

財政投融资制度改革と政府債務管理 資金循環の変化が政府債務の維持可能性に及ぼす影響の実証分析

財務省 財務総合政策研究所 中田 真佐男 *

《報告要旨》

2003 年度末の国・地方の債務残高は 695 兆円に達している。残高自体が巨額であることに加え、近年は主に 2 つの要因から政府債務の調達金利の上昇が懸念されている。

第 1 に、日本経済がようやく景気低迷から脱しつつある。平成不況以降、銀行は BIS 規制をクリアするために企業向け貸出を抑制してきた。しかし、企業業績が回復すればデフォルト・リスクも下落し、企業向け貸出の実質収益率は高まる。この結果、公債から企業向け貸出へと資金運用がシフトすれば、公債利回りに上昇圧力がかかる。第 2 に、2001 年度に始まった財政投融资制度改革がかなり進展してきた。加えて、経済財政諮問会議でも郵政民営化の方向性が定まりつつある。郵便貯金や簡易保険などによる資金の完全自主運用が確立され、さらに、民営化後の郵貯や簡保が民間金融機関と対等の条件で競争することになれば、これまでの公債中心のポートフォリオ構成も変化する可能性が高い。こうした資金循環構造の変化は公債利回りの決定にも影響を及ぼしうる。公債利回りの上昇が続けば政府の利払い負担が重くなり、さらなる公債発行が避けられなくなる。ゆえに、今後の財政運営上、政府債務の適切な管理は極めて重要である。

本稿では、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、企業のデフォルト・リスクの低下や財投制度改革の進展による資金循環構造の変化が政府債務残高に及ぼす影響をシミュレーションする。マクロ計量モデルによる公的債務残高のシミュレーションは、吉田・霧島（1997）などによっても行われている。しかし、わが国の資金循環構造をモデル化した分析は吉野・中田（2002）や亀田（2004）などに限られる。さらに、本論文のように財政投融资改革にともなう公的金融部門の制度変更まで精緻に定式化した研究は、筆者の知る限りこれまでは存在しない。

分析の結論は以下のように要約される。郵便貯や簡保の資金を公債保有から民間部門への資金供給へシフトさせると、長期的には税収増加を通じて政府債務の削減につながる。しかし、既発政府債務残高の水準が十分に大きい現状では、短期的には従来どおりに公債を保有し続けたほうが、むしろ政府債務残高が抑制される。よって、民営化によって郵便貯や簡保の経営効率性を高める方向性に異論はないものの、改組後の郵便貯金等の資産構成は、（新旧勘定の別にかかわらず）当面は公債保有を中心とすることが望ましい。ただし、中長期的には貸出を含めた民間部門への資金供給を本格化させることで総需要が刺激されて税収が増加し、さらに政府債務残高を抑制することが可能になっていくと考えられる。

* 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。また、本稿における誤謬は全て筆者に帰するものである。（E-Mail : masao.nakata@mof.go.jp）

《討論者からのコメント》

東北大学 佃 良彦

〔目的と結論〕

国・地方を合計した日本政府の長期債務残高が膨大(2003年度末695兆円)であること、郵政民営化がホットな政治課題に上っていることを背景として、本論文は郵便貯金・簡易保険の資産運用の変化が政府債務に及ぼす影響を民間金融機関や財政投融资部門のバランスシートを明示したマクロ計量モデルを用いて分析する。2020年までのシミュレーション結果に基づき、本論文は、政府債務残高を増やさない観点からすると、郵便貯金・簡易保険は現在の公債保有を民間部門向けに叙々にシフトするのが望ましいとの主要な結論を得る。現実経済の緊急な課題に、実証分析に基づき一つの政策提言を行っている点に本論文の貢献がある。

〔コメント〕

以下のコメントは主としてモデル作成と推定・予測の技術的側面からなされる。評者は本論文の結論に異存がないことを初めに表明する。

本論文で使用されるマクロモデルは95個の内生変数から成る非線形連立方程式体系の大規模モデルである。私にはモデルが大きすぎて全体像が見え難い。民間金融部門・公的金融部門に焦点を当て、それ以外の部門は集計した小規模モデルの方がモデルの働きが単純で見え易くなるように思われる。

モデルの推定に単純最小二乗法(OLS)を採用する理由として、著者は「OLSは頑健である」と主張しているが、どのような意味で「頑健」であるのか。一般に、連立方程式モデルではOLSは漸近的にも不偏推定量ではなく、統計理論的には望ましくない。連立方程式モデルの推定にOLSが頑健であることは証明すべきことであり自明ではない。OLSが利用される唯一の理由は、統計的性質はさておき、OLSは機械的に推定値を計算できることであると私は考える。

コメント2とも関連するが、OLS推定によって係数の仮説検定(F-検定やt-検定)を行うと名目的有意水準と実際の有意水準は大きく異なる場合がしばしば存在するので注意を要する。例えば、5%有意水準で検定しても、実際の有意水準は20%ということもあり得る。

シミュレーションは外生変数の値を所与とした条件付予測である。従って、本論文では2020年までの外生変数を何らかの方法で予測(想定)せねばならない。外生変数の想定如何によっては、シミュレートされた変数の予測経路は変わる。本論文ではこの点を

明示していない。大規模モデルでは多数の外生変数があり、それらの想定経路の組合せはさらに複雑となる。この点からも小規模モデルの方が大規模モデルよりも意味づけが容易であると思われる。

《討論者からのコメントに対するリプライ》

コメント および への回答

モデルの規模（特に実物部門）が大きすぎることにより、たしかに分析の焦点がとらえづらくなっているかもしれない。この点については検討・修正を加えたい。

コメント への回答

本論文のマクロ計量モデルは規模が大きく、かつ推定に用いる標本数が少ない。このため、2段階最小二乗法を用いようとしても操作変数の数が標本数を上回ってしまい、望ましい推定ができない。かといって、アドホックに操作変数を選択しても、推計結果に恣意性が生じうる。また、2段階最小二乗法を最小する条件が整っていなければ、3段階最小二乗法を用いることもできない。このように、OLS以外の推定法を用いても一致推定量、漸近的有効推定量が得られることが期待できない。よって、シンプルにOLSの係数推定値を採用した。つまり、まさに佃氏の指摘どおり「統計的性質はさておき、OLSは機械的に推定値を計算できること」を重視している。「ルーカス批判」に代表されるマクロ計量モデルの限界をふまえると、モデルの構築にあたっては妥当なパラメータが設定されれば十分であり、係数推定値の統計的な頑健性をことさら追求する必要はないと考えている。

コメント への回答

小標本の場合、佃氏の指摘が顕在化しやすいことは認識している。本モデルにおいて、かなりのパラメータ推定値の有意確率は0.1%を下回っているが、この点については十分に注意したい。