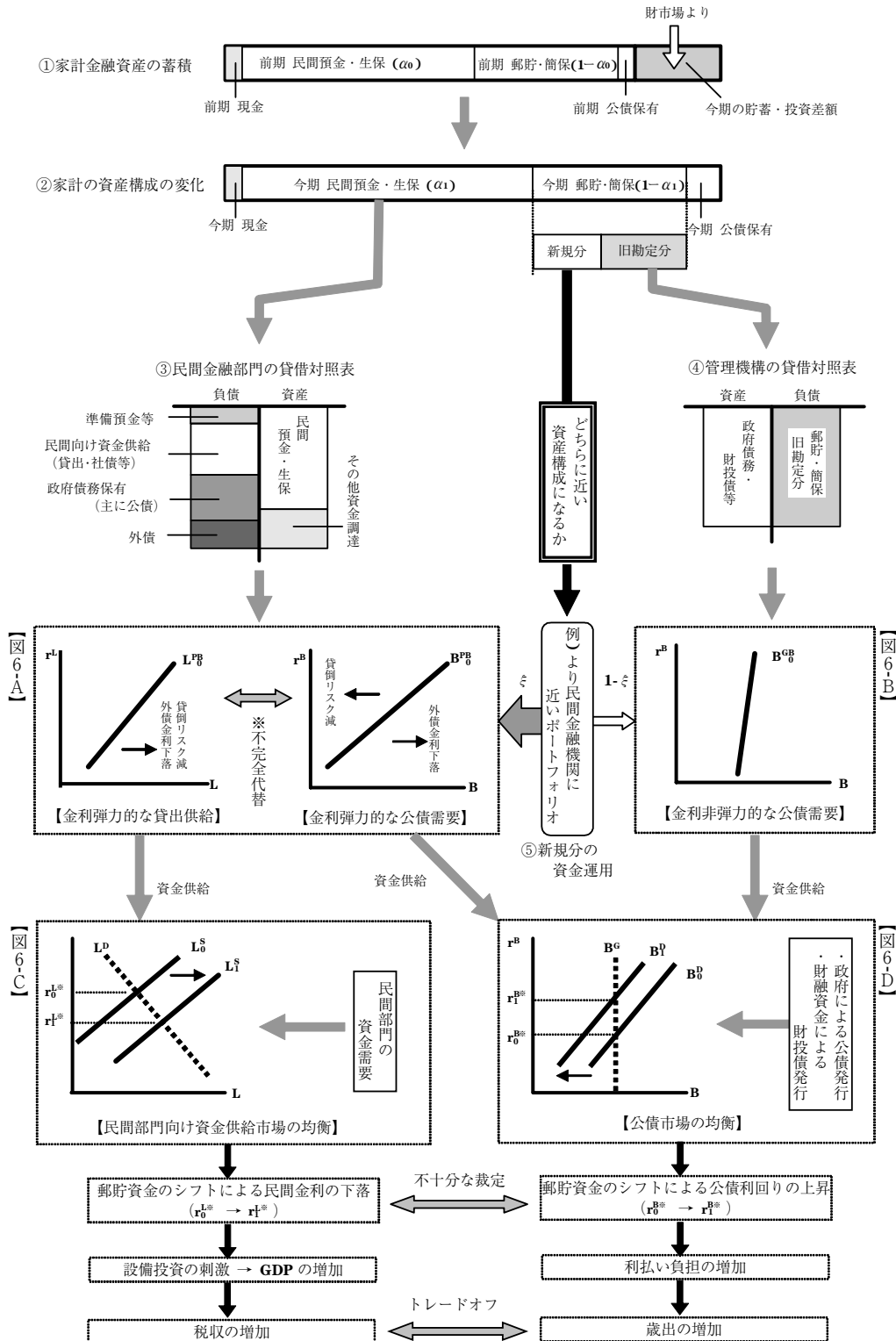


注1) は構造方程式, は定義式, は外生変数として扱われていることを示す。

注2) 実際のモデルでは,

- ① 政府は中央政府と地方政府に分割したうえで各々の勘定を扱っている。
- ② 社会保障基金の経済活動も明示的にモデル化されている。
- ③ 民間貸出・社債・住宅ローン・国債の市場均衡が定式化される。外債市場は外生的に扱う。
- ④ 本モデルでは、社会資本は生産（総供給）に統計的に有意な影響を及ぼさない。

図6 公的金融部門を介した資金循環の変化が政府財政に及ぼす影響



注 1) 単純化のため、家計資産に占める公債のシェアは不変としている。

注 2) 家計の資産運用、および、民間金融部門と公的金融部門の資金調達・資産運用はかなり単純化されている。

金融資産は不完全代替の関係にあり、各々の運用シェアは相対的な収益率の差や貸倒れリスクに依存して決まると想定する。例えば、外債金利が下落すると民間向け資金供給と公債需要がともに増加する。また、貸倒れリスクが下落した場合は、公債から民間向け資金供給へと資金運用がシフトする（図6-A）。

公的金融部門（郵便貯金・郵便保険）による資金運用のうち、まず、民営化前に吸収した資金は「管理機構」に分離され、その資金運用は公債中心に限定されるものとする（図中④）。換言すれば、これらは金利に非感応的な「非市場性」の公債需要となる（図6-B）。他方、新規受入分については、民営化当初は民間部門への直接融資は認められないものの、業務規制の緩和が進行するにつれて民間金融機関並みの資金運用に近づくと想定する（図中⑤における ξ の上昇）。これは、公的金融部門全体として「非市場性」の公債保有（図6-B）が減少し、「市場性」の資金運用（図6-A）が増加することを意味する¹¹⁾。

家計の安全資産保有に占める民間金融商品の比率が上昇したり（ $\alpha_0 \rightarrow \alpha_1$ ）、民営化後の郵便貯金や郵便保険による「市場性」の資金運用が増加したり（ ξ の上昇）すると、まず、民間向け貸出供給が増加し、需要が不変である限り図6-Cに示されるように民間資金調達金利が下落する（ $r_0^{L*} \rightarrow r_1^{L*}$ ）。これによって設備投資が刺激され、実質GDPが増加して税収の増加につながる。他方、公債市場では公的金融部門による「非市場性」の公債保有が減少する。よって、やはり需要が不変である限り図6-Dに示されるように公債利回りは上昇し（ $r_0^{B*} \rightarrow r_1^{B*}$ ）、政府の利払い負担が重くなる。トレードオフ関係にある政府財政への2つの効果は民間資金調達市場と公債市場の金利裁定が完了するまで続く。この大小関係によって資金循環の変化がマクロ経済に及ぼす影響は異なってくる。なお、補論1では静学マクロ理論モデルが構築され、公的金融部門を介した資金循環の変革がマクロ経済に及ぼす影響が理論的に分析されている。

VI. シミュレーション

VI-1. マクロ計量モデルの構築

公的金融部門を介した資金循環の変化がマクロ経済にどのような影響を及ぼすかは、モデルのパラメータの大小関係に依存する。そこで、2003年度までの年度データを用いて図5や図6の構造を反映したマクロ計量モデルを推定した。このマクロ計量モデルは、93SNA基準の『国民経済計算年報』（内閣府経済社会総合研究所編）、『資金循環勘定』（日本銀行）の年

度データ（1980～2003年度）をベースとしており、63本の構造方程式と208本の定義式から構成される。ただし、紙幅の余裕がないため、補論2に主要な構造方程式の推計結果のみを示し、マクロモデルの全体系については中田・湯澤（2005）に掲載した。¹²⁾以下では、主要な市場の実証分析上の扱いと、財政投融资制度の変革をモデルに反映させる方法について述べる。

11) ほとんどの先行研究では、①旧勘定の存在、②民営化当初の融資規制が考慮されておらず、単純に図6におけるパラメータ α_1 を変動させることを「民営化」と解釈している。

12) 中田・湯澤（2005）「財政投融资制度の変革と政府債務—資金循環勘定を定式化したマクロモデルによるシミュレーション分析—」は財務省財務総合政策研究所WEBサイトよりダウンロードできる。（URL：<http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/ron001.htm>）なお、ダウンロードが難しい環境にある場合には財務省財務総合政策研究所中田真佐男（nakata.masao@mof.go.jp）まで連絡されたい。

a. 政府債務市場の均衡

市場で広く取引される政府債務は国債のみであるため、本稿のモデルでは国債市場の需給均衡を明示的に定式化する。なお、財投債のうち市中消化される分については普通国債と無差別に取引される。よって、本モデルでも国債市場の資金需要サイドに財投債の市中消化分を含める。他方、地方公共団体向け債務（地方債・地方公共団体向け貸付）の金利については「均衡国債利回り＋スプレッド（外生）」として定義する。

モデルの推計に利用する『資金循環勘定』（日本銀行）では、金融資産・負債の満期の差異は考慮されず、集計額のみが各主体のバランスシートに計上されている。したがって、集計された国債市場の需給均衡から1つの代表的な金利しか決定できない。しかし、政府の利払いを定式化するうえでは、国債の多様な満期構成を考慮することが不可欠となる。表6には満期別国債応募者利回りの相関係数が示されている。実際の中期国債・長期国債・超長期国債の応募者利回りの変動はかなり連動していることがわかる。

表6 満期別国債応募者利回りの相関係数
(1986～2003年度)

	2年債	10年債	20年債
2年債	1.00		
10年債	0.97	1.00	
20年債	0.95	0.99	1.00

(出所) 『金融経済統計月報』（日本銀行）

よって、本モデルでは、集計された国債市場の需給均衡から利付10年債の金利が決定される構造とし、他の満期の国債利回りについては、以下の式で10年国債の均衡金利と関連付けている。

$$r_{j,t}^B = r_{10,t}^B + s_{j,t} \quad (1)$$

$r_{j,t}^B$: t 期に発行された満期 j 年の国債発行利回り

$s_{j,t}$: 満期 j 年の国債発行利回りと10年債とのスプレッド（外生）

なお、シミュレーションでは、スプレッドでみた国債利回りの期間構造を2004年度末の水準で一定として将来予測を行っている。

b. 中央政府の利払い負担

政府の利払い費は、前期の利払い総額に前年に新規発行された分の利払いを加え、満期償還された分の利払い費を除くことによって推計される。本モデルでは、集計された国債発行額（含借換債）を満期別に分解し、満期の差異を考慮して利払い費を推計する。

$$Int_t^G = Int_{t-1}^G + \sum_{j=1}^Q (r_{j,t-1}^B \cdot \Delta B_{j,t-1}^G) - \sum_{j=1}^Q (r_{j,t-1-j}^B \cdot \Delta B_{j,t-1-j}^G) + \varepsilon_t^G \quad (2)$$

Int_t^G : t 期における国債利払い費

$r_{j,t}^B$: t 期に発行された満期 j 年の国債発行利回り

$B_{j,t}^G$: t 期に発行された満期 j 年の国債現存額

ε_t^G : 実績値との乖離額の調整項

上式では満期前の償却を考慮していないため、実績値との乖離を調整する項を設けている。国債発行額（フロー）・現存額（ストック）の満期構成は『国債統計年報』（財務省）から把握できる。なお、シミュレーションでは、2004年度以降に発行される国債の満期構成を2003年度の実績値で固定して将来予測を行った。

c. 民間部門向け資金供給市場の均衡

民間部門の主要な外部資金調達手段（長期）は貸付金と事業債である。『国民経済計算年報』（内閣府経済社会総合研究所編）を利用する本モデルでは、企業部門をマクロレベルで扱わざるをえない。よって、ミクロレベルでの貸出の個性や事業債の格付の差異についてはここでは考慮せず、民間貸出市場と社債市場をそれぞれマクロレベルで定式化した。需給均衡から決定される金利は、民間貸出については「国内銀

行貸出約定平均金利長期新規」，社債市場については「最上位格付・最長期社債応募者利回り」（ともに『金融経済統計月報』（日本銀行）より）とした。

d. 財投債発行額と財投事業の規模

財政融資資金は，預託金と既発財投債の満期償還分のうち一定割合を新たな財投債発行によって賄うと想定する。このうち，預託金の償還予定は『財政投融资リポート2005』（財務省）に示された残存期間別残高表にしたがって推計する。また，財投債の満期償還については『国債統計年報』（財務省）に示された満期別の償還予定を利用する。シミュレーションでは，財投事業の原資は次第に縮小していくと想定し，毎年度の新規財投債の発行額を，預託金と既発財投債の満期償還分の50%（2003年度の実績値）と想定した。

e. 経過措置期間の扱い

2007年度までは財政投融资制度改革の経過措置期間である。2003年度では，発行された財投債（約28.5兆円）の35.0%が郵貯，10.3%が簡保，19.8%が年金資金によって直接引受けされている。シミュレーションの標準的なケースでは，郵貯・簡保・年金資金による財投債の直接引受比率が2008年度にゼロとするように定率で引き下げていく。

f. 家計の資産選択

家計による資産の選択基準としては，収益率（金利），安全性（政府保証の有無），利便性（店舗網の充実）などが挙げられる。しかし，マクロレベルの年次データで各資産の選択関数を推計することは難しいため，本モデルでは家計の資産選択を外生的に制御する。

g. 民営化後の公的金融部門の新勘定分の扱い

民営化後の郵貯は，2006年度末の定期性の郵便貯金残高（ $\bar{D}^{PO}$ ）を管理機構に分離する（旧勘定）。これら旧勘定の資金は，今後も公債保有中心の資金運用が継続される。他方，民営化後に自由に運用できる郵貯の資金は以下のように定義される。

$$X_t^{PS} = D_t^{PS} - \bar{D}_t^{PO} \quad (3)$$

X^{PS} ：民営化後に自由に運用できる郵貯の資金

D^{PS} ：流動性・定期性の郵便貯金の残高

$\bar{D}^{PO}$ ：いわゆる「旧勘定分」

旧勘定分の残高は満期償還が進むにつれて減少していく。シミュレーションでは，2006年度末の郵便貯金残高の預入期間別構成が『郵便貯金2005』（日本郵政公社）から算出可能な2004年度末の構成と同じだと仮定し，このもとで旧勘定の償還が進むと想定している。他方，旧勘定で保有される財投債の直接引受分については『国債統計年報』（理財局）に示された償還予定にしたがうものとした。また，他の資産（国債，地方債，社債）については，各資産の2006年度末における残存期間別シェアが『郵便貯金2005』（日本郵政公社）に示された2004年度末の実績値と同じであると仮定し，このもとで償還が進むと想定した。なお，簡易保険についても同様に想定している¹³⁾。

本モデルでは，民営化後の郵便貯金は，自由に運用できる資金（ X^{PS} ）のうち ξ の割合を市場原理に則って運用すると仮定している。「市場原理に則った資金運用」とは，本モデルでは民間金融機関と同様の資金運用を意味する。ここで，民間金融部門の資金運用は以下のように表される¹⁴⁾。

13) 『簡易保険2005』（日本郵政公社）から算出可能な各資産の2004年度末における残存期間別シェアをシミュレーションの想定に用いる。各資産（負債）の満期は20年と仮定する。簡易保険そのものの残存期間別シェアは算出できないため，運用資産全体でみた残存期間別シェアに一致すると仮定したうえで償還予定額を推計した。なお，『郵便貯金2005』や『簡易保険2005』で満期別の内訳が複数年刻みで示されているものについては（例：5年以上7年未満），各年に均等に配分した。

$$L_t^{PB} = l(r_t^L, r_t^B, r_t^S, r_t^F - e, \rho) \times X_t^{PB} \quad (4)$$

$$B_t^{PB} = b(r_t^L, r_t^B, r_t^S, r_t^F - e, \rho) \times X_t^{PB} \quad (5)$$

$$S_t^{PB} = s(r_t^L, r_t^B, r_t^S, r_t^F - e, \rho) \times X_t^{PB} \quad (6)$$

l : 民間金融部門 貸出での資産運用比率

b : 民間金融部門 国債での資産運用比率

s : 民間金融部門 社債での資産運用比率

L_t^{PB} : 民間金融部門 民間貸出

r_t^L : 貸出金利

B_t^{PB} : 民間金融部門 国債保有

r_t^B : 国債発行利回り

S_t^{PB} : 民間金融部門 社債保有

r_t^S : 社債発行利回り

ρ : 企業の債務不履行リスク

r_t^F : 外債金利 (外生)

e : 為替レート (外生)

X_t^{PB} : 民間金融部門 運用資産

よって、民営化後に自由に運用できる郵貯の資金 (X^{PS}) の運用方法は以下のように表すことができる。

$$L_t^{PS} = \xi \times l(\cdot) \times X_t^{PS} \quad (7)$$

$$B_t^{PS} = \xi \times b(\cdot) \times X_t^{PS} + (1 - \xi) \times \lambda^B \times X_t^{PS} + \bar{B}_t^{PO} \quad (8)$$

$$S_t^{PS} = \xi \times s(\cdot) \times X_t^{PS} + (1 - \xi) \times \lambda^S \times X_t^{PS} + \bar{S}_t^{PO} \quad (9)$$

L_t^{PS} : 郵便貯金 民間貸出

B_t^{PS} : 郵便貯金 国債保有

S_t^{PS} : 郵便貯金 社債保有

λ^B : 郵便貯金 従来 (民営化前) の国債での資産運用比率

λ^S : 郵便貯金 従来 (民営化前) の社債での資産運用比率

$\bar{B}_t^{PO}$: 旧勘定で保有される国債の現存額

$\bar{S}_t^{PO}$: 旧勘定で保有される社債の現存額

ξ : 民営化後の郵便貯金の資金運用の自由度を表すパラメータ

(7)~(9)式において $\xi = 1$ であるとき、新勘定分の郵便貯金の資金運用が完全に自由であり、その資金運用は民間金融部門と同じになる。他方、民営化当初の郵便貯金銀行による資金運用に何らかの制約があるケースは、 $\xi < 1$ に対応する。シミュレーションでは、 ξ について複数のケースを想定した将来予測を行う。

VI-2. シミュレーションの前提

財政投融资制度の変質が資金循環構造の変化を通じて政府債務に及ぼす影響を検証するため、マクロ計量モデルによるシミュレーションを実施する。なお、補論2では、内挿期間 (2001~2003年度) におけるモデルの予測精度が確認されている。いわゆる Lucas 批判を引用するまでもなく、過去のデータから推計されたパラメータは将来にわたって安定ではありえない。しかし、本分析は将来のマクロ経済変数の絶対水準を正確に予測することを目的としているわけではない。よって、推計されたマクロ計量モデルのパラメータをそのまま用いてシミュレーションを実施し、結果の解釈にあたっては想定した各ケースでの予測値の相対的な差に着目することとした。

以下では政府支出に関する標準的な想定を示す。なお、モデルの全ての外生変数の標準的な想定値については中田・湯澤 (2005) に掲載した。

・最終消費支出 (中央政府・地方政府共通)

2004年度

→対前年度比で2.4%の削減

2005~2010年度

14) (4)~(6)式はマクロ計量モデルにおいては実際に推計される。(詳細は補論2を参照)

→対前年度比で3.2%の削減

2011年度以降

→対前年度比で1.5%の削減

・ 公的総固定資本形成(中央政府・地方政府共通)

2004年度

→対前年度比で3.5%の削減

2005～2010年度

→対前年度比で3.7%の削減

2011年度～

→対前年度比で1.5%の削減

政府消費・政府投資の削減幅については、2004年度は一般会計予算「公共事業費、社会保障関係費を除く一般歳出」および「公共事業費」の対前年比変化率の実績値、2005～2010年度は同平成17年度予算案の値に準じている。また、中央政府による社会保障関連の政府支出(基礎年金の国庫負担分など)は、社会保障基金による給付額1単位の増加に対してその32%だけ増加すると想定した(構造方程式の推計結果より)¹⁵⁾。ここで、SNAベースの社会保障給付(PEN_SS)は以下の構造方程式から決定される。高齢化が進行して65歳以上人口が増加するにつれ、中央政府による社会保障関連の支出は増加する構造になっていることがわかる。

・ 社会保障給付(PEN_SS) [10億円]

推計期間：1986～2003年度

$$\begin{aligned} \text{PEN_SS} = & -26720 - 542.3 \times \text{D01} \\ & \quad [-14.5^{***}] \quad [-1.71^{*}] \\ & + (740 + 35.8 \times \text{D86_89}) \\ & \quad [11.8^{***}] [2.85^{***}] \\ & \quad \times (\text{YLE} / \text{LD_TOT}) \\ & + 12.4 \times \text{POP65} + 1973 \times \text{RUN} \\ & \quad [11.1^{***}] \quad [7.97^{***}] \end{aligned}$$

$$R^2(\text{adj}) = 0.99, \text{DW} = 1.88$$

YLE : 雇用者所得 [10億円]

LD_TOT : 労働需要 [万人×時間 (月間)]

POP65 : 65歳以上人口 [万人]

RUN : 完全失業率 [%]

税収に関する標準的な想定は以下のとおりである。これらは税収関数の推計結果に準じている。

・ 消費税率：5 %で固定

・ 給与所得にかかる所得税の所得弾性値

1.18 (推計結果) で固定

・ 住民税(所得割)の所得弾性値

1.41 (推計結果) で固定

・ 法人税の所得弾性値

1.00 (推計結果) で固定

・ 住民税(法人割)の所得弾性値

1.22 (推計結果) で固定

・ 所得税(利子分)の利子所得感応度

0.06 (推計結果) で固定

・ 住民税(利子割)の利子所得感応度

0.01 (推計結果) で固定

VI-3. シミュレーション1：経過措置期間における公的金融部門の財投債直接引受の影響

最初に、公的金融部門による非市場経路を通じた政府債務保有の減少がマクロ経済に及ぼす影響を見るため、以下の2つのケースについて2007年度までの予測を行った。

Case 1-A)

郵便貯金・簡易保険・年金資金による財投債の直接引受額について、2003年度までは実績額、2004年度は計画額に従い、その後は2008年度初頭にゼロとなるように各公的金融部門の引受を縮小していく。(経過措置期間が当初の予定通りに終了するケース)

Case 1-B)

郵便貯金・簡易保険・年金資金による財投債の直接引受額を2005年度からゼロとする。2005～2007年度における直接引受けの取りや

15) ここでは、中央政府による基礎年金の国庫負担分引上げ(1/3→1/2)は考慮していない。

財政投融资制度の変革と政府債務

表7 シミュレーション結果1：公的金融機関の財投債直接引受けの減少の影響

Case 1-A：経過措置期間が当初の予定通り（2007年度）に終了するケース
Case 1-B：経過措置期間が早期（2004年度）に終了するケース

年度	①国債発行利回り 【%】			②民間貸出金利 【%】		
	Case 1-A	Case 1-B	乖離（B-A）	Case 1-A	Case 1-B	乖離（B-A）
2004	1.67	1.67	0.00	1.98	1.98	0.00
2005	2.03	2.34	0.32	2.05	2.07	0.02
2006	2.17	2.60	0.43	2.10	2.12	0.03
2007	2.41	2.77	0.37	2.20	2.22	0.02

年度	③名目 国内差支出 【兆円】			④名目 中央・地方政府 税収 【兆円】		
	Case 1-A	Case 1-B	乖離（B-A）	Case 1-A	Case 1-B	乖離（B-A）
2004	515.05	515.05	0.00	82.95	82.95	0.00
2005	530.11	530.05	-0.06	85.83	85.81	-0.01
2006	540.32	540.19	-0.13	87.38	87.35	-0.02
2007	552.43	552.19	-0.24	89.29	89.24	-0.04

年度	⑤名目 中央・地方政府 利払費 【兆円】			⑥中央・地方政府 財政赤字／名目 GDP 【%】		
	Case 1-A	Case 1-B	乖離（B-A）	Case 1-A	Case 1-B	乖離（B-A）
2004	13.80	13.80	0.00	-6.4	-6.4	0.0
2005	15.45	15.45	0.00	-5.4	-5.4	0.0
2006	18.22	19.04	0.82	-5.0	-5.2	-0.2
2007	21.63	23.69	2.06	-4.8	-5.2	-0.4

年度	⑦中央政府 国債発行残高／名目 GDP 【%】			⑧中央・地方政府 長期債務残高／名目 GDP 【%】		
	Case 1-A	Case 1-B	乖離（B-A）	Case 1-A	Case 1-B	乖離（B-A）
2004	98.6	98.6	0.0	161.6	161.6	0.0
2005	100.6	100.6	0.0	162.8	162.9	0.0
2006	104.0	104.1	0.1	165.6	165.8	0.2
2007	106.8	107.2	0.4	167.4	168.0	0.6

め分は現金で保有する。(経過措置を早期に停止するケース)

表7には、①国債発行利回り、②民間貸出金利、③名目総支出、④中央・地方政府の税收(SNAベース)、⑤中央・地方政府の利払い費、⑥中央・地方政府の貯蓄投資差額(財政赤字)の対名目GDP比、⑦中央政府の国債発行残高の対名目GDP比、⑧中央・地方政府の長期債務残高の対名目GDP比の予測結果が比較されている。

公的金融部門が財投債の直接引受額が減らされると、市中消化にまわる財投債の金額が増加する。このシミュレーションでは、公的金融部門が直接引受額の減少分を現金で保有する(すなわち、市中であらためて財投債を購入することはない)と想定しているので、増加した市中消化分は全て民間部門(主に預金取扱機関と生命保険会社)によって購入される。市中消化にまわる財投債は普通国債と無差別に扱われるが、本マクロ計量モデルで推計された民間預金取扱機関や民間生命保険会社の国債保有は金利の増加関数になっている。これは、国債利回りが上昇しない限り、民間部門は公債保有を増加させないことを意味する。結果として、均衡における国債発行利回りが上昇する(表7-①)。

国債発行利回りの上昇は、民間の預金取扱機関や生命保険会社の金利裁定行動を通じて民間貸出金利の上昇を誘発する(表7-②)¹⁶⁾。ただし、本分析のマクロ計量モデルでは推計された民間企業の借入需要関数の金利感応度が高い。このため、民間銀行の金利裁定によって貸出供給関数が左上方にシフトしたとしても、均衡民間貸出金利の上昇幅は国債利回りの上昇幅に比べて小さくなる。

民間貸出金利が上昇すると設備投資の減少を通じて総需要が低迷し(表7-③)、税收が落ち込む(表7-④)。他方で、国債利回りの上昇は政府の利払いを悪化させる(表7-⑤)。この結果、政府の財政収支が悪化し(表7-⑥)、政府債務残高が増加する(表7-⑦・⑧)。

このように公的金融部門による政府債務消化の減少は、均衡金利の上昇を通じて政府財政を悪化させることがわかる。しかし、このシミュレーションでは「公的金融部門が直接引受額の減少分を現金で保有する」という強い仮定が置かれていた。仮に、公的金融部門が政府債務保有の減少分を民間部門に供給することが可能になれば、表7に示された政府財政にとってマイナスの波及効果と同時に、民間貸出金利(ないしは社債金利)の下落を通じて税收が増加するプラスの波及効果が生まれる。経済財政諮問会議による「官から民へ(の資金フローの加速)」という方針は、このプラスの波及効果を強調したものだといえる。もっとも、プラスの波及効果がマイナスの波及効果を凌駕するか否かは先見的には明らかではない。そこで次に、公的金融部門による「政府債務消化から民間向け資金供給へ」の資金シフトの影響を明示的に考慮したシミュレーションを実施する。

VI-4. シミュレーション2：公的金融部門の変革に伴う資金循環の変化の影響

以下では、公的金融部門の資金運用の自由度の変化、および、資金吸収規模の変化がわが国マクロ経済に及ぼす影響を試算する。予測期間は2004～2013年度とするが、郵貯・簡保の変革は2007年度からの開始とする¹⁷⁾。なお、変革以前(～2006年度)の想定については、シミュレーション1におけるCase1-A(経過措置期間

16) 本シミュレーションでは、民間貸出市場で決定される金利として「貸出約定平均金利新規長期」を採用している。ただし、貸出約定平均金利での「長期」とは1年以上の貸出全てを含むため、それらの平均金利と10年満期国債の利回りとの間には期間のミスマッチが生じる。ゆえに、予測結果では(信用格差を考慮したうえで)国債利回りの絶対値が民間貸出金利を上回ることはいえる。

17) 第163回特別国会で成立した郵政民営化法案では、民営化の開始時期は第162回通常国会に提出された原案(2007年4月開始)より半年遅れ、2007年10月となった。

が当初の予定通りに終了するケース)を適用する。具体的に想定するのは以下の5つのケースである。

Case 2-A. 郵貯・簡保が政府債務消化中心の資金運用を継続するケース

変革後も定額貯金の受入れが認められ、かつ、事業効率が向上するなどにより、家計の資産運用に占める郵便貯金・簡易保険(郵便保険)の比率が低下しないと想定する。具体的には、予測期間中の「郵便貯金／家計金融資産」比率および「簡易保険(郵便保険)／家計金融資産」比率をそれぞれ2003年度の水準で固定する。加えて、変革後の郵便貯金・簡易保険(郵便保険)の「新勘定分」についても「旧勘定分」と同様に金利に非感応的な政府債務保有(図6-B参照)を続ける。具体的には、2007年度以降の郵貯・簡保の「国債保有／新勘定負債額」比率を2003年度の「国債保有／自主運用可能額」と同じ水準で固定する。以下では、このケースを「政府債務消化中心の運用」と呼ぶ。

Case 2-B. 郵貯・簡保の資金運用の変化が漸進的に進行するケース

変革後の郵貯・簡保の規模に関する仮定はCase 2-Aと同様とする。他方、変革後の資金運用については、新勘定の負債のうち ξ の割合を民間金融機関と同じ方法で市場運用し、 $(1-\xi)$ の割合をCase 2-Aと同様の非市場性運用にあてることとする。ここで「民間金融機関と同じ方法での市場運用」とは、例えば国債の場合、新勘定の負債額に民間金融機関の「国債保有／金融負債総額」を乗じることでの公的金融部門の国債保有額の決定を意味する((7)~(9)式を参照)。変革後の郵貯・簡保もやはり国債を保有するが、その需要はもはや図6-Bに示されるような非金利感応的なものではなく、図6-Aに示されるように金利感応的となる。こうした公債保有関数の金利感応度の差異は、市場均衡での利回りの決定に影響を及ぼすことになる。ここでは ξ の値を1年あたり0.1(10%)

ずつ上昇させていく。すなわち、郵貯・簡保が市場原理に則った資金運用を徐々に拡大していくことを想定する。以下では、このケースを「運用の漸進的変革」と呼ぶ。

Case 2-C. 郵貯・簡保が即時的に民間金融機関なみの資金運用を開始するケース

変革後の郵貯・簡保の規模に関する仮定はCase 2-Aと同様とする。他方、資金運用については、変革直後から新勘定の負債の全てを民間金融機関と同じ方法で市場運用すると想定する((7)~(9)式において $\xi=1$ となるケース)。これは郵政民営化法案よりも急速な変革を意味するが、比較対象としてシミュレーションに加えた。以下では、このケースを「即時に民間並みの運用」と呼ぶ。

Case 2-D. 郵貯・簡保が資金吸収規模を縮小しながら政府債務消化を継続するケース

変革後のコスト負担の増加(法人税、預金保険料支払い)により、郵便貯金がこれまでの規模を維持できなくなるケースを想定する。具体的には、予測期間中の「郵便貯金／家計金融資産」比率について、2006年度までは2003年度の水準(17.0%)で固定し、2007年度以降は、それぞれ1年につき1%ずつ引き下げていく。他方で、2007年度以降の家計による民間預金取扱機関の預金での資金運用のシェアを、1年につき1%ずつ引き上げていく。資金運用についてはCase 2-Aと同様とし、政府債務消化を支えんとする。以下では、このケースを「規模縮小+政府債務消化の継続」と呼ぶ。

表8-1~表8-7には主要な内生変数の予測結果が示されている。表8では、基準値として「Case 2-A: 政府債務消化中心の運用」の予測結果が絶対水準で示され、その他のケース(Case 2-B~Case 2-D)の予測結果については、Case 2-Aでの予測値との乖離幅が掲載されている。なお、シミュレーションのより詳細な結

財政投融资制度の変革と政府債務

表 8－1．シミュレーション結果 2：名目 国債利回り [%]

Case	想定		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
2-A	政府債務消化中心の運用		2.33	2.63	2.87	2.90	3.27	3.61	4.19
2-B	運用の漸進的変革	Case 2-B－Case 2-A	0.19	0.32	0.45	0.57	0.71	1.06	1.36
2-C	即時に民間並みの運用	Case 2-C－Case 2-A	1.84	1.12	1.05	1.11	1.27	1.76	2.12
2-D	規模縮小＋政府債務消化の継続	Case 2-D－Case 2-A	0.27	0.40	0.51	0.62	0.74	0.87	1.02

表 8－2 シミュレーション結果 2：名目 民間貸出金利 [%]

Case	想定		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
2-A	政府債務消化中心の運用		2.17	2.28	2.35	2.41	2.54	2.58	2.76
2-B	運用の漸進的変革	Case 2-B－Case 2-A	0.00	－0.01	－0.01	－0.02	－0.02	－0.03	－0.05
2-C	即時に民間並みの運用	Case 2-C－Case 2-A	－0.02	－0.04	－0.04	－0.05	－0.04	－0.05	－0.06
2-D	規模縮小＋政府債務消化の継続	Case 2-D－Case 2-A	0.00	－0.01	－0.02	－0.02	－0.03	－0.03	－0.04

表 8－3 シミュレーション結果 2：名目 国内総支出 [兆円]

Case	想定		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
2-A	政府債務消化中心の運用		552.6	566.5	581.0	594.0	605.5	623.1	643.7
2-B	運用の漸進的変革	Case 2-B－Case 2-A	0.0	0.1	0.2	0.3	0.5	0.7	1.1
2-C	即時に民間並みの運用	Case 2-C－Case 2-A	0.2	0.5	0.7	1.0	1.1	1.2	1.5
2-D	規模縮小＋政府債務消化の継続	Case 2-D－Case 2-A	0.0	0.0	0.1	0.2	0.3	0.4	0.6

表 8－4 シミュレーション結果 2：中央・地方政府：名目 税収 [兆円]

Case	想定		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
2-A	政府債務消化中心の運用		89.3	91.5	93.8	95.4	96.5	99.2	102.3
2-B	運用の漸進的変革	Case 2-B－Case 2-A	0.01	0.02	0.04	0.06	0.09	0.13	0.20
2-C	即時に民間並みの運用	Case 2-C－Case 2-A	0.05	0.09	0.12	0.17	0.18	0.20	0.23
2-D	規模縮小＋政府債務消化の継続	Case 2-D－Case 2-A	0.00	0.01	0.02	0.03	0.05	0.06	0.09

表 8－5 シミュレーション結果 2：中央・地方政府：名目 利払い費 [兆円]

Case	想定		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
2-A	政府債務消化中心の運用		21.5	25.2	30.6	36.0	41.5	48.6	57.0
2-B	運用の漸進的変革	Case 2-B－Case 2-A	0.0	0.6	1.6	2.9	4.6	6.8	10.4
2-C	即時に民間並みの運用	Case 2-C－Case 2-A	0.0	5.4	9.2	11.6	15.1	19.0	25.5
2-D	規模縮小＋政府債務消化の継続	Case 2-D－Case 2-A	0.0	0.8	2.1	3.5	5.3	7.6	10.5

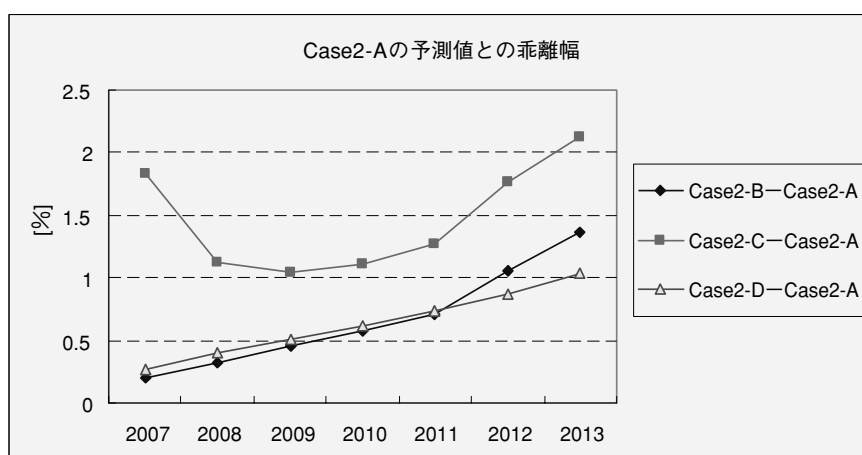
表 8-6 シミュレーション結果 2：中央・地方政府：財政赤字／名目 GDP [%]

Case	想定		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
2-A	政府債務消化中心の運用		-4.8	-4.6	-4.8	-4.9	-5.4	-5.9	-6.5
2-B	運用の漸進的変革	Case 2-B-Case 2-A	0.0	-0.1	-0.3	-0.5	-0.7	-1.1	-1.6
2-C	即時に民間並みの運用	Case 2-C-Case 2-A	0.0	-0.9	-1.6	-1.9	-2.4	-3.0	-3.9
2-D	規模縮小+政府債務消化の継続	Case 2-D-Case 2-A	0.0	-0.1	-0.4	-0.6	-0.9	-1.2	-1.6

表 8-7 シミュレーション結果 2：中央・地方政府：長期債務残高／名目 GDP [%]

Case	想定		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
2-A	政府債務消化中心の運用		167.4	168.5	169.7	171.5	174.2	175.8	177.1
2-B	運用の漸進的変革	Case 2-B-Case2-A	0.0	0.1	0.3	0.7	1.4	2.4	3.8
2-C	即時に民間並みの運用	Case 2-C-Case2-A	-0.1	0.8	2.3	4.1	6.4	9.2	12.8
2-D	規模縮小+政府債務消化の継続	Case 2-D-Case2-A	0.0	0.1	0.4	1.0	1.8	3.0	4.4

図 7-1 シミュレーション 2：名目 公債利回り



果は論文末尾に付表 1 として掲載されている。

最初に、均衡国債利回りについて見ると（表 8-1 および図 7-1），Case 2-C（即時に民間並みの運用）において顕著な利回りの上昇が確認される。これは，Case 2-C では 2007 年度時点で，公的金融部門の資金運用が政府債務保有から民間向け資金供給へと瞬時にシフトすることに加え，公債保有に関しても（非市場経路で保有する Case 2-A と比べて）より金利感応的になるためである。他方，Case 2-B（運用の漸進的変革）では，公的金融部門に課された資

金運用上の制約が徐々に緩和されていく。このため，政府債務保有から民間向け資金供給へのポートフォリオのシフトにともなって公債利回りが上昇し始めるのは 2012 年度以降である。Case 2-D（規模縮小+政府債務消化の継続）では，郵貯・簡保が市場の金利動向に関係なく公債を保有しつづけるため，利回りの上昇はもっとも低くなる。ただし，原資となる郵貯の規模そのものが縮小していくため，次第に公債利回りは上昇していく。いずれにせよ，公的金融部門の資金運用が「官から民へ」とシフトすると

図 7-2 シミュレーション 2：名目 民間貸出金利

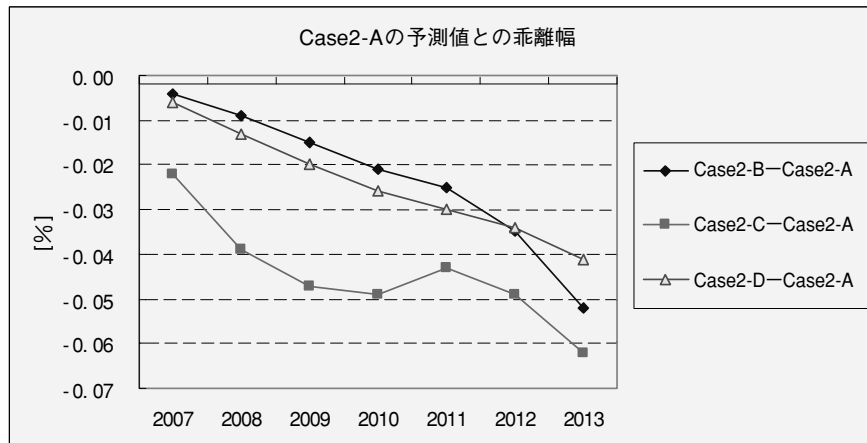
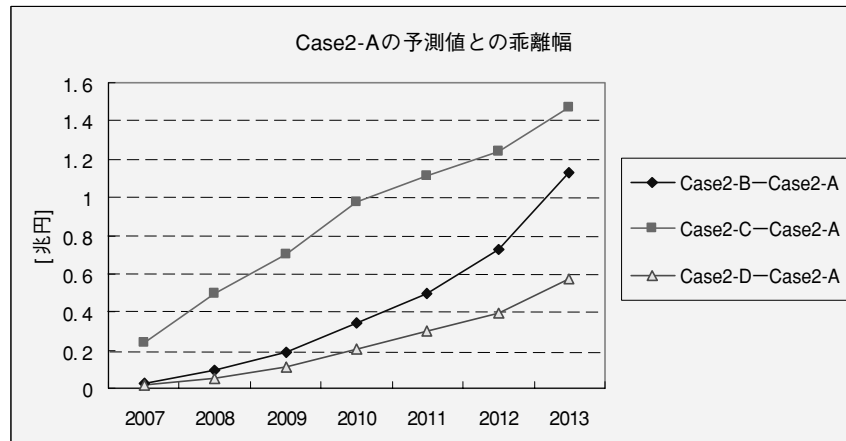


図 7-3 シミュレーション 2：名目 GDP



短中期的には公債利回りが上昇するという結果が得られた。

図 7-1 において、Case 2-C（即時に民間並みの運用）での金利上昇が「U 字型」になっているのは、民間貸出市場との間で金利裁定が働くためである。表 8-2 に示された民間貸出金利に関するシミュレーションの結果をグラフにしたものが図 7-2 である。2007年度から2009年度にかけて、Case 2-C での民間貸出金利の均衡値が顕著に下落している。これは政府債務保有から民間向け資金供給への大幅な資金運用シフトが生じたためである。この影響で、民間貸出市場と国債市場との間に金利裁定が働き、図 7-1 では2010年前後で公債利回りの上昇がいったん抑制される。また、図 7-2 では逆方

向の金利裁定も働き、2010年前後で貸出金利の下落ペースが鈍化する。

図 7-1 と図 7-2 を比較すると、いずれのケースにおいても国債利回りの変動幅が民間貸出金利の変動幅を大きく上回っている。この理由として、公債と借入の資金需要関数の形状の違いが挙げられる。政府は、発生した財政赤字の分だけ必ず公債を発行せねばならないため、その資金需要（債券供給）関数は金利に非感応的となる。これは、縦軸を金利、横軸を発行額とする平面において、政府の資金需要（債券供給）が限りなく垂直な直線になることを意味する。それゆえ、他の経済主体の資金供給関数のシフトにともなう金利の変動幅はより大きくなる。

図 7-4 シミュレーション 2：中央・地方政府 名目税収

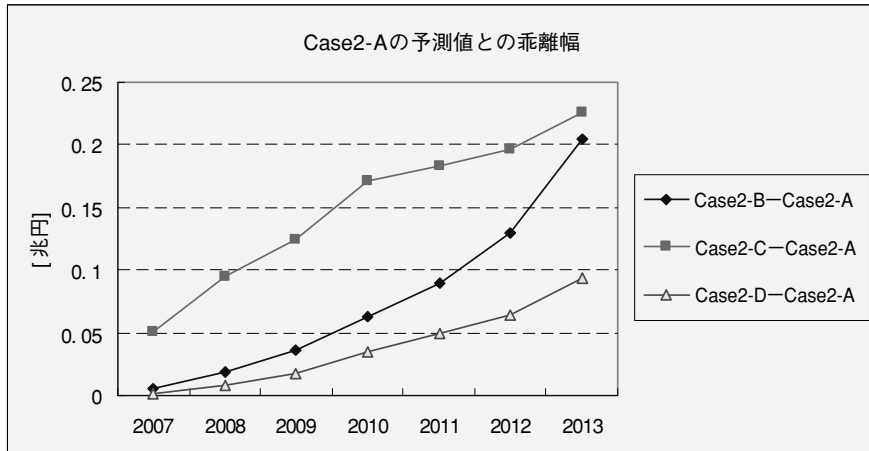
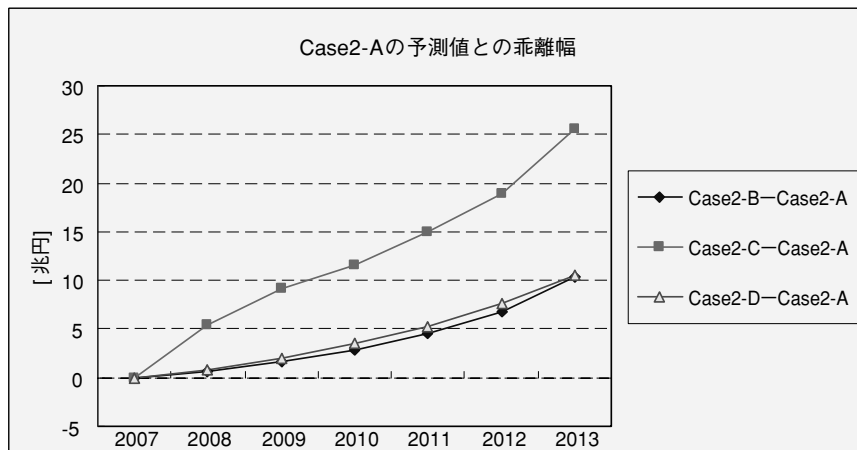


図 7-5 シミュレーション 2：中央・地方政府 名目利払い費



貸出金利の下落は設備投資を増加させ総需要を刺激する。表 8-3 および図 7-3 には名目国内総支出の予測結果が示されている。

公的金融部門の公債保有から民間向け資金供給への資金運用シフトがより急激なケースほど、民間貸出金利の下落による総需要の増加は大きい。しかし、マクロ計量モデルで推計されたパラメータをそのまま将来予測に用いる限り、そのインパクトは予測期間中の最大値で 1.5 兆円程度（Case 2-C）にとどまる。名目 GDP の増加量が少なければ税収の増加も小幅なものとなる。表 8-4 および図 7-4 には中央・地方政府の税収（名目）の予測値が示されているが、税収増は予測期間中の最大値でても 0.2 兆円程度（Case 2-C）にとどまる。

他方、図 7-1 で見たように公債利回りの上昇幅は大きい。このため、郵貯・簡保の変革にともなう政府債務保有から民間部門向け資金供給への運用のシフトは、中央・地方政府の利払い負担を顕著に重くする（表 8-5 および図 7-5）。

この結果、表 8-6 および図 7-6 に示されるように中央・地方政府の財政赤字は大幅に増加する。税収不足を補う必要から、表 8-7 および図 7-7 に示されるように中央・地方政府の長期債務残高が増加していく。公債発行の増加は公債市場での均衡利回りをさらに上昇させるため、特に Case 2-C（即時に民間並み運用）では政府債務残高累増の悪循環が生じる。

以上のシミュレーション結果から判断する限

図 7-6 シミュレーション 2：中央・地方政府 財政赤字／名目 GDP

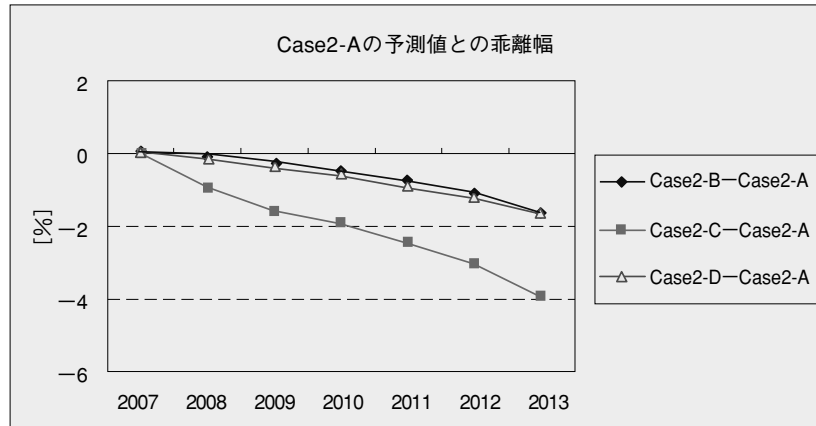
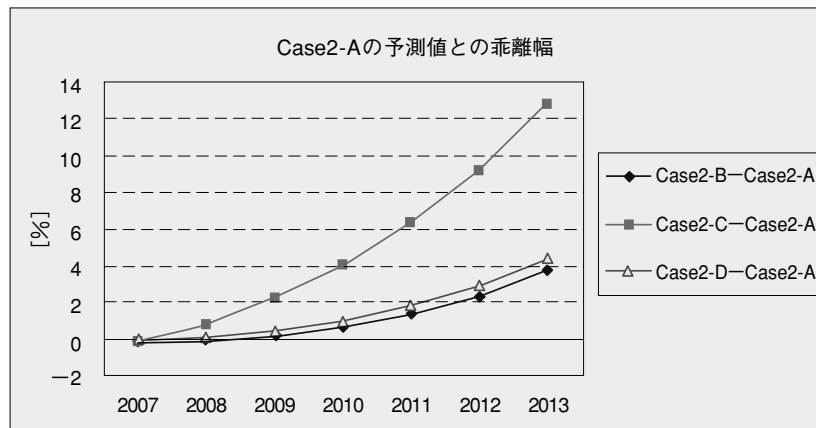


図 7-7 シミュレーション 2：中央・地方政府 長期債務残高／名目 GDP



り、公的金融部門が非市場性の政府債務保有を減少させ、他方で市場原理に則った民間金融機関並みの資金運用を拡大していくと、GDPが僅かに増加する一方で政府の財政収支は大きく悪化する。なお、図 7-1～図 7-7 に示されているのは Case 2-A（規模維持＋非市場性公債保有）の予測結果との相対比較である。補論 3 では、シミュレーション 2 の結果がいわゆる「Domer（1944）の命題」に基づいて解釈されているが、補 3-表 1 に示されるように、Case 2-A（規模維持＋非市場性公債保有）では政府債務残高が 2013 年度にほぼ収束するという結果が得られている。

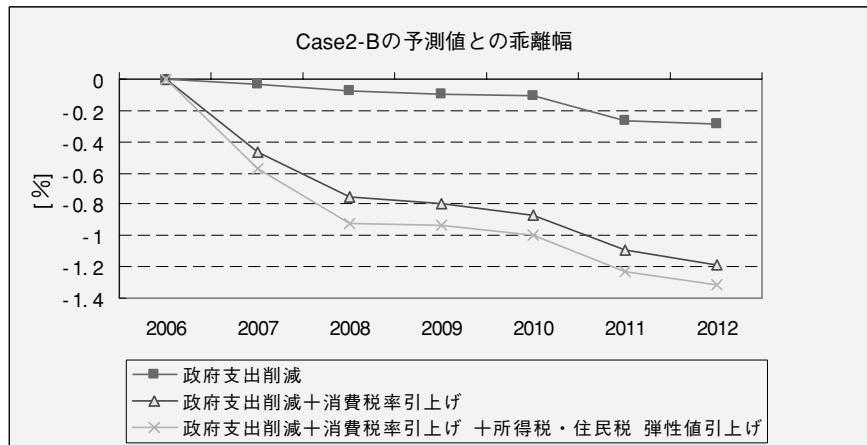
公的金融部門を介した資金仲介を効率化することは潜在成長率を高めるうえで重要ではあるが、他方で、短中期的にはわが国経済の構造的

な問題、すなわち政府債務の累増をより深刻化させ、マクロ経済の安定性を損ねる懸念がある。本シミュレーションの結果は、この点を改めて確認するものだといえる。

VI-5. シミュレーション 3：公的金融部門の変革が政府支出の削減・税率の引き上げと同時に進行するケース

今後の郵便貯金・簡易保険が郵政民営化法案に沿って変革されるとした場合、前節のシミュレーションで観察された短・中期的な財政への悪影響を回避することが不可欠となる。例えば、郵貯・簡保の資金運用が政府債務保有から民間向け資金供給へとシフトするとき、公債利回りの上昇がもたらす利払い負担増が歳出削減や歳入増加によってカバーされる構造になっていれ

図8-1 シミュレーション3：名目 公債利回り



ば、財政へのマイナスの影響は抑制されるであろう。加えて、税収の所得弾力性が十分に高くなっていれば、民間貸出の下落にともなう GDP の増加が財政によりプラスの影響を及ぼすようになる。

以下では、郵政民営化法案で示された郵貯・簡保のスケジュールともっとも整合的な「Case 2-B：資金運用の漸進的変革」を基準とし、政府支出の削減および増税について3つのケースを想定した将来予測を実施する。予測期間は2004年度～2013年度とし、2004～2006年度の外生変数の想定値は、シミュレーション1における Case1-A（経過措置期間が当初の予定通りに終了するケース）を適用する。

1) 政府支出の削減

VI-2節に示された政府支出に関する想定を変更し、政府消費・公共事業とも2007年度以降は対前年比5.0%減で推移していくとする。これにより、2013年度の政府消費・公共事業の額は2007年度比で60%程度となる。それ以外の想定はシミュレーション2における「Case 2-B：資金運用の漸進的変革」と同一とする。

2) 政府支出の削減＋消費税率の引上げ

上記の「①政府支出の削減」の想定に加え、2007年度から消費税率を10%まで引上げる。

3) 政府支出の削減＋消費税率の引上げ＋所得税・住民税の所得弾性値の引上げ

上記の「②政府支出の削減＋消費税率の引上げ」の想定に加え、VI-2節で示された「給与所得にかかる所得税の所得弾性値（1.18）」と「住民税（所得割）の所得弾性値（1.41）」をそれぞれ2007年度から0.015だけ引き上げる。なお、このような所得弾性値の引上げにより、2007～2013年度にかけて年平均3兆円程度の増税となる¹⁸⁾。

図8-1～図8-7には主要な内生変数の予測結果が示されている。なお、シミュレーションのより詳細な結果は論文末尾に付表2として掲載されている。まず、図8-1には国債利回りの予測値の推移（Case 2-Bの予測値との乖離幅）が示されている。政府支出を削減しただけのケースでは、国債利回りはほとんど下落していない。これは政府消費や政府投資の削減が進展するほど、対前年度で5%削減したとしても支出の削減額は小さなものととどまるためで

18) Case 2-B での想定で所得税・住民税の所得弾性値のみを変更したシミュレーションを実施し、税収の予測結果（2007～2013年度）の差額の平均値をとった。

図 8-2 シミュレーション 3：名目民間貸出金利

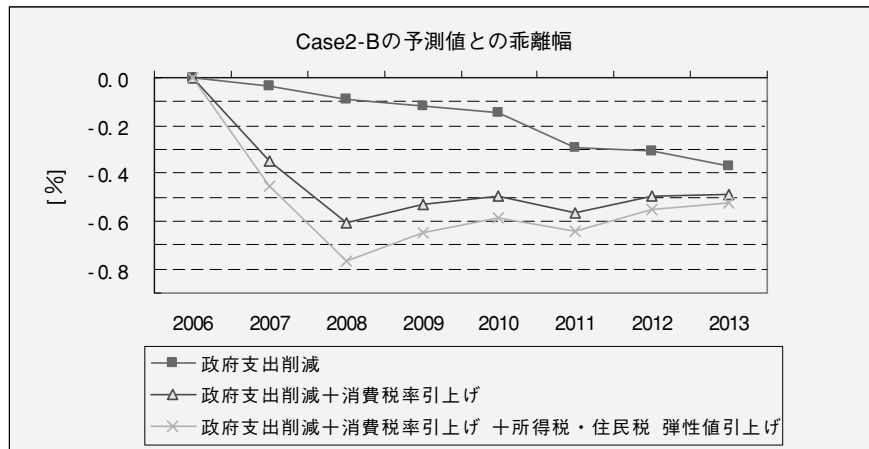
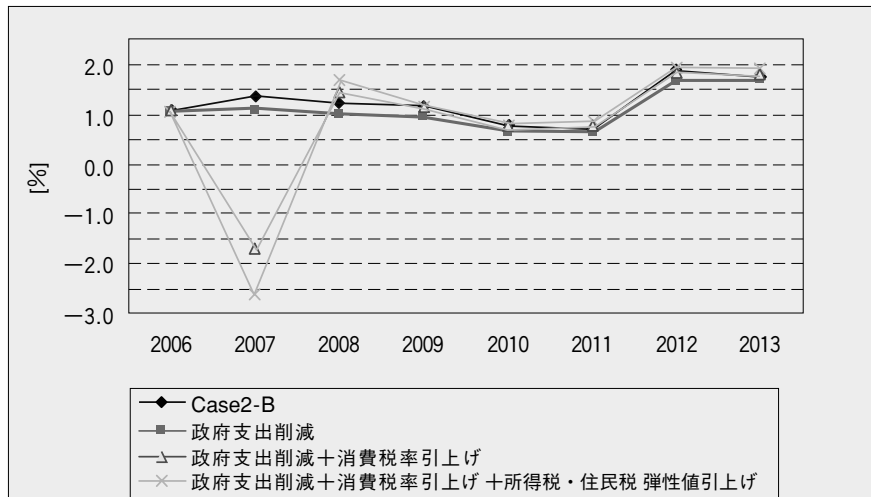


図 8-3 シミュレーション 3：実質 GDP 成長率



ある。これに対し、消費税率を引き上げた場合には税収の増加によって財政赤字が削減され、公債発行残高の抑制を通じて均衡での国債利回りがより低くなる。同様の効果は、税収の所得弾性値を高めることによってさらに強まる。

図 8-2 には民間貸出金利の予測値の推移 (Case 2-B の予測値との乖離幅) が示されている。国債利回りの上昇が抑制されるために民間貸出市場に働く裁定も弱くなる。結果として、公的金融部門が政府債務保有から民間部門への資金供給へと運用をシフトさせていった場合の民間貸出金利の下落幅が大きくなっている。

図 8-3 は、実質 GDP 成長率の予測値の推

移である。増税を実施した2007年度こそ成長率はマイナスとなるが、その後は (恒常的な増税であるにも関わらず) GDP 成長率は増税をしないケースと同等かより高まる。これは、可処分所得の低下による民間消費の減少を補うように、民間貸出金利の下落によって設備投資が増加するためである。

増税したケースでは、総需要には民間消費の落ち込みの影響が及ぶものの、総供給 (潜在生産) には民間設備投資 (すなわち民間資本ストック) の増加の影響のみが及ぶ。よって、需給ギャップ (需要-供給) が縮小し、物価の上昇が抑制される (図 5-③参照)。この結果、(増

図 8-4 シミュレーション 3：中央・地方政府 名目 税収

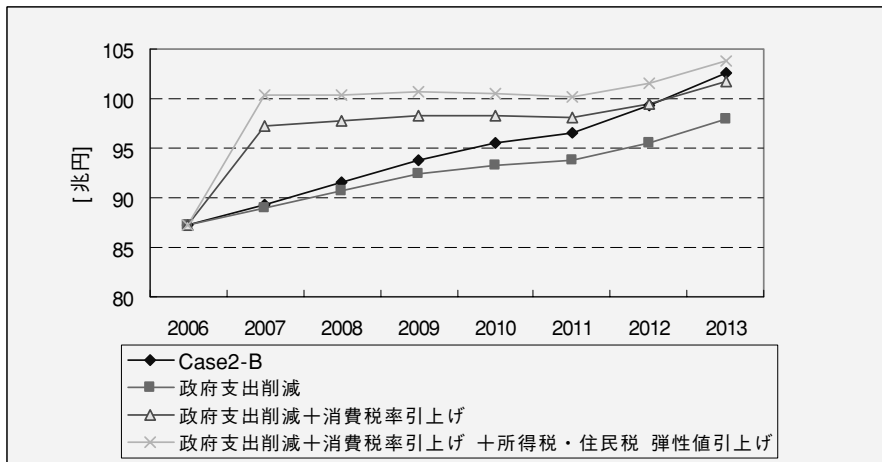
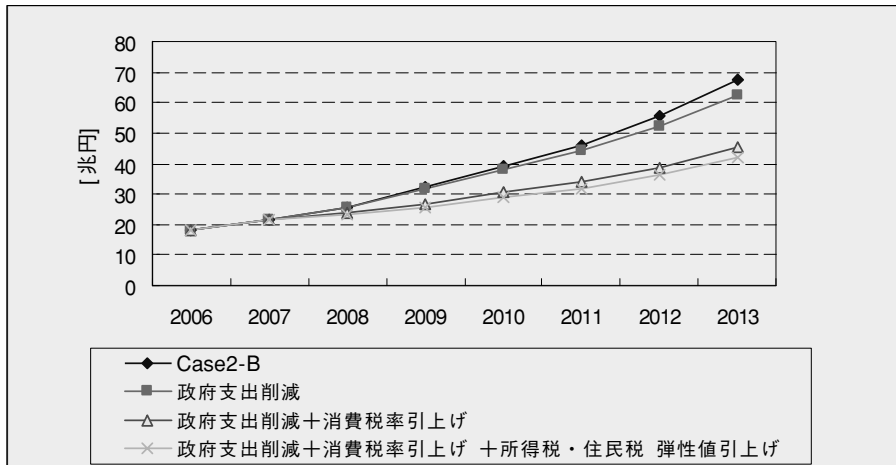


図 8-5 シミュレーション 3：中央・地方政府 名目 利払い費



税しないケースと比較して) 名目 GDP の伸びは鈍化する(付表 2 参照)。

図 8-4 には中央・地方政府の名目税収の推移が示されている。政府支出を削減したケースで税収が低迷するのは、それが総需要を直接的に減少させるためである。他方、増税した 2 つのケースでは、歳出・歳入改革を行わないケース (Case 2-B) と比較した税の増収幅がしだいに小さくなっている。これは上記の名目 GDP の伸び悩みに起因するものである。

他方、図 8-5 で中央・地方政府の利払いの

推移を見ると、増税したケースでは公債利回りが下落する影響(図 8-1)で利払い費が顕著に圧縮される。こうした税収の増加、利払いの減少によって図 8-6 に見られるように中央・地方政府の財政収支は改善される。この結果、図 8-7 に示されるように「公債発行残高/名目 GDP」比率は収束に向かう¹⁹⁾。

なお、補論 3 ではシミュレーション 3 の結果が「Domer の命題」に基づいて解釈され、増税したケースでやはり「公債発行残高/名目 GDP」が収束することが示されている(補 3-

19) 増税したケースでは分母の名目 GDP の伸びが鈍化する。ゆえに、予測期間途中までは「公債発行残高/名目 GDP」比率が増税しないケースを上回る。

図 8-6 シミュレーション 3：中央・地方政府 財政赤字／名目 GDP

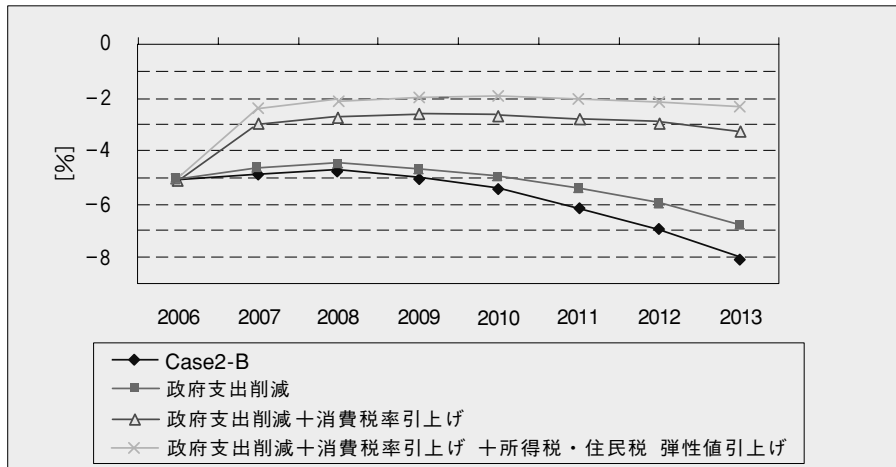


図 8-7 シミュレーション 3：中央・地方政府 長期債務残高／名目 GDP

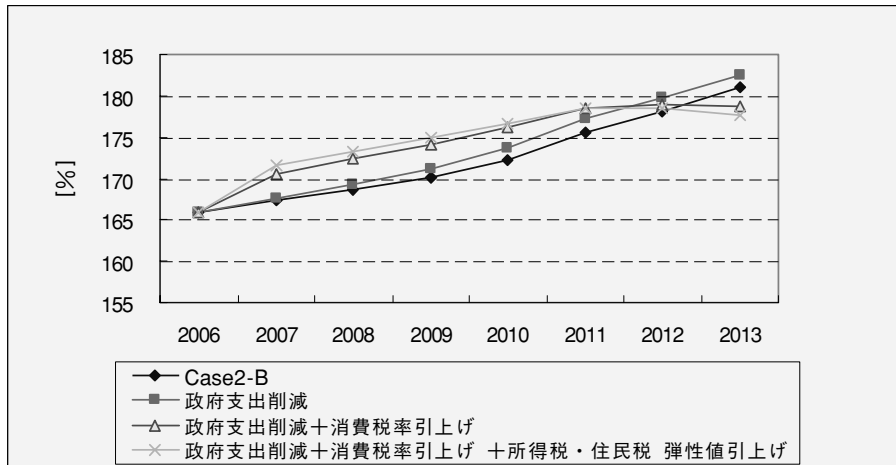


表 3 を参照)。

シミュレーション 3 における各ケースの想定はあくまでもひとつの試算例である。政府支出の削減幅が非常に厳しいことに加え、税関関数の所得弾性値を上げるための具体的な試みについてもここでは言及していない。したがって、シミュレーションの結果を絶対水準で解釈する

際には慎重を要する。しかし、このシミュレーション 3 の結果から、少なくとも「公的金融部門を介した資金循環の変革がマクロ経済の安定性を損ねることなく実現されていくためには、何らかのかたちでの財政健全化が不可欠な前提条件となる」という示唆を得ることはできよう。

VII. 結語

2001年度から財政投融资制度の改革が進んでいる。さらに2003年度からの郵政事業の公社化

を経て、2007年10月からは郵政民営化が始まろうとしている。財政投融资制度の資金の「入口」

の改革にともなうわが国資金循環の大きな構造変化は、国債市場をはじめとするわが国金融市場の需給を変化させ、金利変動を通じてマクロ経済にも少なからず影響を及ぼすと考えられる。そこで、本論文では、民間金融機関や公的金融部門のバランスシートを明示的に含むマクロモデルを構築し、財投制度改革の進展による資金循環構造の変化が実質 GDP や長期金利、政府債務に及ぼす影響のシミュレーションを試みた。

分析の結論は以下のように要約される。2007年度から郵便貯金や簡易保険の資金を公債保有から民間部門への資金供給へとシフトさせた場合、民間金利の下落によって刺激された民間設備投資が GDP を増やすことによる税収の増加（実質）は、公債利回りの上昇による利払い負担の増加（実質）を下回る。結果として、郵貯や簡保が国債保有を維持するケースよりも政府債務残高が増加する。つまり、（マクロ計量モデルのパラメータが不変であるという意味で）現在の経済環境が今後も維持される限り、公的金融部門を介した資金の流れを「官から民へ」と変革しても、短・中期的にはマクロ経済の安定化に寄与しない。

ただし、この結果は、郵貯・簡保が今後も政府債務の消化を継続することを積極的に支持するものではない。なぜなら、たとえいずれかの主体が政府債務消化を継続したほうが短・中期的に望ましいとしても、それが郵貯・簡保である必要はなく、池尾・後藤(2005)や高橋(2004)でも指摘されているように2003年度から発行が始まっている個人国債をより普及させることによって同様の効果は実現されうるからだ。

郵政民営化法案に沿って公的金融部門による資金仲介の変革が進んでいくことを前提とした場合、長期的な効果（潜在成長率の向上）が発現されるより前に生じうる短・中期的な財政への悪影響を回避していくことが不可欠となろう。

本論文では、公的金融部門の変革を政府支出の削減・税率の引き上げと同時に進行させるケースについてもシミュレーションも行った。具体的な試算例として、2007年度からの郵貯・簡保の資金運用の変革とともに、政府支出を対前年度比で5%削減し、消費税率を10%に引き上げ、所得税についても3兆円程度の増税を図った場合には、実質 GDP 成長率が（増税実施初年度を除いて）歳出・歳入改革前と同水準に維持されたうえで、公債発行残高も収束するという結果が得られた。

財政の健全化を含むマクロ経済の安定化は、公的金融部門を介した資金循環の変革によってもたらされる「結果」ではない。むしろ財政の再建は、資金循環の変革がマクロ経済の安定性を高める役割を果たすうえでの必要条件だといえる。長期的な視点に立てば、郵政民営化などによって「官から民へ」の資金フローを太くすることに異論はない。しかし、「官から民へ」の資金の流れの加速が経済成長・財政の安定の両方に寄与するようになるためには、それと同時か、ないしは先立って短中期的なマクロ経済への影響も考慮した財政再建を行うことが不可欠であることを強調したい。

最後に、本分析で残された課題についても言及しておきたい。第1に、本分析で用いたマクロ計量モデルは年次データをベースとして構築されているため、民間金融機関による金利裁定に時間がかかる構造になっている。しかし、実際の金融市場では裁定がより迅速に行われるであろう。月次系列でマクロモデルを構築することは困難であるものの、四半期系列のデータを用いて同様の分析を行うことが必要だと思われる。また、本分析では家計の資産選択行動が十分に定式化されていない。個人国債普及の影響を厳密に分析するうえでは、この点の改善も必要になる。

補論 1. 静学マクロ理論モデルによる分析

資金循環勘定を明示的にとりこんだマクロモデルを構築し、本文で図5および図6を用いて概念的に示した資金フローの変化とマクロ経済との関係を理論的に分析する。分析には基礎的な静学モデルのフレームワークを用いる。以下では、(郵政民営化法案に則したかたちでの)郵便貯金・簡易保険の民営化以降の資金循環を想定してモデルを構築する。

モデルを構成する経済主体は、家計、民間企業、財投部門(財政融資資金と公社・公団等)、政府、民間金融機関、公的金融部門(郵便貯金と簡易保険(民営化後の郵便保険))、中央銀行である。補1-表1には単純化された資金循環勘定が示されている。モデルが複雑になるのを避けるため、ここでは、金融商品を「(現金を

含む)短期資金、貯蓄性商品(預金・保険等)、民間資金調達手段(貸出・事業債等)、政府債務(公債等)、外債」に集約している。

補1-表1を縦に見ると、各経済主体の貸借対照表になる。ここでは、黒字主体については負債、赤字主体については資産を差し引いた純概念で貸借対照表が表記されている。他方、補1-表1を横に見ると各金融市場の需給均衡を把握できる。ここでは短期資金の均衡金利を「1」に基準化して表している。

外債市場については単純化している。具体的には、民間金融機関は所与の外債金利および為替レートのもとで外債保有額を決定し、この金額が海外部門にファイナンスされると仮定する。なお、以下では、表中に示された変数記号を数

補1-表1 資金循環勘定表

		均衡金利	黒字主体		赤字主体						金融仲介機関					
			I		II		III		IV		V		VI		VII	
			家計 (H)		民間企業 (F)		財投 (FL)		中央政府 地方政府 (G)		民間金融 (PB)		公的金融 (GB)		中央銀行 (J)	
			資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債	資産	負債
1	短期資金	1	m^H								m^{PB}					$\bar{M}/p$
2	預金・保険	r^D	d^H									d^{PB}		d^{PO} d^{GB}		
3	民間調達	r^L				l^F					l^{PB}		l^{GB}			
4	政府債務	r^B	b^H				b^{FL}		b^G		b^{PB}		$b^{PO\oplus 2}$ b^{GB}		b^J	
5	外債 ^{※1}	r^F+e									f^{PB}					
6	純資産 (財市場)			W_{-1}^H $+S^H$		$-K_{-1}^P$ $-l^F$ $+y^F$		$-K_{-1}^{FL}$ $-l^{FL}$		$-b_{-1}^G$ $-G$ $+nr^G$						

注) アルファベット小文字は実質値、大文字は名目値を意味する。

※1 単純化のため外債市場は一般均衡体系に含めず、外債金利(r^F)と実質為替レート(e)は外生とする。

※2 2007年度からは「管理機構」に分離される

式表記にそのまま用いる。

総需要

実質 GDP は総需要から定義される。なお、政府支出 (G) と財投部門による設備投資 (I^L) に加え、単純化のために純輸出も外生として単純化する。

$$y = C + I^F + I^L + G + NX \quad (1)$$

- y : 実質 GDP
- C : 消費 (実質)
- I^L : 財投部門 設備投資 (実質)
- I^F : 民間企業 設備投資 (実質)
- G : 政府支出 (実質)
- NX : 純輸出 (実質)

消費関数と投資関数は以下の単純な関数型であらわす。

$$C = a_1 \cdot y^H \quad \text{ただし, } a_1 > 0 \quad (2)$$

$$I^F = b_0 + b_1 \cdot y^F - b_2 \cdot r^L - b_3 \cdot p^e \quad \text{ただし, } b_1 > 0 \quad (3)$$

- y^H : 家計 可処分所得 (実質)
- y^F : 民間企業 税引後利潤 (実質)
- r^L : 貸出金利 (実質)
- p^e : 期待物価上昇率

単純化のため、以下では完全予見 ($p_{+1}^e = p_{+1}$) の仮定をおく。

所得分配

実質 GDP は家計と民間企業にのみ分配されると仮定する。労働分配率 (γ) は外生的に与える。さらに利子所得の移転と課税を考慮すると、家計の可処分所得と民間企業の税引後利潤は以下ようになる。

$$y^H = (1 - \tau^H) \cdot (\gamma \cdot y + \text{int}^H) \quad \text{where } \text{int}^H = r_{-1}^D \cdot d_{-1}^H + r_{-1}^B \cdot b_{-1}^H \quad (4)$$

$$y^F = (1 - \tau^F) \cdot ((1 - \gamma)y - r_{-1}^L \cdot l_{-1}^F) \quad (5)$$

- τ^H : 所得税率
- τ^F : 法人税率
- γ : 労働分配率 (外生)
- r^D : 預金金利 (実質)
- r^B : 公債利回り (実質)

このように経済主体間の利子所得の受払いは1期遅れで実現されると想定している。なお、公的企業の利潤はゼロとし、利払い分だけ政府から補助金 (ω) を受けると仮定した。

$$r_{-1}^B \cdot b_{-1}^{FL} - \omega = 0 \quad (6)$$

また、政府の純歳入 (nr^G = 税収 - 公債利払い - 補助金) は、

$$nr^G = \tau^H \cdot (\gamma \cdot y + r_{-1}^D \cdot d_{-1}^H + r_{-1}^B \cdot b_{-1}^H) + \tau^F \cdot ((1 - \gamma)y - r_{-1}^L \cdot l_{-1}^F) - \omega \quad (7)$$

総供給

総供給は民間資本 (K^F) と社会資本 (K^{FL}) の単純な線形関数で表す。

$$y^S = h_1 \cdot K^F + h_2 \cdot K^{FL} \quad (8)$$

民間企業と財投部門の資本ストックの蓄積は以下のとおりである。単純化のためにここでは資本減耗は捨象する。

$$K^F = K_{-1}^F + I^F \quad (9)$$

$$K^{FL} = K_{-1}^{FL} + I^{FL} \quad (10)$$

需給ギャップが部分的に調整されるように来期の物価 (p_{+1}) が決定される。換言すれば、今期の物価は既に前期に決まっているものとみなす。

$$p_{+1} = p + \lambda \cdot (y - y^s) \quad \lambda > 0 \quad (11)$$

金融市場での各主体の行動

補1-表1の第I列は家計の貸借対照表である。家計は純資産を(現金を含む)短期資金 (m^H)、貯蓄性商品 (d^H)、個人向け国債などの政府債務 (b^H) で保有する。家計の純資産 (w^H) の増分は、実質可処分所得 (y^H) から消費 (C)

を引いた貯蓄 (S^H) に等しい。

$$\Delta W^H = S^H = (y^H - C) \quad (12)$$

現金需要は以下のような単純な預金金利の関数であらわす。

$$\Delta m^H = \phi_0 - \phi_1 \cdot r^D \quad \text{ただし, } \phi_i > 0 \quad (13)$$

家計の貯蓄性商品での運用額はバランスシート制約から以下のように決まる。

$$\begin{aligned} \Delta d^H &= S^H - \Delta m^H \\ &= (1 - a_1) \cdot (1 - \tau^H) \cdot \gamma \cdot y + \phi_1 \cdot r^D + X^H \end{aligned}$$

$$\text{where } X^H = (1 - a_1) \cdot (1 - \tau^H) \cdot \text{int}^H + \phi_0 \quad (14)$$

X^H : 定数項および先決変数の和

貯蓄性資金は、民間金融機関か公的金融機関（郵貯や簡保）のいずれかに預けられる。近年は民間預金と郵便貯金の金利差がほとんどないことをふまえ、両者ともに以下のような預金金利を提示すると想定した。

$$\begin{aligned} r^D &= \eta_1 \times r^L + \eta_2 \times r^B + \eta_3 \times \bar{r}^F \\ \text{where } \bar{r}^F &= r^F + e \quad (15) \end{aligned}$$

(ただし, $\eta_1 + \eta_2 + \eta_3 < 1$)

家計による預入金融機関の選択基準として、利便性（店舗網）、安全性（政府保証の有無）、商品性（解約の自由度など）が挙げられる。これらは制度的な側面によって規定される度合いが大きい。よって、このモデルでは、家計の貯蓄性資金に占める民間預金・民間生保のシェア (α) は外生的に制御可能なパラメータとみなす。

$$\Delta d^{PB} = \alpha \cdot \Delta d^H \quad (16)$$

$$\Delta d^{GB} = (1 - \alpha) \cdot \Delta d^H \quad (17)$$

補1－表1の第Ⅱ列は民間企業の貸借対照表である。民間企業は、投資需要 (I^F) のうち内部資金 (y^F) で賄えない部分を民間市場から調達する。民間企業のバランスシート制約より、

$$\begin{aligned} \Delta I^F &= (I^F - y^F) \\ &= b_0 + (b_1 - 1) \cdot (1 - \tau^F) \cdot \\ &\quad ((1 - \gamma) \cdot y - r_{-1}^L \cdot I_{-1}^F) - b_2 \cdot r^L - b_3 \cdot p_{+1} \end{aligned} \quad (18)$$

ここで、単純化のために企業が内部資金の全てを投資に充てる ($b_1 = 1$) とすると、

$$\Delta I^F = b_0 - b_2 \cdot r^L - b_3 \cdot p_{+1} \quad (18')$$

補1－表1の第Ⅲ列には財投部門（財政融資資金、公社・公団等）の貸借対照表が示される。なお、住宅金融等で政策金融の規模が縮小傾向にある現状をふまえ、このモデルでは政府系金融機関を通じた民間企業への資金供給は考慮していない。財政融資資金は、公社・公団等の設備投資に必要な資金を財投債 (b^{FL}) の発行によって調達する。

$$I^{FL} = \Delta b^{FL} \quad (19)$$

第Ⅳ列は政府部門の貸借対照表である。政府は財政赤字を公債発行等によって賄う。

$$\begin{aligned} \Delta b^G &= G - nr^G \\ &= G - (\tau^H \cdot \gamma \cdot y + \tau^F \cdot (1 - \gamma)) \cdot y + X^G \\ \text{where } X^G &= -\tau^H \cdot \text{int}^H + \tau^F \cdot r_{-1}^L \cdot I_{-1}^F - r_{-1}^B \cdot (b_{-1}^G \\ &\quad + b_{-1}^{FL}) \end{aligned} \quad (20)$$

X^G : 先決変数を含む項の和

次に金融仲介機関の行動を定式化する。民間金融機関の資金調達は、ここでは預金のみとして単純化している。資金運用手段は、（準備預金を含む）短期資金 (m^{PB})、民間部門向け資金供給 (I^{PB})、政府債務保有 (b^{PB})、外債 (f^{PB}) とする。本来は、運用比率（例： $\Delta I^{PB} / \Delta d^{PB}$ ）で定義することが望ましいが、ここでは分母に内生変数が含まれることによる計算の複雑化を避けるため、各資産での運用額を線形関数で表す。各運用手段は不完全代替の関係にあると仮定する。

$$\Delta I^{PB} = v_1 \cdot r^L - v_2 \cdot r^B - v_3 \cdot \bar{r}^F - v_4 \cdot \rho + v_5 \cdot \Delta d^{PB} \quad (21)$$

$$\Delta b^{PB} = -w_1 \cdot r^L + w_2 \cdot r^B - w_3 \cdot \bar{r}^F + w_4 \cdot \rho + w_5 \cdot \Delta d^{PB} \quad (22)$$

$$\Delta f^{PB} = -z_1 \cdot r^L - z_2 \cdot r^B + z_3 \cdot r^F + z_4 \cdot \rho + z_5 \cdot \Delta d^{PB} \quad (23)$$

$$(v_i > 0, w_i > 0, z_i > 0)$$

このモデルにおいて、貸倒れリスク (ρ) の減少は民間部門向け資金供給を増加させる一方、他の資金運用を減少させる。なお、4つの運用手段のうち、短期資金での運用額はバランスシート制約（補1－表1の第V列）より決まる。

$$\Delta m^{PB} = \Delta d^{PB} - \Delta l^{PB} - \Delta b^{PB} - \Delta f^{PB} \quad (24)$$

民営化後の公的金融部門は、第1に、旧勘定分 (d^{PO}) を切り離す。旧勘定分は全て非市場経路での政府債務保有にあてると仮定する。これをフローベースで見た場合、旧勘定分の満期償還分 ($\Delta d^{PO} < 0$) だけ非市場経路での政府債務保有が減少することになる。

$$\Delta b^{PO} = \Delta d^{PO} \quad (25)$$

第2に、旧勘定以外の分については民間部門向けの資金供給か政府債務の市中消化で運用する。このうち公的金融部門の民間部門向け資金供給関数を以下のように定式化する。

$$\Delta l^{GB} = s_1 \cdot r^L - s_2 \cdot r^B - s_3 \cdot \rho + s_4 \cdot (\Delta d^{GB} - \Delta d^{PO}) \quad s_i > 0 \quad (26)$$

よって、公的金融部門による政府債務の市中消化分は、

$$\begin{aligned} \Delta b^{GB} &= (\Delta d^{GB} - \Delta d^{PO}) - \Delta l^{GB} \\ &= (1 - s_4) (\Delta d^{GB} - \Delta d^{PO}) - s_1 \cdot r^L \\ &\quad + s_2 \cdot r^B + s_3 \cdot \rho \end{aligned} \quad (27)$$

最後に、中央銀行は通貨を発行して、それを全て政府債務で運用すると仮定する。

$$\Delta b^I = \Delta M^I / p \quad (28)$$

市場均衡

このモデルの一般均衡は、短期資金市場、預金市場、民間資金市場、政府債務市場、純資産（財市場）に、来期の物価を加えた6つの価格

変数の均衡で記述される。このうち、ワルラス法則により、短期資金市場は明示的には扱わない。次に、モデルを解きやすくするために、民間資金市場、政府債務市場、財市場の3本の体系に集約する。このためにまず、民間市場金利、政府債務金利、実質GDPを不変としたもとの、預金額と来期物価の均衡を求める。

預金市場の均衡は(14式)に(15式)を代入することで得られる。

$$\begin{aligned} \Delta^* d^H &= \phi_1 \cdot \eta_1 \cdot r^L + \phi_1 \cdot \eta_2 \cdot r^B + (1 - a_1) \\ &\quad (1 - \tau^H) \cdot \gamma \cdot y + \phi_1 \cdot \eta_3 \cdot r^F + X^H \end{aligned} \quad (29)$$

上式を全微分したうえ（除：先決変数）で係数を整理すると以下ようになる。

$$\begin{aligned} d(\Delta^* d^H) &= d_1^* \cdot dr_L + d_2^* \cdot dr_B + d_3^* \cdot dy \\ &\quad + d_4^* \cdot dr^F - d_5^* \cdot d\tau^H \quad (d_i^* > 0) \end{aligned} \quad (30)$$

他方、来期の物価は(11式)に(3)・(5)・(8)・(9)・(10)式を代入することで得られる。ここでも $b_1 = 1$ を仮定すると、

$$\begin{aligned} p_{t+1}^* &= \frac{1}{1 - \lambda \cdot h_1 \cdot b_3} [\lambda \cdot h_1 \cdot b_2 \cdot r_L \\ &\quad + \lambda \cdot \{1 - h_1 \cdot (1 - \tau^F) \cdot (1 - \gamma)\} \cdot y \\ &\quad - h_2 \cdot \Delta b^{FL} + X^P] \\ \text{where } X^P &= p - h_1 \cdot K_{-1}^F \\ &\quad - h_2 \cdot K_{-1}^{FL} \\ &\quad + h_1 \cdot (1 - \tau^F) \cdot r_{-1}^L \cdot l_{-1}^F \end{aligned} \quad (31)$$

X^P ：先決変数を含む項の和

設備投資が総供給に及ぼす単位あたりのインパクトは総需要に及ぼすインパクトより小さいと仮定する。このうえで(31式)を全微分し（除：先決変数）、係数を整理すると以下ようになる。

$$\begin{aligned} dp_{t+1}^* &= p_1^* \cdot dr_L + p_2^* \cdot dy + p_3^* \cdot d\tau^F - p_4^* \cdot d(\Delta b^{FL}) \\ &\quad (p_i^* > 0) \end{aligned} \quad (32)$$

民間向け資金供給市場の均衡は、以下のよう表される。

$$\Delta l^F = \Delta l^{GB} + \Delta l^{PB} \quad (33)$$

これに(18')・(21)・(26)式を代入し、全微分したうえで整理すると

$$\begin{aligned} & (b_2 + v_1 + s_1) \cdot dr^L - (v_2 + s_2) \cdot dr^B + b_3 \cdot dp_{+1} \\ & + (\alpha \cdot v_5 + (1 - \alpha) \cdot s_4) \cdot d(\Delta^* d^H) \\ & - v_3 \cdot d\tau^F - (v_4 + s_3) \cdot d\rho \\ & + (v_5 - s_4) \cdot \Delta d^H \cdot d\alpha \\ & - s_4 \cdot d(\Delta d^{PO}) = 0 \end{aligned} \quad (34)$$

次に、政府債務市場の均衡は以下のように表される。

$$\Delta b^{PB} + \Delta b^{PO} + \Delta b^{GB} + \Delta b^J = \Delta b^G + \Delta b^{FL} \quad (35)$$

これに(20)・(22)・(25)・(27)式を代入し、全微分したうえで整理すると

$$\begin{aligned} & - (w_1 + s_1) \cdot dr^L + (w_2 + s_2) \cdot dr^B \\ & + (\tau^H \cdot \gamma + \tau^F \cdot (1 - \gamma)) \cdot dy \\ & + (\alpha \cdot w_5 + (1 - \alpha) \cdot (1 - s_4)) \cdot d(\Delta^* d^H) \\ & + (w_5 - (1 - s_4)) \cdot \Delta^* d^H \cdot d\alpha \\ & - w_3 \cdot d\tau^F + (w_4 + s_3) \cdot d\rho \\ & + s_4 \cdot d(\Delta d^{PO}) + (1/p) \cdot dM^J \\ & - d(\Delta b^{FL}) + \gamma \cdot y \cdot d\tau^H + (1 - \gamma) \cdot y \cdot d\tau^F \\ & - dG = 0 \end{aligned} \quad (36)$$

最後に、財市場の均衡は(1)式で記述されている。引き続き $b_1 = 1$ を仮定し、(1)式を全微分したうえで整理すると、

$$\begin{aligned} & b_2 \cdot dr^L \\ & + \{1 - \alpha_1(1 - \tau^H) \cdot \gamma - (1 - \tau^F) \cdot (1 - \gamma)\} \cdot dy \\ & + b_3 \cdot dp_{+1} + a_1 \cdot \gamma \cdot y \cdot d\tau^H \\ & + (1 - \gamma) \cdot y \cdot d\tau^F - dG - dNX - d(\Delta b^{FL}) = 0 \end{aligned} \quad (37)$$

民間部門向け資金供給市場の均衡(34)式、政府債務市場の均衡(36)式、財市場の均衡(37)式に、預金金利の均衡(30)式と来期物価の決定式(32)を代入する。ここで外生変数のうち外債金利 (r^F)、法人税率 (τ^F)、純輸出 (NX)、貨幣供給 (M^J)、財投債発行額 (Δb^{FL})、貸し倒れリスク (ρ) を短期的に不変とすると、3変数の連立方程式

体系は以下のように記述される。

$$\begin{bmatrix} L_L & L_B & L_y \\ B_L & B_B & B_y \\ Y_L & 0 & Y_y \end{bmatrix} \cdot \begin{bmatrix} dr^L \\ dr^B \\ dy \end{bmatrix} = \begin{bmatrix} \mu_1 \cdot d\alpha + \mu_2 \cdot d\tau^H + s_4 \cdot d(\Delta d^{PO}) \\ \phi_1 \cdot d\alpha + \phi_2 \cdot d\tau^H - s_4 \cdot d(\Delta d^{PO}) + dG \\ \kappa_1 \cdot d\tau^H + dG \end{bmatrix} \quad (38)$$

ここで、外生変数が内生変数に及ぼす効果については、当該市場に直接的に及ぶ効果（直接効果）が他の内生変数（預金など）を通じた効果（間接効果）を絶対値で常に上回ると仮定すると、連立方程式体系(38)における各要素の符号条件は以下のように決まる。

$$L_L = (b_2 + v_1 + s_1) + b_3 \cdot p_1^* + [\alpha \cdot v_5 + (1 - \alpha) \cdot s_4] \cdot d_1^* > 0$$

$$L_B = - (v_2 + s_2) + [\alpha \cdot v_5 + (1 - \alpha) \cdot s_4] \cdot d_2^* < 0$$

$$L_y = b_3 \cdot p_2^* + [\alpha \cdot v_5 + (1 - \alpha) \cdot s_4] \cdot d_3^* > 0$$

$$B_L = - (w_1 + s_1) + [\alpha \cdot w_5 + (1 - \alpha) \cdot s_4] \cdot d_1^* < 0$$

$$B_B = (w_2 + s_2) + [\alpha \cdot w_5 + (1 - \alpha) \cdot s_4] \cdot d_2^* > 0$$

$$B_y = (\tau^H \cdot \gamma + \tau^F \cdot (1 - \gamma)) + [\alpha \cdot w_5 + (1 - \alpha) \cdot s_4] \cdot d_3^* > 0$$

$$Y_L = b_2 + b_3 \cdot p_1^* > 0$$

$$Y_y = \{1 - \alpha_1(1 - \tau^H) \cdot \gamma - (1 - \tau^F) \cdot (1 - \gamma)\} + b_3 \cdot p_2^* > 0$$

$$\mu_1 = - (v_5 - s_4) \cdot \Delta^* d^H \quad (\text{不定}),$$

$$\mu_2 = [\alpha \cdot v_5 + (1 - \alpha) \cdot s_4] \cdot d_5^* > 0$$

$$\phi_1 = -(w_5 - (1 - s_4)) \cdot \Delta^* d^H \quad (\text{不定}),$$

$$\phi_2 = -\gamma \cdot y + [\alpha \cdot w_5 + (1 - \alpha) \cdot (1 - s_4)] \cdot d_5^* < 0$$

$$\kappa_1 = -\alpha_1 \cdot \gamma \cdot y < 0$$

この連立方程式体系(38)の係数行列を A とすると、行列 A の行列式は以下のように算出される。

$$\det A = L_L \cdot B_B \cdot Y_y + L_B \cdot B_y \cdot Y_L - L_y \cdot B_B \cdot Y_L - L_B \cdot B_L \cdot Y_y \quad (39)$$

ただし、これまでに確定させた行列の各要素の符号条件のもとでは、行列式(39)の正負は不決定である。そこで新たに「対角要素の積の絶対値 > 行列式に含まれる他の項の和の絶対値」の成立を仮定すると、

$$\det A > 0$$

なお、以下の行列 A の小行列についても、やはり「対角要素の積の絶対値 > 非対角要素の積の絶対値」の成立を仮定する。

$$A_{LB} = \begin{bmatrix} L_L & L_B \\ B_L & B_B \end{bmatrix} \quad A_{Ly} = \begin{bmatrix} L_L & L_y \\ Y_L & Y_y \end{bmatrix}$$

このもとでは $\det A_{LB} > 0$, $\det A_{Ly} > 0$ となる。(38)式の dr^B に関する解は以下のように求められる。

$$dr^B = \frac{1}{\det A} \cdot \left\{ \begin{aligned} &+ [\det A_{Ly} + (L_y \cdot B_L - L_L \cdot B_y)] \cdot dG \\ &+ [\det A_{Ly} \cdot \phi_2 + (L_y \cdot B_L - L_L \cdot B_y) \cdot \kappa_1 \\ &\quad + (B_y \cdot Y_L - B_L \cdot Y_y) \cdot \mu_2] \cdot d\tau^H \\ &+ [-\det A_{Ly} + (B_y \cdot Y_L - B_L \cdot Y_y)] \cdot s_4 \cdot d(\Delta d^{PO}) \\ &+ [\det A_{Ly} \cdot \phi_1 \\ &\quad + (B_y \cdot Y_L - B_L \cdot Y_y) \cdot \mu_1] \cdot \Delta^* d^H \cdot d\alpha \end{aligned} \right\} \quad (40)$$

第1に、政府支出の削減 ($dG < 0$) が政府

債務市場の均衡利回り (r^B) に影響を及ぼす経路は、①国債発行の減少を通じた直接的な経路 (係数第1項)、②乗数効果が逆向きに作用して家計の貯蓄を減少させ、金融機関による政府債務市場への資金供給が減少する間接的な経路 (係数第2項) に分類される。ここで「直接効果 (の絶対値) > 間接効果 (の絶対値)」を仮定すると、政府支出の抑制 ($dG < 0$) は政府債務利回りを下落させる。

第2に、所得税 (τ^H) の増税が政府債務市場の均衡利回り (r^B) に影響を及ぼす経路は、①国債発行の減少を通じた直接的な経路 (係数第1項)、②可処分所得の減少が家計の貯蓄を減らす結果、金融機関による政府債務市場への資金供給が減少する間接的な経路 (係数第2項)、③民間向け資金供給市場との金利裁定を通じた経路 (係数第3項) に分類される。ここでも「直接効果 (の絶対値) > 間接効果の和 (の絶対値)」を仮定すると、増税によって政府債務利回りは下落する。

第3に、郵便貯金の旧勘定分の減少 ($\Delta d^{PO} < 0$) が政府債務市場の均衡利回り (r^B) に影響を及ぼす経路は、①政府債務の安定消化先が失われることによる直接的な経路 (係数第1項)、② (他方で公的金融部門による民間向け資金供給が増加することによる) 金利裁定を通じた間接的な経路 (係数第2項) に分類される。やはり「直接効果 (の絶対値) > 間接効果 (の絶対値)」を仮定すると、郵便貯金の旧勘定分が減少 ($\Delta d^{PO} < 0$) するにつれて政府債務利回りは上昇する。

第4に、家計部門の貯蓄性資金に占める民間預金・民間生命保険のシェア (α) の上昇が政府債務市場の均衡利回り (r^B) に影響を及ぼす経路は、①政府債務市場において金利感応的な資金供給が増加することによる直接的な経路 (係数第1項)、②民間向け資金市場との金利裁定を通じた間接的な経路 (係数第2項) に分類される。これまでと同様に「直接効果 (の絶対値) > 間接効果 (の絶対値)」を仮定すると、 α の上昇によって政府債利回りは上昇する。

次に(38)式の dy に関する解は以下のように導出される。

$$dy = \frac{1}{\det A} \cdot \left\{ (\det A_{LB} + Y_L \cdot L_B) \cdot dG + (\det A_{LB} \cdot \kappa_1 + Y_L \cdot L_B \cdot \phi_2 - Y_L \cdot B_B \cdot \mu_2) \cdot d\tau^H - Y_L \cdot (L_B + B_B) \cdot s_4 \cdot d(\Delta d^{PO}) - Y_L \cdot (L_B \cdot \phi_1 - B_B \cdot \mu_1) \cdot \Delta^* d^H \cdot d\alpha \right\} \quad (41)$$

政府支出の削減 ($dG < 0$) が GDP に及ぼす短期的な影響は、①財市場において乗数効果が逆向きに作用することによる直接的な効果（係数第1項）と、②国債発行の減少によって国債利回りが下落し、さらに民間金融機関の裁定を通じた民間貸出金利の下落によって民間設備投資が増加する効果（係数第2項）に分類される。GDP への影響に関しても引き続き「直接効果（の絶対値）＞間接効果（の絶対値）」の成立を仮定すると、政府支出の削減 ($dG < 0$) によって GDP は減少する。

所得税 (τ^H) の増税が GDP に影響を及ぼす経路は、①可処分所得の減少が民間消費を減少させる経路（係数第1項）、②国債発行の減少によって国債利回りが下落し、さらに民間金融機関の裁定を通じた民間貸出金利の下落によって民間設備投資が増加する経路（係数第2項）、③預金の減少が民間金融機関からの資金供給を減少させ、金利上昇を招いて民間設備投資を減少させる間接的な経路に分類される。「直接効果（の絶対値）＞間接効果（の絶対値）」が成立する限り、所得税の増税によって GDP は減

少する。

他方、郵便貯金の旧勘定分 (d^{PO}) や家計部門の貯蓄性資金に占める民間預金・民間生命保険のシェア (α) は財市場の均衡式には含まれない外生変数である。よって、その変動が GDP に及ぼす影響の符号条件は必ずしも明確に定まらない。このうち、郵便貯金の旧勘定分の減少 ($\Delta d^{PO} < 0$) が GDP に及ぼす影響は $L_B + B_B$ の符号条件に依存する。仮に、民間向け資金市場への供給の増加が民間貸出金利を下落させる効果のほうが、国債市場への資金供給が減少することによる公債利回りの上昇が金融機関の裁定行動を通じて民間貸出金利を上昇させる効果を上回るとすれば「 $L_B + B_B > 0$ 」となり、旧勘定分の減少 ($\Delta d^{PO} < 0$) は GDP にプラスの影響を及ぼす。

家計部門の貯蓄性資金に占める民間預金・民間生命保険のシェア (α) の上昇が GDP に及ぼす影響は $L_B \cdot \phi_1 - B_B \cdot \mu_1$ の符号条件に依存する。仮に「資金吸収量の1単位の増加による民間向け資金供給の増分は、民間金融機関のほうが公的金融機関より大きい ($v_5 > s_4$)」とすれば μ_1 は負となる。加えて、「資金吸収量の1単位の増加による政府債務保有の増分は、民間金融機関よりも公的金融機関のほうが大きい。 ($w_5 < 1 - s_4$)」と仮定すると ϕ_1 は正となる。この2つの仮定は民営化の初期段階においては妥当なものと思われるが、このもとでも $L_B \cdot \phi_1 - B_B \cdot \mu_1$ の符号条件は決定されない。換言すれば、符合の決定は民間向け資金市場や公債市場における資金の需要関数・供給関数の形状に大きく依存する。

補論2. シミュレーションに用いたマクロ計量モデルについて

本分析では、構造方程式63本、定義式208本からなるマクロ計量モデルを用いてシミュレーションを行っている。このマクロ計量モデルは、93SNA 基準の『国民経済計算年報』（内閣

府経済社会総合研究所編）、『資金循環勘定』（日本銀行）の年度データをベースとして構築されている。これらの統計に収録された系列のほとんどは1980年度までしか遡及されていないため、

少ないサンプルのもとで構造方程式を推定せざるを得ない。小標本のもとでは同時方程式体系による推定が信頼性が低下することをふまえ、全ての構造方程式を OLS（最小二乗法）で推定している。

本稿では、モデルの全体系、シミュレーションにおける外生変数の想定値を掲載するのに十分な紙幅がない。よって、これらの詳細は中田・湯澤（2005）「財政投融资制度の変革と政府債務—資金循環勘定を定式化したマクロモデルによるシミュレーション分析—」（PRI Discussion Paper Series05A-20（財務省財務総合政策研究所））に掲載することとし、この補論においては利用した統計と、本文に関連する主要な構造方程式の推計結果のみを示す。なお、中田・湯澤（2005）は財務省財務総合政策研究所の WEB サイトよりダウンロードすることができる。（URL : <http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/ron001.htm>）

A. マクロ計量モデルの構築に利用した統計資料

- 1) 総需要／所得分配／所得支出勘定／資本調達勘定／住宅資本ストック／在庫資本ストック

『国民経済計算年報』（内閣府経済社会総合研究所編）

- 2) 民間資本ストック

『民間企業資本ストック』（内閣府経済社会総合研究所編）

- 3) 社会資本ストック

『日本の社会資本世代を超えるストック』（内閣府政策統括官編）

- 4) 労働力人口／就業者／完全失業率

『労働力調査』（総務省統計局）

- 5) 労働時間

『毎月勤労統計』（厚生労働省）

- 6) 資金循環勘定

『金融経済統計月報』（日本銀行調査統計局）

- 7) 国債および財投債

『国債統計』（財務省理財局）

- 8) 預託金・財投関連貸出金

『財政投融资レポート』（財務省理財局）

- 9) 郵便貯金・簡易保険の資金運用

『郵便貯金2004』および『簡易保険2004』（日本郵政公社）

- 10) 各種金利・株価・為替レート

『金融経済統計月報』（日本銀行調査統計局）

- 11) 一般会計（地方交付税・社会保障関連支出等）

『財政統計』（財務省主計局調査課）

『金融財政統計月報』（財務省財務総合政策研究所）「予算特集」

- 12) 租税（国税および地方税）

『国税庁統計年報書』（国税庁）

『金融財政統計月報』（財務省財務総合政策研究所）「租税特集」

- 13) 人口

『国勢調査』（総務省統計局）

『日本の将来推計人口平成14年1月推計』（国立社会保障人口問題研究所）

- 14) 国内マクロ経済統計

・ 鉱工業稼働率指数 → 経済産業省

・ 市街地地価指数 → 日本不動産研究所

・ 倒産企業負債総額 → 東京商工リサーチ

- 15) 米国マクロ経済統計

・ 実質 GDP / GDP デフレーター →

Bureau of Economic Analysis (BEA)

・ 10年国債利回 →

Federal Reserve Board (FRB)

B. 主要な構造方程式の推計結果

・ 記号について

D XX_YY : 19XX~19YY(20YY)年のダミー

Δ __ : 対前年度変化額(階差)

PCH(__) : 対前年度比変化率(%)

AVE(__) : 前年と当該年の平均値

JA__ : 金融資産の時価変動分

・ [] 内は t 値を表し「***」・「**」・「*」は

それぞれ 1 %, 5 %, 10%水準で統計的に有意であることを示す。

- ・単位：金額は10億円，金利と変化率は%，人数は万人，デフレータ・指数は1995年度基準とする。なお，米国 GDP の単位は「10億ドル」である。

$$+0.68 \times (YH_HH / P_{CP})$$

[22.4***]

$$+1.18 \times (YS_HH / P_{CP})$$

[11.5***]

$$+0.03 \times (NS_HH_{-1} / P_Y)$$

[5.51***]

$$R^2(\text{adj}) = 0.99, \text{DW} = 1.88$$

[総供給]

- ・実質民間部門生産 (PY95)

推計期間：1982～2003年度

$$\log(PY95 / LDP) =$$

$$-0.32 + 0.007 \times \text{TIME}$$

[-0.47] [2.32**]

$$+ (0.30 + 0.12 \times D80_90) \times \log(KPE95 / LDP)$$

[4.15***] [3.55***]

$$-0.04 \times \log(KG95_{-1})$$

[-0.75]

$$R^2(\text{adj}) = 0.99, \text{DW} = 1.78$$

- ・潜在 GDP(SY95)

$$SY95 = e^{(-0.32 + 0.007 \times \text{TIME})}$$

$$\times FKP95^{(0.30 + 0.12 \times D80_90)}$$

$$\times FLDP^{(1 - (0.30 + 0.12 \times D80_90))} + GY95$$

TIME : トレンド項

KPE95 : 実質実稼働民間資本

LDP : 労働需要

KG95 : 実質社会資本

FKP95 : 完全稼働資本

FLDP : 完全雇用時の労働需要

GY95 : 公的部門生産

[総需要]

- ・実質民間消費(含. 帰属家賃) (CP95)

推計期間：1981～2003年度

$$CP95 = \frac{6874}{[1.41]} + \frac{3839 \times D95_96}{[3.51***]}$$

$$- \frac{3675 \times D99_00}{[-3.15***]}$$

- ・実質民間設備投資 (PRINV)

推計期間：1981～2003年度

$$PRINV / KP95_{-1} = \frac{0.06}{[4.94***]}$$

$$+0.01 \times D89_90 - 0.01 \times D02$$

[2.70***] [-2.47**]

$$+0.44 \times ((DI_FP + CF_FP) / P_{IP}) / KP95_{-1}$$

[3.05***]

$$+0.003 \times AVE(LP6C) / P_{IP}$$

[3.55***]

$$- (0.002 - 0.002 \times D81_92)$$

[-9.07***] [係数制約]

$$\times (PRL + DP_KP - PCH(P_{IP}))$$

$$R^2(\text{adj}) = 0.93, \text{DW} = 1.99$$

- ・長期プライムレート (PRL)

推計期間：1985～2003年度

$$PRL = \frac{0.13}{[1.65*]} - \frac{0.48 \times D95}{[-2.51***]}$$

$$+ \frac{0.72 \times RL}{[10.1***]} + \frac{0.31 \times RSB}{[4.00***]}$$

$$R^2(\text{adj}) = 0.99, \text{DW} = 1.89$$

YH_HH : 若年家計の可処分所得

YS_HH : 高齢家計の可処分所得

P_{CP} : 民間消費デフレータ

P_Y : GDP デフレータ

NS_HH : 家計の金融資産残高

KP95 : 実質民間資本

DI_FP : 民間企業税引後利潤

CF_FP : 民間企業固定資本減耗

P_{IP} : 民間設備投資デフレータ

LP6C : 6大都市商業地価指数

PRL : 長期プライムレート
 DP_KP : 民間資本固定資本減耗率
 RL : 民間貸出金利 (需給均衡)
 RSB : 民間事業債利回り (需給均衡)

・住民税 (利子割) (LHTX_R)
 推計期間: 1988~2003年度

$$\begin{aligned} \text{LHTX_R} = & -95.8 + 683.2 \times \text{D00_01} \\ & [-0.87] [10.3^{***}] \\ & + (0.01 + 0.008 \times \text{D90_95}) \times \text{R_PI_HH} \\ & [4.10^{***}] [5.41^{***}] \end{aligned}$$

[直接税]

$$R^2(\text{adj}) = 0.95, \text{ DW} = 1.99$$

・給与所得にかかる所得税 (HTX_Y)
 推計期間: 1980~2003年度

$$\begin{aligned} \log(\text{HTX_Y}) = & -10.2 \\ & [-14.1^{***}] \\ & -0.18 \times \text{D94_03} - 0.14 \times \text{D99} \\ & [-5.68^{***}] [-4.06^{***}] \\ & + (1.18 + 0.01 \times \text{D80_91}) \times \log(\text{YLE}) \\ & [22.1^{***}] [5.49^{***}] \\ & + 0.50 \times \log(\text{YKE_HH}) \\ & [8.21^{***}] \end{aligned}$$

$$R^2(\text{adj}) = 0.97, \text{ DW} = 1.96$$

・住民税 (所得割) (LHTX_Y)
 推計期間: 1980~2003年度

$$\begin{aligned} \log(\text{LHTX_Y}) = & -10.3 \\ & [-12.1^{***}] \\ & -0.21 \times \text{D94_03} + 0.06 \times \text{D97} \\ & [-9.34^{***}] [2.22^{**}] \\ & + (1.41 + 0.01 \times \text{D80_88}) \times \log(\text{YLE}) \\ & [21.5^{***}] [4.87^{***}] \\ & + 0.18 \times \log(\text{YKE_HH}) \\ & [3.60^{***}] \end{aligned}$$

$$R^2(\text{adj}) = 0.98, \text{ DW} = 1.98$$

・利子所得にかかる所得税 (HTX_R)
 推計期間: 1983~2003年度

$$\begin{aligned} \text{HTX_R} = & 1398 \times \text{D90_91} \\ & [5.35^{***}] \\ & + 756.2 \times \text{D94} + 2441 \times \text{D00_01} \\ & [2.30^{**}] [9.77^{***}] \\ & + (0.06 - 0.02 \times \text{D97_03}) \times \text{R_PI_HH} \\ & [24.67^{***}] [-4.93^{***}] \end{aligned}$$

$$R^2(\text{adj}) = 0.93, \text{ DW} = 1.84$$

・法人税 (FTX)
 推計期間: 1982~2003年度

$$\begin{aligned} \log(\text{FTX}) = & -1.35 + 0.19 \times \text{D88_89} \\ & [-1.50] [4.09^{***}] \\ & -0.10 \times \text{D93_94} - 0.11 \times \text{D02_03} \\ & [-2.43^{**}] [-2.59^{***}] \\ & + 1.00 \times \log(\text{YKE_FP}) \\ & [12.0^{***}] \end{aligned}$$

$$R^2(\text{adj}) = 0.92, \text{ DW} = 1.78$$

・住民税 (法人割) (LFTX)
 推計期間: 1981~2003年度

$$\begin{aligned} \log(\text{LFTX}) = & -5.23 + 0.19 \times \text{D89} + 0.23 \times \text{D01} \\ & [-9.74^{***}] [4.52^{***}] [5.46^{***}] \\ & + (1.22 + 0.006 \times \text{D96_03}) \\ & [24.7^{***}] [3.48^{***}] \times \log(\text{YKE_FP}) \end{aligned}$$

$$R^2(\text{adj}) = 0.96, \text{ DW} = 1.91$$

YLE : 雇用者所得
 YKE_HH : 個人企業利潤
 R_PI_HH : 家計財産所得
 YKE_FP : 民間企業利潤

[民間企業資金調達]

・民間金融機関からの借入残高 (L_LNB_FP)
 推計期間: 1981~2003年度

$$\begin{aligned} \text{L_LNB_FP} / \text{DEBT_FP} = & 2.56 + 0.05 \times \text{D94} + 0.03 \times \text{D02} \\ & [14.5^{***}] [3.45^{***}] [1.71^*] \\ & - (0.01 + 0.01 \times \text{D97_03} + 0.02 \times \\ & [-3.44^{***}] [-5.47^{***}] [-6.19^{***}]) \end{aligned}$$

$$D01_03) \times (RL - PCH(P_Y)) \\ + 0.0007 \times (LP6 / P_Y) \\ [5.56^{***}]$$

$$-0.21 \times \log(NIKKEI) \\ [-11.5^{***}]$$

$$R^2(\text{adj}) = 0.94, \quad DW = 2.01$$

・社債発行残高 (L_PFB_FP)

推計期間：1982～2003年度

$$L_PFB_FP / DEBT_FP = 0.24 \\ [7.09^{***}]$$

$$+ 0.02 \times D90 + 0.008 \times D00 + 0.01 \times D02 \\ [5.77^{***}] [2.58^{***}] [4.84^{***}]$$

$$- (0.008 + 0.002 \times D85_90) \\ [-7.63^{***}] [-3.87^{***}]$$

$$- 0.003 \times D91_96) \\ [5.98^{***}] \times (RSB - PCH(P_Y))$$

$$- 0.01 \times \log(NIKKEI) \\ [-4.39^{***}]$$

$$R^2(\text{adj}) = 0.94, \quad DW = 2.08$$

DEBT_FP：民間企業金融負債残高

RL：民間貸出金利（需給均衡）

P_Y：GDP デフレーター

LP6：6大都市市街地価格指数

NIKKEI：日経平均株価

RSB：民間事業債利回り（需給均衡）

[民間預金取扱機関 資金運用]

・運用可能資産 (NS_PB)

$$NS_PB = NL - J_NL_PB - A_STF_PB$$

NL_PB：民間預金取扱機関 金融負債残高

J_NL_PB：同 金融負債残高 時価変動分

A_STF_PB：同 短期資金（資産）

・企業向け貸出残高 (A_LNB_PB)

推計期間：1980～2003年度

$$A_LNB_PB / (NS_PB + JA_LNB_PB)$$

$$= 0.78 - 1.02 \times D98_03 \\ [101.5^{***}] [-11.8^{***}]$$

$$- 0.07 \times D99 + 0.05 \times D01 \\ [-4.43^{***}] [3.99^{***}]$$

$$+ (0.008 + 0.50 \times D98_03) \\ [2.68^{***}] [10.1^{***}]$$

$$\times (RL - RCA)$$

$$- 0.04 \times (RJG - RL) - 0.02 \times \log(RISK) \\ [-5.73^{***}] [-4.85^{***}]$$

$$R^2(\text{adj}) = 0.97, \quad DW = 2.00$$

・国債保有残高 (A_JGB_PB)

推計期間：1981～2003年度

$$A_JGB_PB / (DEBT_PB + JA_JGB_PB)$$

$$= 0.02 - 0.01 \times D94_97 + 0.02 \times D03 \\ [4.28^{***}] [-6.01^{***}] [5.42^{***}]$$

$$+ 0.01 \times (RJG - RL) \\ [7.37^{***}]$$

$$- 0.0001 \times (RUS + PCH(ER)) \\ [-1.71^{*}]$$

$$+ (0.004 + 0.003 \times D02_03) \\ [7.56^{***}] [2.86^{***}] \times \log(RISK)^2$$

$$+ 0.77 \times (NS_PB_{-1} + JA_JGB_PB_{-1}) \\ [14.8^{***}]$$

$$R^2(\text{adj}) = 0.97, \quad DW = 1.99$$

・社債保有残高 (A_PFB_PB)

推計期間：1986～2003年度

$$A_PFB_PB / (NS_PB + JA_PFB_PB)$$

$$= 0.01 \\ [19.9^{***}]$$

$$- 0.003 \times D00_01 + 0.006 \times D03 \\ [-3.85^{***}] [5.17^{***}]$$

$$+ (0.005 - 0.003 \times D95_03) \\ [8.05^{***}] [-3.85^{***}] \times (RSB - RL)$$

$$+ 0.003 \times \log(RISK) \\ [8.42^{***}]$$

$$R^2(\text{adj}) = 0.94, \quad DW = 1.90$$

RCA：コールレート

RL：民間貸出金利（需給均衡）

$$\begin{aligned}
 \text{RJG} &: \text{国債利回り (需給均衡)} & +0.16 \times (\text{PCH}(\text{Y95}) - \text{PCH}(\text{SY95})) \\
 & & [2.04^{**}] \\
 \text{RSB} &: \text{民間事業債利回り (需給均衡)} \\
 \text{RUS} &: \text{外債利回り} & + (1.35 - 1.04 \times \text{D95}_{-03}) \times \text{PCH}(\text{PY}) \\
 & & [8.06^{***}] [-3.71^{***}] \\
 \text{ER} &: \text{外国為替レート (¥/ \$)} \\
 \text{RISK} &: \text{貸倒れリスク指標} & R^2(\text{adj}) = 0.96, \text{DW} = 1.85
 \end{aligned}$$

[その他]

Y95 : 実質 GDP
SY95 : 潜在 GDP
P_Y : GDP デフレーター

・貸し倒れリスク指標 (RISK)

推計期間: 1988～2003年度

$$\begin{aligned}
 \text{RISK} &= 2.22 \times (\text{D90}_{-91} + \text{D97}) \\
 & \quad [7.04^{***}] \\
 & + 1.07 \times \text{D95}_{-96} + 6.98 \times \text{D00} \\
 & \quad [2.91^{***}] [14.0^{***}] \\
 & - 2.85 \times \text{D01} \\
 & \quad [-5.75^{***}] \\
 & - 0.58 \times (\text{Y95} / \text{Y95}_{-1}) \\
 & \quad [-3.82^{***}] \\
 & R^2(\text{adj}) = 0.96, \text{DW} = 1.88
 \end{aligned}$$

・コールレート (RCA)

推計期間: 1985～2003年度

$$\begin{aligned}
 \text{RCA} &= 1.93 + 1.26 \times \text{D90}_{-91} \\
 & \quad [6.46^{***}] [2.61^{***}] \\
 & - 1.68 \times \text{D95}_{-03} \\
 & \quad [-4.15^{***}]
 \end{aligned}$$

C. 内挿サンプルによるマクロ計量モデルの予測精度の確認

推計されたマクロ計量モデルの内挿予測の精度を確認した。具体的には、2001年度～2003年度までの標本を用いて動学予測を実施し、①実績値からの平均的な乖離率と②Theil (1961) の U 指標を算出して主要な内生変数の予測精度を評価した。補 2 - 表 1 には各予測尺度の算出結果が示されている。

需給均衡から決定される金利変数については Theil の U 指標の値が若干高くなっているものの、各変数の予測精度は概ね高い。よって本稿では、将来シミュレーションを実施する際にもこのマクロ計量モデルを用いた。

補論 3. Domer (1944) の命題に基づくシミュレーションの解釈

公債の維持可能性の条件としてよく用いられるもののひとつに Domer (1944) の命題がある。Domer の命題は政府の予算制約式から簡単に導出することができる。

$$\frac{\Delta B}{\Delta Y} = (G - T) / Y - (g - i_B) B / Y$$

B : 名目公債発行残高
Y : 名目 GDP
G : 名目政府支出 (除: 利払い)

T : 名目税収
g : 名目 GDP 成長率
i_B : 名目公債利子率

この式にはさまざまな解釈の方法がある。例えば、基礎的財政収支(利払いを除く財政収支)が均衡しているとき(右辺第 1 項がゼロ), 「名目成長率 > 名目公債利子率」が成立すれば、政府債務残高は発散しないことが示される。もっとも、現在の日本がそうであるように、現実に

補 2－表 1 内挿予測（2001～2003年度）における主要な内生変数の予測精度

	乖離率	Theil's U
総供給（潜在 GDP）	0.001	0.001
実質 総需要（国内総支出）	0.006	0.006
実質 民間消費	0.007	0.008
実質 民間設備投資	0.011	0.014
名目 GDP	0.010	0.010
GDP デフレーター	0.004	0.005
政府財政（名目）		
中央・地方政府 税収	0.005	0.005
中央・地方政府 利払い費	-0.001	0.007
中央・地方政府 社会保障関連 政府支出	0.019	0.019
財政赤字（SNA ベース）/名目 GDP		
中央・地方政府（含：純利払い）	-0.011	0.015
中央・地方政府（除：純利払い）	-0.009	0.017
長期債務残高/名目 GDP（中央・地方政府）	-0.008	0.008
金利		
10年国債 応募者利回り	0.003	0.048
約定貸出平均金利 長期 新規	0.029	0.029

$$\text{実績値からの平均的な乖離率：} MER = (1/n) \sum_{i=1}^n \left\{ \frac{\hat{y}_i - y_i}{y_i} \right\}$$

$$\text{Theil (1961) の U 指標} : \text{Theil's } U = \sqrt{\frac{(1/n) \sum_i (y_i - \hat{y}_i)^2}{(1/n) \sum_i y_i^2}}$$

は「名目成長率＜名目公債利子率」となるケースが少なくない。この場合には、一定の基礎的財政収支の黒字がなければ右辺はマイナスとならない。

シミュレーション 2 における Case 2-A～Case 2-D のそれぞれについて、付表 1 に示された各内生変数の予測値を用いて Domer 命題の右辺の符号条件を確認した。第 1 に、補 3－表 1 は、中央・地方政府を合わせたケースが示されている。ただし、ここでは公債利回りを需給均衡で決まる 10 年債の発行利回りで代表させている（以下同じ）。

2010 年度に基礎的財政収支（利払いを除く財政収支）が黒字化している一方で、いずれのケースでも 2013 年度まで一貫して「名目成長率＜名目公債利回り」となっていることがわかる。このうち Case 2-A（規模維持＋非市場性公債保有）のみが、国債利回りの抑制によって名目

成長率と名目公債利回りのマイナスの乖離幅が時系列的に縮小しており、結果として 2013 年度に Domer 命題の右辺が正值となる。。

次に、補 3－表 2 は、中央政府のみについて Domer 命題の右辺の符号条件を確認したものである。中央政府単独で見た場合、基礎的財政収支（利払いを除く財政収支）の赤字幅が大きいために Case 2-A～Case 2-D のいずれのケースでも 2013 年度までに Domer 命題の右辺が正值とならない。

シミュレーション 3 の結果についても、付表 2 に示された各内生変数の予測値を用いて同様の方法で Domer 命題の成立の可否を表にまとめた。補 3－表 3 には中央・地方政府を合わせたケース、補 3－表 4 には中央政府のみで見たケースの結果が示されている。

本シミュレーションではかなり厳しい歳出削減の前提（政府支出の対前年度比 5.0% のカッ

財政投融资制度の変革と政府債務

補 3－表 1 シミュレーション 2 における Domer 命題の成立状況：中央・地方政府合計

Case 2-A：郵貯・簡保の規模は従来どおり，かつ，政府債務消化中心の資金運用を継続

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
右辺第 1 項 (利払いを除く財政収支/名目 GDP) [%]	-4.4	-3.2	-2.4	-1.6	-0.9	-0.3	0.3	0.6	1.1	1.5
右辺第 2 項 [%]	-0.4	1.4	-0.4	0.1	-0.2	-0.5	-1.1	-2.3	-1.2	-1.6
うち「名目 GDP 成長率－公債利回り」[%]	-0.2	0.9	-0.2	0.1	-0.1	-0.3	-0.7	-1.3	-0.7	-0.9
うち「政府債務残高/名目 GDP」[比率]	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8
右辺全体	-4.7	-1.8	-2.7	-1.5	-1.1	-0.8	-0.8	-1.7	-0.2	0.0

Case 2-B：郵貯・簡保の規模は従来どおり，かつ，漸進的に市場原理に則った資金運用を増加

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
右辺第 1 項 (利払いを除く財政収支/名目 GDP) [%]	-4.4	-3.2	-2.4	-1.6	-0.9	-0.3	0.3	0.7	1.1	1.5
右辺第 2 項 [%]	-0.4	1.4	-0.4	-0.2	-0.7	-1.3	-2.1	-3.6	-3.1	-4.0
うち「名目 GDP 成長率－公債利回り」[%]	-0.2	0.9	-0.2	-0.1	-0.4	-0.7	-1.2	-2.0	-1.7	-2.2
うち「政府債務残高/名目 GDP」[比率]	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8
右辺全体	-4.7	-1.8	-2.7	-1.9	-1.7	-1.5	-1.7	-2.9	-2.0	2.4

Case 2-C：郵貯・簡保の規模は従来どおり，かつ，2007年度から即時的に市場原理に則った資金運用

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
右辺第 1 項 (利払いを除く財政収支/名目 GDP) [%]	-4.4	-3.2	-2.4	-1.6	-0.9	-0.2	0.4	0.7	1.1	1.5
右辺第 2 項 [%]	-0.4	1.4	-0.4	-2.9	-2.0	-2.3	-3.0	-4.7	-4.5	-5.7
うち「名目 GDP 成長率－公債利回り」[%]	-0.2	0.9	-0.2	-1.7	-1.2	-1.3	-1.7	-2.6	-2.5	-3.0
うち「政府債務残高/名目 GDP」[比率]	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.9
右辺全体	-4.7	-1.8	-2.7	-4.5	-2.9	-2.5	-2.7	-4.0	-3.5	-4.1

Case 2-D：郵便貯金の規模は縮小に向かいながらも，政府債務消化中心の資金運用を継続

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
右辺第 1 項 (利払いを除く財政収支/名目 GDP) [%]	-4.4	-3.2	-2.4	-1.6	-0.9	-0.3	0.3	0.6	1.1	1.5
右辺第 2 項 [%]	-0.4	1.4	-0.3	-0.3	-0.9	-1.4	-2.2	-3.6	-2.8	-3.4
うち「名目 GDP 成長率－公債利回り」[%]	-0.2	0.9	-0.2	-0.2	-0.5	-0.8	-1.3	-2.1	-1.6	-1.9
うち「政府債務残高/名目 GDP」[比率]	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8
右辺全体	-4.7	-1.8	-2.7	-2.0	-1.8	-1.6	-1.8	-3.0	-1.7	-1.9

財政投融资制度の変革と政府債務

補3-表2 シミュレーション2におけるDomer命題の成立状況：中央政府のみ

Case 2-A：郵貯・簡保の規模は従来どおり，かつ，政府債務消化中心の資金運用を継続

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
右辺第1項(利払いを除く財政収支/名目GDP) [%]	-5.4	-4.4	-4.0	-3.7	-3.4	-3.1	-2.8	-2.7	-2.4	-2.1
右辺第2項 [%]	-0.2	0.9	-0.2	0.1	-0.1	-0.3	-0.8	-1.6	-0.9	-1.1
うち「名目GDP成長率－公債利回り」 [%]	-0.2	0.9	-0.2	0.1	-0.1	-0.3	-0.7	-1.3	-0.7	-0.9
うち「政府債務残高/名目GDP」 [比率]	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3
右辺全体	-5.6	-3.5	-4.2	-3.6	-3.5	-3.4	-3.6	-4.3	-3.3	-3.3

Case 2-B：郵貯・簡保の規模は従来どおり，かつ，漸進的に市場原理に則った資金運用を増加

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
右辺第1項(利払いを除く財政収支/名目GDP) [%]	-5.4	-4.4	-4.0	-3.7	-3.4	-3.1	-2.8	-2.6	-2.4	-2.1
右辺第2項 [%]	-0.2	0.9	-0.2	-0.1	-0.5	-0.8	-1.4	-2.5	-2.2	-2.9
うち「名目GDP成長率－公債利回り」 [%]	-0.2	0.9	-0.2	-0.1	-0.4	-0.7	-1.2	-2.0	-1.7	-2.2
うち「政府債務残高/名目GDP」 [比率]	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3
右辺全体	-5.6	-3.5	-4.2	-3.8	-3.9	-3.9	-4.2	-5.1	-4.6	-5.0

Case 2-C：郵貯・簡保の規模は従来どおり，かつ，2007年度から即時的に市場原理に則った資金運用

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
右辺第1項(利払いを除く財政収支/名目GDP) [%]	-5.4	-4.4	-4.0	-3.7	-3.4	-3.1	-2.8	-2.6	-2.4	-2.1
右辺第2項 [%]	-0.2	0.9	-0.2	-1.9	-1.3	-1.5	-2.0	-3.2	-3.2	-4.1
うち「名目GDP成長率－公債利回り」 [%]	-0.2	0.9	-0.2	-1.7	-1.2	-1.3	-1.7	-2.6	-2.5	-3.0
うち「政府債務残高/名目GDP」 [比率]	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3	1.3	1.4
右辺全体	-5.6	-3.5	-4.2	-5.5	-4.7	-4.6	-4.9	-5.9	-5.6	-6.2

Case 2-D：郵便貯金の規模は縮小に向かいながらも，政府債務消化中心の資金運用を継続

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
右辺第1項(利払いを除く財政収支/名目GDP) [%]	-5.4	-4.4	-4.0	-3.7	-3.4	-3.1	-2.8	-2.7	-2.4	-2.1
右辺第2項 [%]	-0.2	0.9	-0.2	-0.2	-0.6	-0.9	-1.5	-2.5	-2.0	-2.5
うち「名目GDP成長率－公債利回り」 [%]	-0.2	0.9	-0.2	-0.2	-0.5	-0.8	-1.3	-2.1	-1.6	-1.9
うち「政府債務残高/名目GDP」 [比率]	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3
右辺全体	-5.6	-3.5	-4.2	-3.9	-3.9	-4.0	-4.3	-5.2	-4.4	-4.6

財政投融资制度の変革と政府債務

補3-表3 シミュレーション3におけるDomer命題の成立状況：中央・地方政府合計

Case 2-B（再掲）：郵貯・簡保の規模は従来どおり，かつ，漸進的に市場原理に則った資金運用を増加

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
右辺第1項(利払いを除く財政収支/名目GDP) [%]	-4.4	-3.2	-2.4	-1.6	-0.9	-0.3	0.3	0.7	1.1	1.5
右辺第2項 [%]	-0.4	1.4	-0.4	-0.2	-0.7	-1.3	-2.1	-3.6	-3.1	-4.0
うち「名目GDP成長率—公債利回り」 [%]	-0.2	0.9	-0.2	-0.1	-0.4	-0.7	-1.2	-2.0	-1.7	-2.2
うち「政府債務残高/名目GDP」 [比率]	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8
右辺全体	-4.7	-1.8	-2.7	-1.9	-1.7	-1.5	-1.7	-2.9	-2.0	-2.4

①Case 2-B＋政府支出の削減

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
右辺第1項(利払いを除く財政収支/名目GDP) [%]	-4.4	-3.2	-2.4	-1.5	-0.7	0.1	0.7	1.3	1.8	2.4
右辺第2項 [%]	-0.4	1.4	-0.4	-0.7	-1.3	-1.9	-2.8	-4.0	-3.8	-4.5
うち「名目GDP成長率—公債利回り」 [%]	-0.2	0.9	-0.2	-0.4	-0.7	-1.1	-1.6	-2.3	-2.1	-2.5
うち「政府債務残高/名目GDP」 [比率]	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8
右辺全体	-4.7	-1.8	-2.7	-2.1	-1.9	-1.8	-2.0	-2.7	-2.0	-2.1

②Case 2-B＋政府支出の削減＋消費税率引き上げ

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
右辺第1項(利払いを除く財政収支/名目GDP) [%]	-4.4	-3.2	-2.4	0.3	1.0	1.5	2.1	2.5	3.1	3.7
右辺第2項 [%]	-0.4	1.4	-0.4	-4.7	-2.3	-2.8	-3.3	-4.0	-3.2	-3.3
うち「名目GDP成長率—公債利回り」 [%]	-0.2	0.9	-0.2	-2.8	-1.3	-1.6	-1.9	-2.2	-1.8	-1.8
うち「政府債務残高/名目GDP」 [比率]	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8
右辺全体	-4.7	-1.8	-2.7	-4.4	-1.3	-1.2	-1.2	-1.5	-0.1	0.4

③Case 2-B＋政府支出の削減＋消費税率引き上げ＋給与にかかる所得税・住民税の増税

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
右辺第1項(利払いを除く財政収支/名目GDP) [%]	-4.4	-3.2	-2.4	1.0	1.5	2.0	2.6	3.0	3.6	4.2
右辺第2項 [%]	-0.4	1.4	-0.4	-6.1	-2.5	-3.1	-3.5	-4.1	-3.2	-3.2
うち「名目GDP成長率—公債利回り」 [%]	-0.2	0.9	-0.2	-3.6	-1.5	-1.8	-2.0	-2.3	-1.8	-1.8
うち「政府債務残高/名目GDP」 [比率]	1.6	1.6	1.7	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	1.8	1.8
右辺全体	-4.7	-1.8	-2.7	-5.2	-1.0	-1.0	-1.0	-1.1	0.3	1.0

財政投融资制度の変革と政府債務

補3-表4 シミュレーション3におけるDomer命題の成立状況：中央政府のみ

Case 2-B（再掲）：郵貯・簡保の規模は従来どおり，かつ，漸進的に市場原理に則った資金運用を増加

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
右辺第1項(利払いを除く財政収支/名目GDP) [%]	-5.4	-4.4	-4.0	-3.7	-3.4	-3.1	-2.8	-2.6	-2.4	-2.1
右辺第2項 [%]	-0.2	0.9	-0.2	-0.1	-0.5	-0.8	-1.4	-2.5	-2.2	-2.9
うち「名目GDP成長率—公債利回り」 [%]	-0.2	0.9	-0.2	-0.1	-0.4	-0.7	-1.2	-2.0	-1.7	-2.2
うち「政府債務残高/名目GDP」 [比率]	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3
右辺全体	-5.6	-3.5	-4.2	-3.8	-3.9	-3.9	-4.2	-5.1	-4.6	-5.0

①Case 2-B＋政府支出の削減

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
右辺第1項(利払いを除く財政収支/名目GDP) [%]	-5.4	-4.4	-4.0	-3.7	-3.4	-3.1	-2.9	-2.7	-2.5	-2.2
右辺第2項 [%]	-0.2	0.9	-0.2	-0.4	-0.8	-1.3	-1.9	-2.8	-2.8	-3.4
うち「名目GDP成長率—公債利回り」 [%]	-0.2	0.9	-0.2	-0.4	-0.7	-1.1	-1.6	-2.3	-2.1	-2.5
うち「政府債務残高/名目GDP」 [比率]	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3
右辺全体	-5.6	-3.5	-4.2	-4.1	-4.2	-4.4	-4.8	-5.5	-5.2	-5.6

②Case 2-B＋政府支出の削減＋消費税率引き上げ

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
右辺第1項(利払いを除く財政収支/名目GDP) [%]	-5.4	-4.4	-4.0	-2.0	-1.9	-1.7	-1.6	-1.5	-1.3	-1.0
右辺第2項 [%]	-0.2	0.9	-0.2	-3.0	-1.5	-1.8	-2.2	-2.8	-2.3	-2.4
うち「名目GDP成長率—公債利回り」 [%]	-0.2	0.9	-0.2	-2.8	-1.3	-1.6	-1.9	-2.2	-1.8	-1.8
うち「政府債務残高/名目GDP」 [比率]	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
右辺全体	-5.6	-3.5	-4.2	-5.0	-3.3	-3.6	-3.8	-4.3	-3.6	-3.4

③Case 2-B＋政府支出の削減＋消費税率引き上げ＋給与にかかる所得税・住民税の増税

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
右辺第1項(利払いを除く財政収支/名目GDP) [%]	-5.4	-4.4	-4.0	-1.7	-1.6	-1.5	-1.3	-1.2	-1.1	-0.8
右辺第2項 [%]	-0.2	0.9	-0.2	-3.9	-1.7	-2.0	-2.4	-2.9	-2.3	-2.4
うち「名目GDP成長率—公債利回り」 [%]	-0.2	0.9	-0.2	-3.6	-1.5	-1.8	-2.0	-2.3	-1.8	-1.8
うち「政府債務残高/名目GDP」 [比率]	1.0	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3
右辺全体	-5.6	-3.5	-4.2	-5.6	-3.2	-3.5	-3.7	-4.1	-3.4	-3.2

ト)をおいているが、本文でも述べたように政府支出の絶対額が縮小するにつれて削減額も小さくなるため、支出削減だけでは Domer 命題の右辺を正值にするのに十分な基礎的財政収支の黒字幅とならない。これに対し、増税を伴うケースでは、(公的金融部門の政府債務保有の縮小による)国債利回りの上昇圧力を相殺するかたちで収支増加効果による新発国債発行の抑制効果がはたらく。結果として、基礎的財政収支の黒字幅が大きくなると同時に、名目成長率

と名目公債利回りのマイナスの乖離幅も縮小し、予測期間の終盤で Domer 命題の右辺が黒字になる。これは本文に掲載された図 8-7 の形状とも整合的である。

他方、中央政府単独で見た場合には、歳入増加の対策を図ったうえでもやはり基礎的財政収支(利払いを除く財政収支)の赤字が解消されず、結果としてのいずれのケースでも 2013 年度までに Domer 命題の右辺が正值とならない。

参 考 文 献

- Andrés, J., J.López-Salido and D. Nelson (2004), “Tobin’s Imperfect Asset Substitution in Optimizing General Equilibrium”, *Journal of Money, Credit & Banking*, Vol.36, Issue 4, 665–690.
- Backus, D., W. Brainard, G. Smith and J. Tobin (1980), “A Model of U.S. Financial and Nonfinancial Behavior,” *Journal of Money, Credit and Banking*, Part II, Vol.12, Issue 2, 259–293.
- Bernanke, B.S., Blinder, A.S. (1988), “Credit, Money, and Aggregate Demand”, *American Economic Review*, Vol.78 Issue 2, 435–439.
- Ihori, T., Doi, T. and Kondo, H. (2001). “Japanese fiscal reform: fiscal reconstruction and fiscal policy,” *Japan and the World Economy* vol.13, 351–370.
- Ihori, T., Nakazato, T., and Kawade, M. (2003), “Japan’s Fiscal Policies in the 1990s,” *The World Economy* vol.23, issue 3, 325–338.
- Kameda, K. and M. Nakata (2005), “Public Debt and the Macroeconomic Stability in Japan”, *Public Policy Review*, Vol. 1, No. 1, 49–89.
- Kashyap, Anil (1999), “Government Debt, the Composition of Bank Portfolios, and the Transmission of Monetary Policy: Discussion.” In “Government Debt Structure and Monetary Conditions”, edited by K. Alec Chrystal, Bank of England, 190–193.
- Tobin, J. (1969), “A General Equilibrium Approach to Monetary Theory”, *Journal of Money, Credit and Banking*, February, Vol. 1, 15–29.
- Tobin, J. (1982), “Money and Finance in the Macroeconomic Process”, *Journal of Money, Credit & Banking*, Vol.14, Issue 2, 171–204.
- 跡田直澄 (2003), 『財政投融资制度の改革と公債市場』(税務経理協会).
- 池尾和人・後藤康雄 (2005), 「政府と金融システム」, 『フィナンシャル・レビュー』, 第79号.
- 岩田一政・深尾光洋編著 (1998), 『財政投融资の経済分析』(日本経済新聞社).
- 岩本康志 (1998), 「財投債と財投機関債」, 『フィナンシャル・レビュー』, 第47号, 134–153.
- 岩本康志 (2001a), 「日本の財政投融资」, 『経済研究』, 第52巻第1号, 2–15.
- 岩本康志 (2001b), 「財政投融资制度の改革」, 岩本康志, 斎藤誠, 前多康男, 渡辺努著『金融機能と規制の経済学』, 第5章, 東洋経済新報社, 171–213.
- 亀田啓悟 (2004), 「公的債務と資金循環」, 『公的債務管理と公的金融のあり方』, 第2章, 金融調査研究会, 11–51.
- 亀田啓悟・中田真佐男 (2004), 「公的債務とマクロ経済の安定性」, 『フィナンシャル・レビュー』, 第74号, 92–124.
- 瀧川好夫 (1984), 「赤字財政の資金源泉・使途

- 分析 - 政府の金融活動を考慮して - 』、『神戸大学経済研究』, 年報31, 161-209.
- 高橋洋一 (2004), 「プラクティカル国債管理政策 - 郵政民営化と整合的な国債管理政策 - 』, 『フィナンシャル・レビュー』, 第73号, 190-208.
- 中田真佐男・湯澤正幸 (2005), 「財政投融资制度の変革と政府債務 - 資金循環勘定を定式化したマクロモデルによるシミュレーション分析 - 』, PRI Discussion Paper Series (財務省財務総合政策研究所), 05A-20.
- 日本経済研究センター (2004), 「第31回日本経済中期予測 (2004-2015年度) 日本経済活性化への課題 - 「デフレ後」とグローバル化への対応 - 』.
- 村田啓子・斎藤達夫 (2004), 「短期日本経済マクロ計量モデル (2004年版) の構造と乗数分析」, ESRI Discussion Paper Series (内閣府経済社会総合研究所), No.122.
- 山中尚 (1995), 「政策金融と財政投融资 - 資金供給機能に関する研究の現状 - 』, 『経済分析』, 第140号, 57-87.
- 吉野直行・中田真佐男 (2000), 「財政投融资の景気浮揚効果に関する理論・実証分析」, 『国民経済雑誌』, 第181巻, 第1号, 57-82.
- 吉野直行・中田真佐男 (2002), 「マクロモデルによる財政投融资の経済効果に関する理論・実証分析」, 松浦克己・米澤康博編, 『金融の新しい流れ 市場化と国際化』 (郵政研究所研究叢書, 日本評論社), 第3章, 59-91.
- 吉野直行・亀田啓悟・中田真佐男 (2003), 「金融セクターを含むマクロ計量モデルによる財政赤字の経済分析」, 2003年度日本経済学会秋季大会報告論文.
- 吉野直行・古川彰編著 (1991), 『金融自由化と公的金融』, 日本評論社.

財政投融资制度の変革と政府債務

付表1 シミュレーション2：各ケースにおける主要な内生変数の予測結果

1) Case 2-A:

郵貯・簡保の規模を従来どおりとする一方、政府債務消化中心の資金運用を継続するケース

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
総供給【兆円】											
潜在 GDP	574.2	572.6	583.9	587.7	592.1	597.1	602.1	608.0	613.2	618.7	624.3
実質 総需要【兆円】											
実質 国内総支出 (成長率)	558.3	567.7 (1.7%)	578.6 (1.9%)	584.8 (1.1%)	592.7 (1.4%)	599.8 (1.2%)	606.7 (1.2%)	611.4 (0.8%)	615.8 (0.7%)	627.4 (1.9%)	638.3 (1.7%)
実質 民間消費	305.3	309.5	313.0	315.5	318.3	320.2	321.7	321.5	320.8	324.6	327.9
実質 民間住宅投資	18.0	17.8	19.5	19.4	20.5	22.0	23.2	23.2	22.6	23.7	24.5
実質 民間設備投資	93.4	96.6	101.7	104.5	107.1	108.8	110.5	112.2	112.8	114.0	114.8
実質 輸出【共通】	69.2	71.9	76.8	81.1	85.8	90.9	96.4	102.5	109.1	116.3	124.2
実質 輸入(控除)	50.2	53.0	55.3	56.7	58.0	59.2	60.2	60.9	61.4	62.8	64.6
名目 総需要【兆円】											
GDP デフレーター	0.909	0.907	0.915	0.923	0.932	0.944	0.958	0.972	0.983	0.993	1.008
名目 国内総支出 (成長率)	507.4	514.7 (1.4%)	529.6 (2.9%)	539.7 (1.9%)	552.6 (2.4%)	566.5 (2.5%)	581.0 (2.6%)	594.0 (2.3%)	605.5 (1.9%)	623.1 (2.9%)	643.7 (3.3%)
政府財政(名目)【兆円】											
中央・地方政府 税収	77.9	82.9	85.7	87.3	89.3	91.5	93.8	95.4	96.5	99.2	102.3
中央・地方政府 利払い費	14.0	13.8	15.4	18.2	21.5	25.2	30.6	36.0	41.5	48.6	57.0
中央・地方政府 政府支出【共通】	77.6	75.4	72.9	70.5	68.2	66.0	63.8	61.7	60.8	59.9	59.0
うち社会保障関連	20.0	20.6	20.9	21.5	22.1	22.7	23.3	23.7	24.1	24.9	25.7
財政赤字(SNA ベース)/名目 GDP【%】											
中央・地方政府(含:純利払い)	-7.7	-6.4	-5.4	-5.1	-4.8	-4.6	-4.8	-4.9	-5.4	-5.9	-6.5
中央・地方政府(除:純利払い)	-5.5	-4.4	-3.2	-2.4	-1.6	-0.9	-0.3	0.3	0.6	1.1	1.5
中央政府のみ(除:純利払い)	-5.6	-5.4	-4.4	-4.0	-3.7	-3.4	-3.1	-2.8	-2.7	-2.4	-2.1
長期債務残高/名目 GDP【%】											
中央・地方政府	156.6	161.7	163.0	165.9	167.4	168.5	169.7	171.5	174.2	175.8	177.1
国債のみ	94.3	98.7	100.7	104.1	106.8	109.5	112.6	116.3	120.8	124.7	128.6
金利【%】											
コール・レート[テイラー・ルール型]	0.001	0.715	0.801	0.829	0.908	0.958	0.985	1.009	1.145	1.180	1.271
10年国債 応募者利回り	1.265	1.668	2.022	2.123	2.326	2.625	2.867	2.902	3.271	3.606	4.191
約定貸出平均金利 長期 新規	1.621	1.968	2.041	2.087	2.172	2.279	2.350	2.410	2.542	2.578	2.756

財政投融资制度の変革と政府債務

2) Case 2-B

郵貯・簡保の規模は従来どおりとする一方、漸進的に市場原理に則った資金運用を増加させていくケース

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
総供給【兆円】											
潜在 GDP	574.2	572.6	583.9	587.7	592.1	597.1	602.1	608.0	613.3	618.7	624.4
実質 総需要【兆円】											
実質 国内総支出 (成長率)	558.3	567.7 (1.7%)	578.6 (1.9%)	584.8 (1.1%)	592.7 (1.4%)	599.9 (1.2%)	606.9 (1.2%)	611.6 (0.8%)	616.0 (0.7%)	627.7 (1.9%)	638.9 (1.8%)
実質 民間消費	305.3	309.5	313.0	315.5	318.3	320.2	321.7	321.5	320.8	324.7	328.1
実質 民間住宅投資	18.0	17.8	19.5	19.4	20.5	22.0	23.2	23.2	22.5	23.7	24.4
実質 民間設備投資	93.4	96.6	101.7	104.5	107.1	108.9	110.7	112.4	113.2	114.4	115.5
実質 輸出【共通】	69.2	71.9	76.8	81.1	85.8	90.9	96.4	102.5	109.1	116.3	124.2
実質 輸入(控除)	50.2	53.0	55.3	56.7	58.0	59.2	60.3	60.9	61.4	62.9	64.7
名目 総需要【兆円】											
GDP デフレーター	0.909	0.907	0.915	0.923	0.932	0.944	0.958	0.972	0.984	0.994	1.009
名目 国内総支出 (成長率)	507.4	514.7 (1.4%)	529.6 (2.9%)	539.7 (1.9%)	552.6 (2.4%)	566.5 (2.5%)	581.2 (2.6%)	594.4 (2.3%)	606.0 (2.0%)	623.8 (2.9%)	644.8 (3.4%)
政府財政(名目)【兆円】											
中央・地方政府 税収	77.9	82.9	85.7	87.3	89.3	91.5	93.8	95.4	96.6	99.3	102.5
中央・地方政府 利払い費	14.0	13.8	15.4	18.2	21.5	25.8	32.2	38.9	46.2	55.4	67.4
中央・地方政府 政府支出【共通】	77.6	75.4	72.9	70.5	68.2	66.0	63.8	61.7	60.8	59.9	59.0
うち社会保障関連	20.0	20.6	20.9	21.5	22.1	22.7	23.3	23.7	24.1	24.9	25.7
財政赤字(SNA ベース)/名目 GDP【%】											
中央・地方政府(含:純利払い)	-7.7	-6.4	-5.4	-5.1	-4.8	-4.7	-5.0	-5.4	-6.1	-7.0	-8.0
中央・地方政府(除:純利払い)	-5.5	-4.4	-3.2	-2.4	-1.6	-0.9	-0.3	0.3	0.7	1.1	1.5
中央政府のみ(除:純利払い)	-5.6	-5.4	-4.4	-4.0	-3.7	-3.4	-3.1	-2.8	-2.6	-2.4	-2.1
長期債務残高/名目 GDP【%】											
中央・地方政府	156.6	161.7	163.0	165.9	167.4	168.6	170.0	172.2	175.6	178.2	181.0
国債のみ	94.3	98.7	100.7	104.1	106.8	109.6	112.8	116.8	121.8	126.4	131.4
金利【%】											
コール・レート[テイラー・ルール型]	0.001	0.715	0.801	0.829	0.909	0.960	0.988	1.014	1.152	1.188	1.283
10年国債 応募者利回り	1.265	1.668	2.022	2.123	2.520	2.948	3.318	3.473	3.979	4.665	5.550
約定貸出平均金利 長期 新規	1.621	1.968	2.041	2.087	2.170	2.272	2.337	2.391	2.519	2.545	2.706

財政投融资制度の変革と政府債務

3) Case 2-C

郵貯・簡保の規模は従来どおりとし、2007年度から即時的に市場原理に則った資金運用へ完全移行するケース

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
総供給【兆円】											
潜在 GDP	574.2	572.6	583.9	587.7	592.1	597.2	602.1	608.1	613.4	618.9	624.6
実質 総需要【兆円】											
実質 国内総支出 (成長率)	558.3	567.7	578.6	584.8	593.0	600.2	607.1	611.9	616.2	627.8	638.9
		(1.7%)	(1.9%)	(1.1%)	(1.4%)	(1.2%)	(1.1%)	(0.8%)	(0.7%)	(1.9%)	(1.8%)
実質 民間消費	305.3	309.5	313.0	315.5	318.4	320.3	321.8	321.6	320.8	324.7	328.0
実質 民間住宅投資	18.0	17.8	19.5	19.4	20.5	21.9	23.1	23.1	22.4	23.5	24.2
実質 民間設備投資	93.4	96.6	101.7	104.5	107.3	109.1	111.1	112.8	113.5	114.7	115.7
実質 輸出【共通】	69.2	71.9	76.8	81.1	85.8	90.9	96.4	102.5	109.1	116.3	124.2
実質 輸入(控除)	50.2	53.0	55.3	56.7	58.0	59.2	60.3	61.0	61.5	62.9	64.7
名目 総需要【兆円】											
GDP デフレーター	0.909	0.907	0.915	0.923	0.932	0.945	0.958	0.972	0.984	0.994	1.010
名目 国内総支出 (成長率)	507.4	514.7	529.6	539.7	552.8	567.0	581.7	595.0	606.6	624.3	645.2
		(1.4%)	(2.9%)	(1.9%)	(2.4%)	(2.6%)	(2.6%)	(2.3%)	(2.0%)	(2.9%)	(3.3%)
政府財政(名目)【兆円】											
中央・地方政府 税収	77.9	82.9	85.7	87.3	89.4	91.6	93.9	95.6	96.7	99.4	102.6
中央・地方政府 利払い費	14.0	13.8	15.4	18.2	21.5	30.6	39.8	47.6	56.6	67.5	82.4
中央・地方政府 政府支出【共通】	77.6	75.4	72.9	70.5	68.2	66.0	63.8	61.7	60.8	59.9	59.0
うち社会保障関連	20.0	20.6	20.9	21.5	22.1	22.7	23.3	23.7	24.1	24.9	25.7
財政赤字(SNA ベース)/名目 GDP【%】											
中央・地方政府(含:純利払い)	-7.7	-6.4	-5.4	-5.1	-4.8	-5.6	-6.3	-6.8	-7.8	-8.9	-10.4
中央・地方政府(除:純利払い)	-5.5	-4.4	-3.2	-2.4	-1.6	-0.9	-0.2	0.4	0.7	1.1	1.5
中央政府のみ(除:純利払い)	-5.6	-5.4	-4.4	-4.0	-3.7	-3.4	-3.1	-2.8	-2.6	-2.4	-2.1
長期債務残高/名目 GDP【%】											
中央・地方政府	156.6	161.7	163.0	165.9	167.3	169.3	172.0	175.5	180.6	185.0	189.9
国債のみ	94.3	98.7	100.7	104.1	106.7	110.1	114.1	119.1	125.3	131.2	137.8
金利【%】											
コール・レート[テイラー・ルール型]	0.001	0.715	0.801	0.829	0.914	0.968	0.994	1.018	1.152	1.183	1.275
10年国債 応募者利回り	1.265	1.668	2.022	2.123	4.163	3.745	3.913	4.012	4.544	5.370	6.311
約定貸出平均金利 長期 新規	1.621	1.968	2.041	2.087	2.152	2.242	2.305	2.363	2.501	2.531	2.696

財政投融资制度の変革と政府債務

4) Case 2-D

郵便貯金の規模は縮小に向かいながらも、政府債務消化中心の資金運用を継続するケース

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
総供【兆円】											
潜在 GDP	574.2	572.6	583.9	587.7	592.1	597.1	602.1	608.0	613.3	618.7	624.4
実質 総需要【兆円】											
実質 国内総支出 (成長率)	558.3 (1.7%)	567.7 (1.9%)	578.6 (1.9%)	584.8 (1.1%)	592.7 (1.4%)	599.9 (1.2%)	606.8 (1.2%)	611.5 (0.8%)	615.9 (0.7%)	627.5 (1.9%)	638.6 (1.8%)
実質 民間消費	305.3	309.5	313.0	315.5	318.3	320.2	321.7	321.5	320.8	324.6	328.0
実質 民間住宅投資	18.0	17.8	19.5	19.4	20.5	22.0	23.2	23.2	22.5	23.6	24.4
実質 民間設備投資	93.4	96.6	101.7	104.5	107.1	108.8	110.6	112.3	113.1	114.3	115.2
実質 輸出【共通】	69.2	71.9	76.8	81.1	85.8	90.9	96.4	102.5	109.1	116.3	124.2
実質 輸入(控除)	50.2	53.0	55.3	56.7	58.0	59.2	60.2	60.9	61.4	62.9	64.7
名目 総需要【兆円】											
GDP デフレーター	0.909	0.907	0.915	0.923	0.932	0.944	0.958	0.972	0.984	0.994	1.009
名目 国内総支出 (成長率)	507.4 (1.4%)	514.7 (2.9%)	529.6 (2.9%)	539.7 (1.9%)	552.6 (2.4%)	566.5 (2.5%)	581.1 (2.6%)	594.2 (2.3%)	605.8 (1.9%)	623.5 (2.9%)	644.3 (3.3%)
政府財政(名目)【兆円】											
中央・地方政府 税収	77.9	82.9	85.7	87.3	89.3	91.5	93.8	95.4	96.6	99.2	102.4
中央・地方政府 利払い費	14.0	13.8	15.4	18.2	21.5	26.0	32.7	39.5	46.9	56.2	67.5
中央・地方政府 政府支出【共通】	77.6	75.4	72.9	70.5	68.2	66.0	63.8	61.7	60.8	59.9	59.0
うち社会保障関連	20.0	20.6	20.9	21.5	22.1	22.7	23.3	23.7	24.1	24.9	25.7
財政赤字(SNA ベース)/名目 GDP【%】											
中央・地方政府(含:純利払い)	-7.7	-6.4	-5.4	-5.0	-4.8	-4.8	-5.1	-5.5	-6.3	-7.1	-8.1
中央・地方政府(除:純利払い)	-5.5	-4.4	-3.2	-2.4	-1.6	-0.9	-0.3	0.3	0.6	1.1	1.5
中央政府のみ(除:純利払い)	-5.6	-5.4	-4.4	-4.0	-3.7	-3.4	-3.1	-2.8	-2.7	-2.4	-2.1
長期債務残高/名目 GDP【%】											
中央・地方政府	156.6	161.7	163.0	165.9	167.3	168.6	170.2	172.5	176.0	178.7	181.6
国債のみ	94.3	98.7	100.7	104.1	106.7	109.6	112.9	117.0	122.1	126.8	131.8
金利【%】											
コール・レート[テイラー・ルール型]	0.001	0.715	0.801	0.829	0.908	0.959	0.987	1.012	1.149	1.183	1.275
10年国債 応募者利回り	1.265	1.663	2.019	2.120	2.594	3.026	3.374	3.518	4.008	4.478	5.210
約定貸出平均金利 長期 新規	1.621	1.968	2.041	2.087	2.168	2.268	2.332	2.386	2.514	2.546	2.717

付表2 シミュレーション3：各ケースにおける主要な内生変数の予測結果

① 政府支出の削減：

Case 2-B を基準とし、2007年度以降の政府消費・公共事業を対前年比5.0%の削減で推移させるケース

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
総供【兆円】											
潜在 GDP	574.2	572.6	583.9	587.7	592.1	597.2	602.2	608.2	613.5	619.2	625.1
実質 総需要【兆円】											
実質 国内総支出 (成長率)	558.3 (1.7%)	567.7 (1.7%)	578.6 (1.9%)	584.8 (1.1%)	591.1 (1.1%)	597.0 (1.0%)	603.0 (1.0%)	606.9 (0.7%)	610.8 (0.6%)	620.9 (1.7%)	631.4 (1.7%)
実質 民間消費	305.3	309.5	313.0	315.5	317.6	319.0	320.2	319.7	318.9	322.1	325.4
実質 民間住宅投資	18.0	17.8	19.5	19.4	20.4	21.9	23.1	23.1	22.5	23.7	24.6
実質 民間設備投資	93.4	96.6	101.7	104.5	107.3	109.2	111.1	112.7	114.3	115.7	117.1
実質 輸出【共通】	69.2	71.9	76.8	81.1	85.8	90.9	96.4	102.5	109.1	116.3	124.2
実質 輸入(控除)	50.2	53.0	55.3	56.7	57.7	58.6	59.4	59.9	60.2	61.3	62.9
名目 総需要【兆円】											
GDP デフレーター	0.909	0.907	0.915	0.923	0.932	0.943	0.953	0.964	0.971	0.977	0.987
名目 国内総支出 (成長率)	507.4 (1.4%)	514.7 (1.4%)	529.6 (2.9%)	539.7 (1.9%)	551.0 (2.1%)	562.8 (2.1%)	574.7 (2.1%)	584.9 (1.8%)	593.4 (1.4%)	606.7 (2.2%)	623.0 (2.7%)
政府財政(名目)【兆円】											
中央・地方政府 税収	77.9	82.9	85.7	87.3	89.0	90.6	92.3	93.3	93.9	95.6	97.9
中央・地方政府 利払い費	14.0	13.8	15.4	18.2	21.5	25.6	31.7	37.8	44.5	52.3	62.5
中央・地方政府 政府支出【共通】	77.6	75.4	72.9	70.5	67.0	63.6	60.4	57.4	54.6	51.8	49.2
うち社会保障関連	20.0	20.6	20.9	21.5	22.1	22.6	23.2	23.6	23.9	24.6	25.4
財政赤字(SNA ベース)/名目 GDP【%】											
中央・地方政府(含：純利払い)	-7.7	-6.4	-5.4	-5.1	-4.7	-4.5	-4.7	-4.9	-5.4	-5.9	-6.7
中央・地方政府(除：純利払い)	-5.5	-4.4	-3.2	-2.4	-1.5	-0.7	0.1	0.7	1.3	1.8	2.4
中央政府のみ(除：純利払い)	-5.6	-5.4	-4.4	-4.0	-3.7	-3.4	-3.1	-2.9	-2.7	-2.5	-2.2
長期債務残高/名目 GDP【%】											
中央・地方政府	156.6	161.7	163.0	165.9	167.7	169.3	171.1	173.6	177.2	179.8	182.4
国債のみ	94.3	98.7	100.7	104.1	107.0	110.3	114.0	118.5	124.1	129.3	134.9
金利【%】											
コール・レート[テイラー・ルール型]	0.001	0.715	0.801	0.829	0.869	0.877	0.877	0.883	0.854	0.871	0.916
10年国債 応募者利回り	1.265	1.668	2.022	2.123	2.492	2.877	3.223	3.364	3.712	4.375	5.179
約定貸出平均金利 長期 新規	1.621	1.968	2.041	2.087	2.135	2.184	2.215	2.246	2.224	2.236	2.339

財政投融资制度の変革と政府債務

② 政府支出の削減＋消費税率引き上げ：

2007年度以降に「①政府支出削減」の想定に加えて消費税率を10%まで引き上げるケース

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
総供【兆円】											
潜在 GDP	574.2	572.6	583.9	587.7	592.1	597.3	602.5	608.4	613.5	618.9	624.5
実質 総需要【兆円】											
実質 国内総支出 (成長率)	558.3 (1.7%)	567.7 (1.9%)	578.6 (1.1%)	584.8 (-1.7%)	574.8 (1.5%)	583.2 (1.1%)	589.8 (0.7%)	594.1 (0.8%)	598.8 (1.9%)	610.0 (1.9%)	621.5 (1.9%)
実質 民間消費	305.3	309.5	313.0	315.5	301.4	302.8	303.8	303.8	303.6	307.5	311.5
実質 民間住宅投資	18.0	17.8	19.5	19.4	17.8	20.5	21.8	22.1	21.7	23.2	24.4
実質 民間設備投資	93.4	96.6	101.7	104.5	108.1	110.9	110.9	111.4	112.3	113.2	114.2
実質 輸出【共通】	69.2	71.9	76.8	81.1	85.8	90.9	96.4	102.5	109.1	116.3	124.2
実質 輸入(控除)	50.2	53.0	55.3	56.7	55.3	55.6	56.2	56.6	57.1	58.4	60.2
名目 総需要【兆円】											
GDP デフレーター	0.909	0.907	0.915	0.923	0.932	0.927	0.925	0.925	0.924	0.922	0.926
名目 国内総支出 (成長率)	507.4 (1.4%)	514.7 (2.9%)	529.6 (1.9%)	539.7 (-0.7%)	535.8 (0.9%)	540.6 (0.9%)	545.7 (0.7%)	549.7 (0.6%)	553.2 (1.7%)	562.5 (2.3%)	575.6 (2.3%)
政府財政(名目)【兆円】											
中央・地方政府 税収	77.9	82.9	85.7	87.3	97.3	97.7	98.2	98.3	98.1	99.5	101.7
中央・地方政府 利払い費	14.0	13.8	15.4	18.2	21.5	23.8	26.9	30.4	34.3	38.9	45.3
中央・地方政府 政府支出【共通】	77.6	75.4	72.9	70.5	67.0	63.6	60.4	57.4	54.6	51.8	49.2
うち社会保障関連	20.0	20.6	20.9	21.5	20.9	21.1	21.4	21.6	21.8	22.3	23.0
財政赤字(SNA ベース)/名目 GDP【%】											
中央・地方政府(含:純利払い)	-7.7	-6.4	-5.4	-5.1	-2.9	-2.7	-2.6	-2.6	-2.8	-2.9	-3.2
中央・地方政府(除:純利払い)	-5.5	-4.4	-3.2	-2.4	0.3	1.0	1.5	2.1	2.5	3.1	3.7
中央政府のみ(除:純利払い)	-5.6	-5.4	-4.4	-4.0	-2.0	-1.9	-1.7	-1.6	-1.5	-1.3	-1.0
長期債務残高/名目 GDP【%】											
中央・地方政府	156.6	161.7	163.0	165.9	170.6	172.5	174.1	176.1	178.4	179.0	178.8
国債のみ	94.3	98.7	100.7	104.1	108.7	112.0	115.5	119.5	124.0	127.8	131.2
金利【%】											
コール・レート[テイラー・ルール型]	0.001	0.715	0.801	0.829	0.487	0.430	0.504	0.562	0.594	0.682	0.788
10年国債 応募者利回り	1.265	1.668	2.022	2.123	2.057	2.192	2.525	2.603	2.883	3.481	4.178
約定貸出平均金利 長期 新規	1.621	1.968	2.041	2.087	1.819	1.665	1.804	1.899	1.951	2.047	2.220

財政投融资制度の変革と政府債務

③ 政府支出の削減＋消費税率引き上げ＋給与にかかる所得税・住民税の増税

2007年度以降に「②政府支出削減＋消費税率引き上げ」の想定に加え、給与にかかる所得税・住民税の所得弾性値を0.015引き上げるケース

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
総供 【兆円】											
潜在 GDP	574.2	572.6	583.9	587.7	592.1	597.4	602.6	608.5	613.6	618.9	624.4
実質 総需要 【兆円】											
実質 国内総支出 (成長率)	558.3 (1.7%)	567.7 (1.9%)	578.6 (1.9%)	584.8 (1.1%)	569.6 (-2.6%)	579.3 (1.7%)	586.1 (1.2%)	590.7 (0.8%)	595.7 (0.8%)	607.1 (1.9%)	618.7 (1.9%)
実質 民間消費	305.3	309.5	313.0	315.5	296.2	297.9	299.1	299.3	299.3	303.3	307.3
実質 民間住宅投資	18.0	17.8	19.5	19.4	16.8	20.1	21.5	21.9	21.6	23.2	24.4
実質 民間設備投資	93.4	96.6	101.7	104.5	108.7	111.5	110.9	111.1	111.9	112.7	113.7
実質 輸出【共通】	69.2	71.9	76.8	81.1	85.8	90.9	96.4	102.5	109.1	116.3	124.2
実質 輸入(控除)	50.2	53.0	55.3	56.7	54.5	54.7	55.3	55.8	56.3	57.7	59.5
名目 総需要 【兆円】											
GDP デフレーター	0.909	0.907	0.915	0.923	0.932	0.922	0.917	0.914	0.910	0.907	0.910
名目 国内総支出 (成長率)	507.4 (1.4%)	514.7 (1.4%)	529.6 (2.9%)	539.7 (1.9%)	531.1 (-1.6%)	534.0 (0.6%)	537.5 (0.6%)	540.0 (0.5%)	542.4 (0.4%)	550.8 (1.6%)	563.0 (2.2%)
政府財政(名目)【兆円】											
中央・地方政府 税収	77.9	82.9	85.7	87.3	100.4	100.4	100.7	100.5	100.2	101.6	103.8
中央・地方政府 利払い費	14.0	13.8	15.4	18.2	21.5	23.3	25.7	28.7	32.0	36.1	41.9
中央・地方政府 政府支出【共通】	77.6	75.4	72.9	70.5	67.0	63.6	60.4	57.4	54.6	51.8	49.2
うち社会保障関連	20.0	20.6	20.9	21.5	20.9	21.0	21.3	21.4	21.6	22.1	22.8
財政赤字(SNA ベース)/名目 GDP【%】											
中央・地方政府(含:純利払い)	-7.7	-6.4	-5.4	-5.1	-2.4	-2.1	-2.0	-1.9	-2.0	-2.1	-2.3
中央・地方政府(除:純利払い)	-5.5	-4.4	-3.2	-2.4	1.0	1.5	2.0	2.6	3.0	3.6	4.2
中央政府のみ(除:純利払い)	-5.6	-5.4	-4.4	-4.0	-1.7	-1.6	-1.5	-1.3	-1.2	-1.1	-0.8
長期債務残高/名目 GDP【%】											
中央・地方政府	156.6	161.7	163.0	165.9	171.5	173.4	174.9	176.6	178.6	178.6	177.6
国債のみ	94.3	98.7	100.7	104.1	109.5	112.8	116.3	120.3	124.7	128.1	131.3
金利【%】											
コール・レート[テイラー・ルール型]	0.001	0.715	0.801	0.829	0.367	0.300	0.403	0.477	0.529	0.634	0.753
10年国債 応募者利回り	1.265	1.668	2.022	2.123	1.952	2.030	2.389	2.471	2.753	3.353	4.042
約定貸出平均金利 長期 新規	1.621	1.968	2.041	2.087	1.715	1.507	1.687	1.804	1.879	1.997	2.186