

“財政政策”を考える

[2026年2月]

(目次)

はじめに

標準的なモデルを用いると、どんなことがいえるのか？

では、実証分析はどうなっているのか？

経済主体の異質性を考えてみよう（企業編）

経済主体の異質性を考えてみよう（家計編）

GDP 成長とインフレによる税収増で、増税なしに政府債務を返しきる？

低金利下の財政政策： $r < g$ ならばプライマリーバランスの黒字化は必要ない？

各国は政府債務残高とどのように向き合ってきたか？

国債の安定的な消化について

政府債務のデフォルトについて①：過去の財政破綻の例

政府債務のデフォルトについて②：財政破綻リスクと財政出動、財政余力

（参考）積極財政と緊縮財政

はじめに

近年は、財政政策が非常に話題となっています。ただ、これまでどんな研究が行われているのかについては、自分自身あまり知らないな、と思ったので、いくつか研究を調べてまとめてみました。

研究自体はいろいろなものがあるみたいなのですが、自分としては大きく2つのテーマについてみてみようかなと考えています。

1つ目は、財政政策による景気刺激策を分析した研究になります。調べてみると、初期のころは新古典派的な動学的確率的一般均衡モデル（DSGE モデル）を用いた分析がちらほらみられ、2000年代になると、価格の硬直性をモデルに組み込んだ、ニューケインジアンタイプの DSGE モデルを用いた分析が行われているみたいです。また、それと同時に、実証分析も各国で行われています。

全体的に調べてみた印象としては、実証分析の研究については議論が比較的収束しつつある部分と、まだまだこれからという部分とあるように思いますし、モデルを用いた分析については、今もいろいろ新しい形の DSGE モデルを用いて研究が行われているようです。

もう1つは、政府債務のデフォルトリスクに関する研究です。このきっかけは、たまたまなのですが、新興国経済の論文を読んだことにあります。その割には、この後の部分でそんなには新興国を扱わないので、ここで少し書かせていただくと、Neumeyer and Perri (2005)や Aguiar and Gopinath (2007)が先進国と新興国のマクロデータの分析を行っているのですが、これらの研究では、例えば小国開放経済的な先進国の場合、総所得の変動と比べて総消費の変動が小さくなる傾向があるのに対して、新興国の場合には、総所得よりも総消費の変動の方が大きくなるという事実を指摘しています。

経済学的な考え方でいえば、先進国のデータの動きというのは納得で、つまりは、景気拡大期に得られる余剰所得の一部を貯蓄して、不況期にはこれを活用することで消費の落ち込みを緩和させるという考え方に合致するものになります。

一方で新興国の場合には、景気拡大期には国内の消費・投資需要が大幅に拡大しますが、国内の投資環境は十分とはいえないため、外国からの資本流入を必要とします。こうした海外からの資本流入は、国際的な金融市場の状況や国内のファンダメンタルズの変化によって、突然の流入停止や逆流といったことが起こり（こうした現象は“サドン・ストップ”とも呼ばれています）、その結果として急激に経済が引き締まり、大幅な景気後退に繋がります。これが新興国の消費の変動性の大きさに繋がっています。

実は、いろいろと調べてみると、こうした金融環境の特徴は、民間の債務だけではなく国債でもあてはまることが指摘されています。Neumeyer and Perri (2005)、Garca-Cicco, Pancrazi, and Uribe (2010)、Alvarez-Parra, Brandao-Marques, and Toledo (2013)といった研究では、新興国政府が発行する国債の価格（つまり、海外投資家が購入可能と判断する国債価格）について、所得が増加すると上昇し、減少すると低下することを示しています。つまり、所得が高い程、新興国は良い条件で国債を発行できますが、所得が下がって

くると、国債の発行条件は悪化していくことになります。また、これらの論文ではもう1つ重要な発見をしていて、国債の発行残高が増加していくと、新興国が発行できる国債の価格が低下するとしています。

このため、新興国経済を分析する人たちは、こうした特徴を考慮したモデルを構築する必要に迫られるのですが、実はさらにもう1つ考えなければならないことがあります。それは何かというと、新興国では時々政府債務がデフォルトすることが知られている、ということです。Asonuma and Trebesch (2016)および Asonuma, Niepelt, and Ranciere(2023)で構築されたデータセットでは、1970年以降の政府債務のデフォルトが200件以上記録されています。2022年末では、新興国の債務不履行に陥った国債の割合は、新興国のGDPの2%を占めています。このため、新興国経済の分析を行うモデルの中には、政府がデフォルトを起こすか否かを選択することを組み込んだものがあり、ソブリンデフォルトモデルと呼ばれています。

実際書いた内容としては、いほど新興国の話が入っていないのですが（本当にたまたまなのですが）、こうした手法は先進国経済の分析にも用いられていて、そういった話や、他にも関連するような話を整理しました。

標準的なモデルを用いると、どんなことがいえるのか？

ここからはまず、財政政策による景気刺激策の効果を分析した研究についてみていきたいと思います。財政政策の研究は、いわゆる政府消費の研究、所得移転の研究、税制の研究があります。今回はこの中でも政府消費と所得移転の研究をみていければと思います。

因みに、政府消費というのは、政府が提供する公共サービスのために消費する支出を指していて、具体的には教育、医療、防衛、インフラ整備などの分野での支出が該当します。例えば、比較的大きなウェイトを占めている支出として、健康保険組合などの公的医療保険制度が本人負担分以外の医療費を保険者として医療機関に支払う部分があります（図表1の社会保障基金の現物による社会保障給付）。

図表 1.一般政府の最終消費とその内訳（2023 年度）

(10億円)

	2023年度			
	中央政府	地方政府	社会保障基金	合計
一般政府最終消費支出 計	19,412.4	50,439.8	52,606.2	122,458.4
(内訳)				
雇用者報酬	5,785.1	21,999.4	690.2	28,474.8
固定資本減耗	6,935.3	14,142.6	26.9	21,104.8
現物による社会保障給付	0.0	0.0	50,420.0	50,420.0
その他	6,692.0	14,297.8	1,469.1	22,458.8

(出所) 内閣府「2023 年度（令和 5 年度）国民経済計算年次推計」より筆者作成

ここでは 2 期間のニューケインジアンモデルを用いて、標準的なモデルから、どのような結果が得られるかみていきたいと思います。

政府部門については、こう考えます。政府は 0 期、1 期にそれぞれ G_0 、 G_1 の政府消費を行います。この支出の原資は、0 期目は国債を発行して賄い、1 期目については、国債の償還と G_1 分を家計から T_1 の一括税を徴収して賄います。そのため、政府の予算制約式は $P_0G_0=B_0$ 、 $P_1G_1+(1+i)B_0=T_1$ となります。また、家計は政府消費から効用を得ることはないとしします。

その上で、モデルは家計部門、製品を生産する生産企業部門、生産された製品を買い取って家計に販売する小売企業部門があると考えます。

家計部門については、効用関数、制約式それぞれ、次のようにします。

$$\max_{C_0, C_1, A_0, l_0} u(C_0) - v(l_0) + \beta u(C_1)$$

$$P_0C_0 + A_0 = W_0l_0 + D_0$$

$$P_1C_1 = (1+i)A_0 + W_1l_1 + D_1 - T_1$$

生産企業部門は次のようにします。

$$\max_{L_0, L_1} D_0 + \frac{1}{1+r} D_1$$

$$D_0 = p_0A_0L_0 - W_0L_0$$

$$D_1 = p_1A_1L_1 - W_1L_1$$

また、小売企業部門では、以下のように価格設定を行うとします。

$$P_0 = (1 - \lambda) \frac{\eta}{\eta - 1} p_0 + \lambda P_0^*$$

$$P_1 = \frac{\eta}{\eta - 1} p_1$$

ここで、P は小売価格、C は消費、A は貯蓄、i は利子率、W は賃金、l は労働供給、D は企業の利益（配当）、T は一括税、B は国債、p は卸売価格、L は労働需要です。また、 $\eta / \eta - 1$ はマークアップで、卸売価格 p は限界費用なので、 $(\eta / \eta - 1) p$ は最適な小売価格といえます。

ただ、今回のモデルは価格の硬直性があると考えているため、0 期については、完全に最適な価格とはならず、一定程度 $(1 - \lambda)$ だけ反映されるとしています（一方で、1 期目は最終期なので、価格は最適なものが反映されるとしています）。

最後に、市場清算条件は、

$$C+G=AL(0 \text{ 期、1 期})$$

$$l=L(0 \text{ 期、1 期})$$

となります。この均衡条件は、

(1) 家計の労働供給

$$u'(C_0) \frac{W_0}{P_0} = v'(L_0) \quad (l_0=L_0 \text{ を代入})$$

(2) オイラー方程式

$$u'(C_0) = \beta(1 + i) \frac{P_0}{P_1} u'(C_1)$$

(3) 企業の労働需要曲線

$$A=W/p \quad (0 \text{ 期目、1 期目})$$

(4) 小売企業の価格設定

$$P_0 = (1 - \lambda) \frac{\eta}{\eta - 1} p_0 + \lambda P_0^*$$

$$P_1 = \frac{\eta}{\eta - 1} p_1$$

(5) 市場清算条件

$$C+G=AL(0 \text{ 期目、1 期目})$$

となります。(1) と (2) については、 $u(C) = \frac{C^{1-\sigma}}{1-\sigma}$ 、 $v(L) = \bar{v} \frac{L^{1+\nu}}{1+\nu}$ を代入して、

$$(1) : C_0^{-\sigma} \frac{W_0}{P_0} = \bar{v} L_0^v, (2) : C_0^{-\sigma} = \beta(1+i) \frac{P_0}{P_1} C_1^{-\sigma}$$

とかけます。

ここで、(4) の P_0 の式に (3) と (1)、(5) を代入します。

$$\begin{aligned} P_0 &= (1-\lambda) \frac{\eta}{\eta-1} \frac{W_0}{A_0} + \lambda P_0^* = (1-\lambda) \frac{\eta}{\eta-1} \frac{C_0^\sigma \bar{v} L_0^v}{A_0} P_0 + \lambda P_0^* \\ &= (1-\lambda) \frac{\eta}{\eta-1} \frac{(A_0 L_0 - G_0)^\sigma \bar{v} L_0^v}{A_0} P_0 + \lambda P_0^* \end{aligned}$$

これを整理すると、

$$P_0 = \frac{1}{1 - (1-\lambda) \frac{\eta}{\eta-1} \frac{(A_0 L_0 - G_0)^\sigma \bar{v} L_0^v}{A_0}} \lambda P_0^*$$

という関係が得られます。 $\lambda \geq 0$ としているので、 L_0 が増加すると P_0 も増加しますが、これは製造企業の労働需要が増加すると、最終的に小売価格が増加するという式ですが、これはマクロでみた時に、企業サイドの限界費用の増加と価格の増加の関係式となっているため、フィリップス曲線であることがわかります。

もう一つ、(2) について、

$$C_0 = \left(\beta(1+i) \frac{P_0}{P_1} \right)^{-1/\sigma} C_1$$

と変形して、ここに (5) を代入することで、

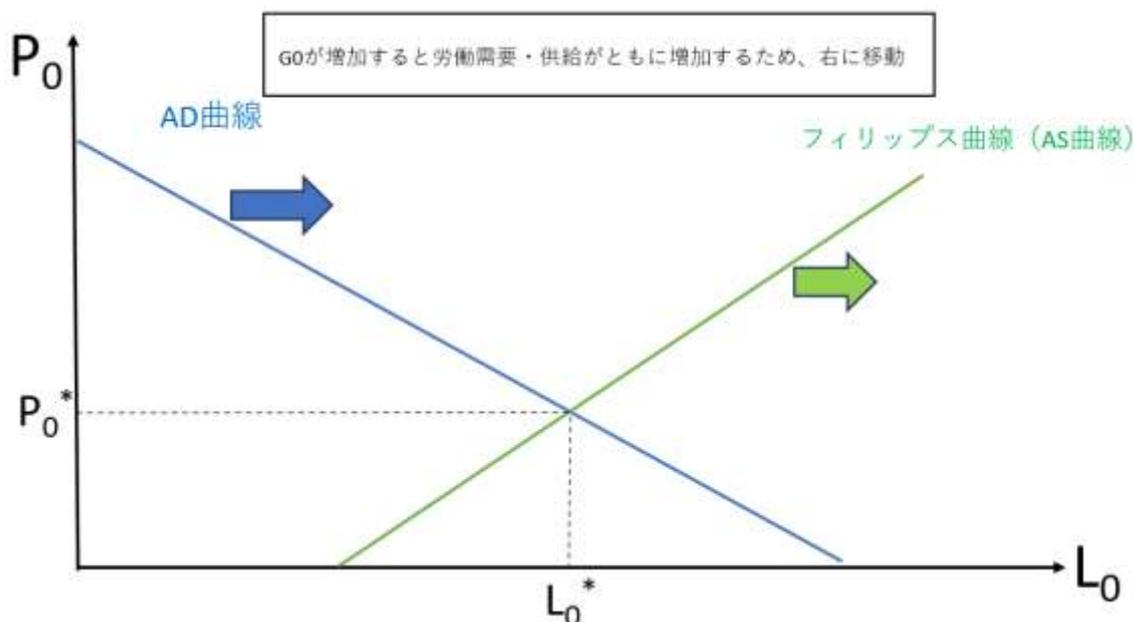
$$A_0 L_0 - G_0 = \left(\beta(1+i) \frac{P_0}{P_1} \right)^{-1/\sigma} (A_1 L_1 - G_1)$$

から、

$$L_0 = \frac{1}{A_0} \left(\left(\beta(1+i) \frac{P_0}{P_1} \right)^{-1/\sigma} (A_1 L_1 - G_1) + G_0 \right)$$

という式を得ます。この式は総需要曲線で、一方で先ほどのフィリップス曲線は総供給曲線なので、この2本の式から AS-AD ダイアグラムを書くことができます (図表2)。これを用いながら、みていこうと思います。

図表 2.AS-AD ダイアグラム ($0 < \lambda < 1$ のケース)



(出所) 筆者作成： P_0^* 、 L_0^* をスタート地点の値として進めます。

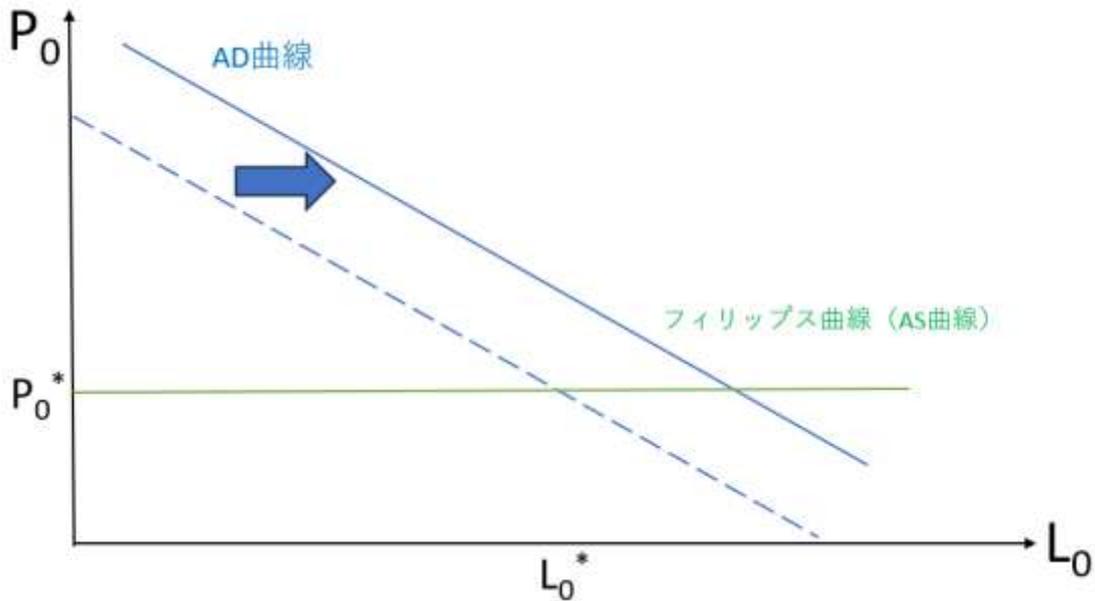
とりあえず、大まかな方向性をみてみましょう。まず、総需要曲線（AD 曲線）ですが、 G_0 が上昇すると、同じ P_0 に対して、 L_0 は増加することになります。一方でフィリップス曲線（AS 曲線）ですが、こちらについても、 G_0 が上昇するときに、同じ P_0 に対して、 L_0 が増加します。

一体、これは何が起きているんだということですが、 G_0 が上昇する場合、企業にとっては世の中の総需要が増加することになるため、労働需要が生まれます。一方で家計にとっても、 G_0 が上昇する時、その財源は B_0 なわけですが、要は第1期（将来）の増税で賄うことになるということで、0期の家計にとっては一見関係がないように思えるのですが、家計は消費を生涯で平準化する特性があるので、将来（第1期）の増税というの、 C_0 の低下要因となってしまいます（リカードの等価定理）。こうした事情から、家計の側としても、労働供給 l_0 を増加させることになるわけです。市場清算条件から、 $l_0=L_0$ であるため、それがどの辺でバランスするんだということになるのですが、次は λ の値を変えてみていこうと思います。

最初に $\lambda = 1$ の時のケースをみていこうと思います。この場合、フィリップス曲線の形が変わるのですが、今の場合、 $P_0 = P_0^*$ となります。これはつまり、完全に価格が硬直的な経済のケースといえ、グラフにした場合には、横一直線の直線となって、総需要曲線とあわせると、図表3のように書くことができます。

では、 G_0 が増加するとどうなるのかというと、価格は変わらず、同じ価格水準に対して、 L_0 が増加するところにAD曲線とAS曲線の交点ができる、ということになります。

図表 3. AS-AD ダイアグラム ($\lambda=1$ のケース)



(出所) 筆者作成

また、もう少し話を進めて、産出 Y_0 に対してどんな影響があるのか（つまり、財政乗数がどうなるのか）を考えてみましょう。今の場合、 $Y_0=C_0+G_0$ であるので、 G_0 が増加する時の Y_0 の増加というのは、

$$\frac{dY_0}{dG_0} = \frac{dC_0}{dG_0} + 1$$

と書くことができます。この時、 dC_0/dG_0 がどうなるんだということですが、これについては、先ほど導出した $C_0 = (\beta(1+i)\frac{P_0}{P_1})^\sigma C_1$ をみていただきたいのですが、今の場合、価格が完全に硬直的なので、 C_0 は変わらないことがわかります。そのため、 $dC_0/dG_0=0$ となり、トータルとしても、

$$\frac{dY_0}{dG_0} = \frac{dC_0}{dG_0} + 1 = 1$$

となります。要は価格が完全に硬直的な今回のような場合には、 G_0 の増加に対する労働需要と労働供給の増加のバランスするポイントは、買い手である家計の側にとっても、生産して財を供給する企業の側にとっても、丁度影響があった分を補うだけの結果を生むということになります。

さて、では実際の研究では、完全に価格が伸縮的なモデルや、ある程度の価格硬直性がある（徐々に価格が調整されるような）モデルが用いられるわけですが、次にそういった場合にどうなるのかをみていこうと思います。とりあえず、完全に価格が伸縮的になる $\lambda=0$ の場合をみてみようと思います。

この場合も、影響を受けるのはフィリップス曲線になるのですが、一度最終的なフィリップス曲線の式の形の1つ前に戻って、

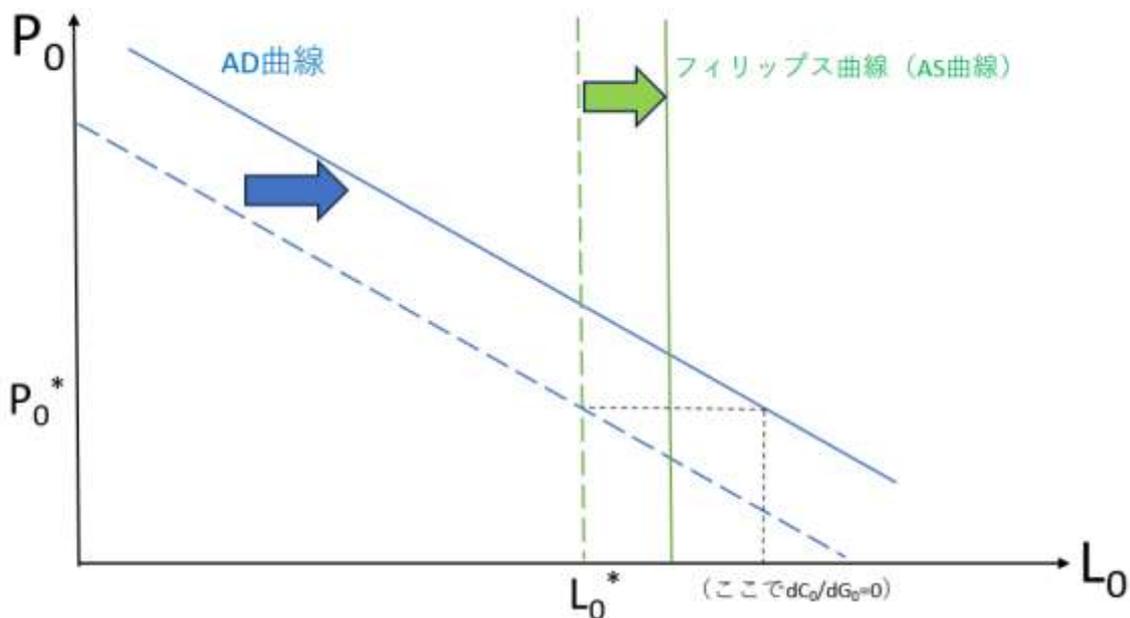
$$P_0 = (1 - \lambda) \frac{\eta}{\eta - 1} \frac{(A_0 L_0 - G_0)^\sigma \bar{v} L_0^v}{A_0} P_0 + \lambda P_0^*$$

に $\lambda=0$ を代入すると、

$$1 = \frac{\eta}{\eta - 1} \frac{(A_0 L_0 - G_0)^\sigma \bar{v} L_0^v}{A_0}$$

とかけます。これはつまり、縦に一直線なフィリップス曲線になるということになります。グラフにすると図表4のようになります。

図表4. AS-AD ダイアグラム（ $\lambda=0$ のケース）



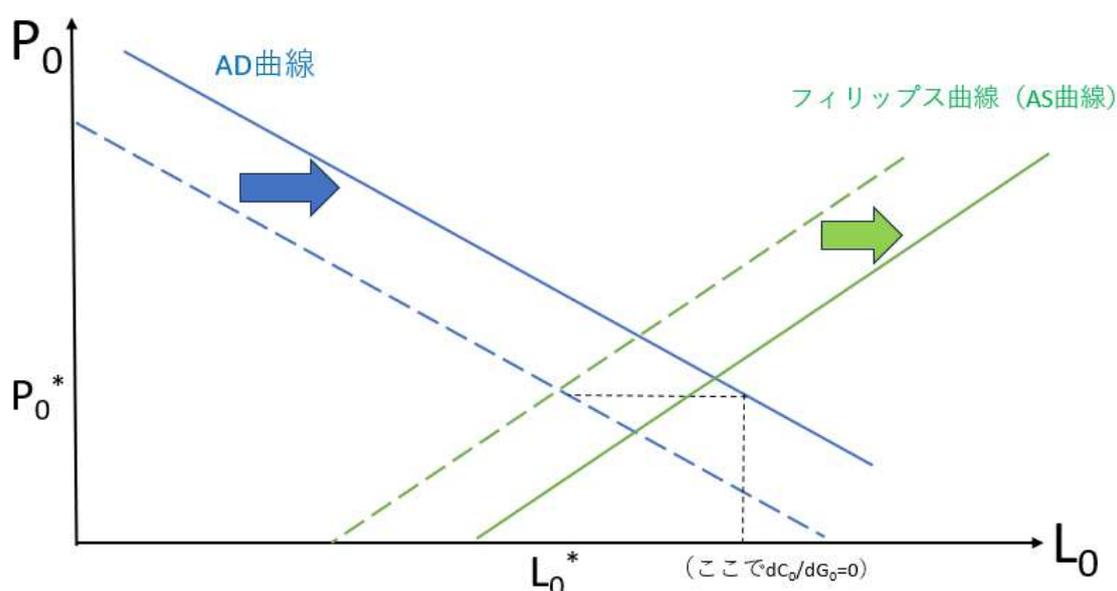
(出所) 筆者作成

今回の場合も、 G_0 が増加すると労働需要・労働供給ともに増加します。ただ、今回の場合には、価格が伸縮的であるため、価格の調整も同時に行われ、今回の場合は価格の上昇方向

に調整されて、 C_0 にとっては下押し要因になります。価格が完全に硬直的な場合には C_0 は全く影響を受けないのですが、伸縮的な場合には労働需要・労働供給のバランスするポイントは、完全には C_0 の減少をカバーするにはいたらず、結果として C_0 は減少します。つまり、先ほどの dC_0/dG_0 がマイナスという結果になります。

その中間 ($0 < \lambda < 1$) の場合にも、結果は同じように、 dC_0/dG_0 はマイナスになります。因みに、ここまで書いてきたグラフとしては、図表5のようになります。

図表5. AS-AD ダイアグラム ($0 < \lambda < 1$ のケース)



(出所) 筆者作成

ここまでの結果を踏まえると、新古典派的なモデルやニューケインジアン型のモデルでは、 dY_0/dG_0 は 1 よりも小さいということになります。実際に初期の研究ではそういった結果が得られていて、例えば Baxter and King(1993)では、新古典派的なモデルを用いてシミュレーションを行い、政府消費、労働供給、生産の間には正の相関、つまり政府消費の増加は将来の増税をもたらし、恒常所得を減少させるために労働供給が増加して、それにより生産も増加することを示し、一方で家計の消費は減少することを示しています。また、Gali, Lopez-Salido, and Valles(2007)ではニューケインジアンモデルによる分析を行い、標準的なニューケインジアンモデルの場合には、やはり政府消費の増加に対して、家計の消費が減少することを示しています。

因みに、ここまでは政府消費政策の効果についてみてきたのですが、所得移転政策についても考えてみましょう。このためには、先ほどのモデルを一部書き換える必要があるので

すが、変更箇所はそこまで多くはなく、一つ目は政府の予算制約式を $P_0G_0 + \text{Tra}^0 = B_0$ とすること、そしてもう一つは、家計の0期の予算制約式を

$$P_0C_0 + \text{Tra}^0 + A_0 = W_0l_0 + D_0$$

とすることです。均衡条件の式は変わりません。このとき、

$$C_0 = \left(\beta(1+i)\frac{P_0}{P_1}\right)^{-1/\sigma} C_1$$

について考えます。家計の0期、1期の予算制約式を用いて、

$$C_0 = \left(\beta(1+i)\frac{P_0}{P_1}\right)^{-1/\sigma} \cdot \frac{1}{P_1} ((1+i)(W_0l_0 - P_0C_0 - \text{Tra}^0) + W_1l_1 + D_1 - T_1)$$

式を変形して

$$\begin{aligned} & \left(1 - \left(\beta(1+i)\frac{P_0}{P_1}\right)^{-1/\sigma} \cdot \frac{P_0}{P_1}(1+i)\right) C_0 \\ &= \left(\beta(1+i)\frac{P_0}{P_1}\right)^{-1/\sigma} \cdot \frac{1}{P_1} ((1+i)(W_0l_0 - \text{Tra}^0) + W_1l_1 + D_1 - T_1) \end{aligned}$$

となります。この両辺を Tra^0 で微分して、

$$\left(1 - \left(\beta(1+i)\frac{P_0}{P_1}\right)^{-1/\sigma} \cdot \frac{P_0}{P_1}(1+i)\right) \frac{dC_0}{d\text{Tra}^0} = \left(\beta(1+i)\frac{P_0}{P_1}\right)^{-1/\sigma} \cdot \frac{1}{P_1} \left(- (1+i) - \frac{dT_1}{d\text{Tra}^0}\right)$$

となりますが、家計の予算制約式から、 $dT_1/d\text{Tra}^0 = -(1+i)$ なので、これを右辺に代入すると右辺は0となり、ここから、 $dC_0/d\text{Tra}^0 = 0$ となります。

つまり、標準的なニューケインジアンモデルから得られる所得移転効果は、0ということになります。これは先ほどのリカードの等価定理で、家計は、0期の所得移転は1期の増税によってまかなわれることに気づいてしまうため、もともと家計が持っている消費を平準化する特性から、0期の消費は増やさず、貯蓄に回してしまう、ということになります。

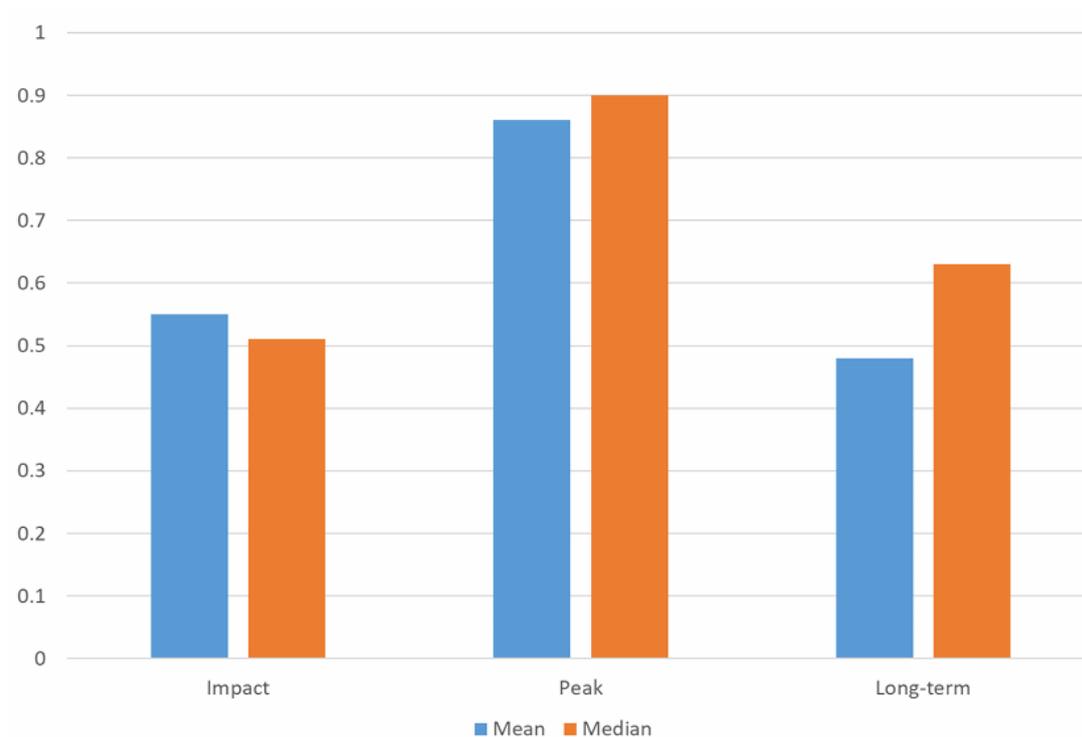
では、実証分析は怎么样了のか？

では次に、実証分析の結果についてみていこうと思います。

ここでは、政府消費と所得移転の効果それぞれについてみていこうと思いますが、まずは比較的研究が多い、政府消費の方の研究をみていこうと思います。

Salmon(2025)では、政府消費の実証分析の研究をサーベイしています。これによると、インパクト時点の財政乗数は平均が 0.55 で中央値が 0.51 であり、2/3 以上は 0.60~0.70 の範囲に収まっているとしています。また、ピークの乗数の値については、平均が 0.86 で中央値が 0.90 であり、2/3 が 0.70~1.20 の範囲に収まっていて、長期の乗数の値については、平均が 0.48 で中央値が 0.63 となり、ほとんどが 0.40~0.80 の範囲に収まっているとしています。

図表 6.実証分析で得られている財政乗数の値



(出所) Salmon(2025)

因みに、この数字は、これよりは古いですが有名なサーベイ論文である Ramey(2019)や、最近のサーベイである Hlavacek and Ismayilov(2024)とも近いといえます。

また、財政乗数は、時系列でみると緩やかに上昇して、その後低下するというのが一般的な形といえます。これは、財政刺激策の初期効果は比較的弱いのですが、経済における乗数効果などのメカニズムによって、時間の経過とともに効果が増幅されていき、ただ、経済が調整されていくことによって、長期的にはクラウディングアウトやリカードの等価定理の効果が強くなっていくというようなイメージだといえます。

いずれにしても、この範囲だと、前回の標準的なモデルの説明は“そんなに悪くない”ということになるみたいです。

その他に、政府消費の財政乗数というのは、実はいつでも一定というわけではなく、様々な要因で変動することが指摘されています。その中の1つとして、景気循環に依存して財政乗数が変わるという話があります（上の数字はあくまで平均的なもので、好景気と不景気でバラつくというイメージです）。

この基本的なイメージとしては、好景気時には政府消費の財政乗数が低くなり、不景気時には財政乗数が大きくなるというものです。なぜかといえば、好景気時には、そもそも経済資源の余剰が少ないので、そこで政府消費を増やしてしまうと、民間の消費が下がるという、前回の理論の説明みたいなことが起こるのに対して、不景気時には、逆に経済資源の余剰が多くあるので、財政乗数は大きくなるためです。

では、この数字がどうなのか、ということなのですが、これについても、一部の研究では、不景気時には財政乗数が1を超えると分析しているのですが、これまでの研究をトータル的に考慮すると、不景気の時でも財政乗数は1を下回るという計測結果になってきているみたいです。先ほどの Ramey(2019)でも、景気後退期における財政乗数増加の証拠について、“脆弱であり、最も確固とした結果は、これらの期間における乗数が1以下になることを示している”と述べています。

（注）もっと昔のサーベイ論文（Baunsgaard et al.(2014)）をみると、景気後退時の財政乗数は1を超える値という計測結果が推されているのですが……それだけ研究が進んできたということだと思います。

また、財政政策が注目されるシチュエーションとして、金融緩和が限界にくる状況というのが考えられます。この状況というのが、一般にゼロ金利制約と呼ばれる状況で、マイナス金利政策をはじめとしたいわゆる非伝統的な金融政策をしなければ、政策金利がこれ以上下げられなくなるので、それでも経済を刺激したいということになると、政府としては

財政政策に期待をかけなければならなくなります。

ですので、この時に政府消費の財政乗数がどうなるのかというのは注目される場所ではあります。また、ゼロ金利制約下ということになると、金利の上昇にともなうクラウドディングアウト効果もないと考えることができるので、俄然期待が持てる、ということになるわけです。

で、実際計測してみるとどうなのかということですが、先ほどの Ramey 先生が Ramey(2011)や Ramey and Zubairy(2018)といった研究をしています。このうち Ramey(2011)では、“金利がゼロの制約下で実質的に一定に保たれた長期間において、乗数がより大きくなったという証拠は見つかっていない”と、さきほど同様、いかついメッセージを残されています。Ramey and Zubairy(2018)の方でも、“財政乗数がゼロ制約下で大きくなるという（ニューケインジアンモデルの）主張を裏付ける確固たる結果は得られなかった”と、やはりいかついメッセージを残しています。

もう1つ、政府の債務残高との関連というのも、やはり注目されるテーマです。

政府の債務残高が大きくなると、限られた資本をめぐる政府の借入が競合してしまい、長期金利の上昇に繋がることになるため、民間投資をクラウドアウトしてしまう可能性があります。

Freedman *et al.*(2009)ではこのトレードオフを強調して、“財政規律という明確なコミットメントが欠如している場合、拡張的な財政措置は長期実質金利の上昇につながり、財政措置による GDP の刺激効果が相殺される傾向がある”としています。このような状況下では、財政政策が力強い経済成長をもたらす可能性が低下することになるため、大きな政府債務を抱える国での財政政策の持続可能性と効率性について、重要な疑問が生じることになります。

実際に計測してみるとどうなのかということについてですが、最初に分析を行った研究としては Kircher, Cimadomo, and Hautotmeier(2010)という論文があり、ここでは、政府債務残高が大きくなると、財政乗数は低下するとしています。また、Nickel and Tudyka(2014)では、財政刺激策の持続性について分析していて、低債務国（ここでは債務比率が最大35%までの国）の場合には、高債務国（約105%）と比べて財政刺激策が長く続くことを示しています。

ただ、こうした実証分析の話は、まだまだ結論がでていない状況のようです。というの

は、財政政策の効果の計測がとにかく難しいということがあるようなのです..

さて、ここまでは政府消費の効果のみをみてきましたが、所得移転の効果の実証分析にも触れておこうと思います。ただ、私が調べた限りですが、所得移転の効果の実証分析は、政府消費の効果以上に数も少なく、議論が収束していないようです。

例えば、Bracco *et al.*(2021)では、先進国と南米の国の実証分析を行い、先進国の移転乗数は0.3程度で、ラテンアメリカの国では0.9程度であると報告しています。Gassmann *et al.*(2023)では、低・中所得国の実証分析のサーベイを行っていますが、この結果をみる限り、中所得国では1未満~2くらいまで、低所得国では1未満から2以上という感じですが、若干低所得国の方がいいという感じです。ただ、推計手法によって値がばらついたりしているため、議論の収束にはもう少し時間がかかるのかなと思います。

標準的なモデルを用いた場合、所得移転政策の効果は全くないはずなので、こちらについては、モデルの実証分析へのあてはまりはあまりよくない、といえます。

経済主体の異質性を考えてみよう（企業編）

ここまでは、家計、企業はともに1種類しかいないとして考えてきましたが、財政出動をするという場合には、どういったところにどれだけお金をかけた方がより効果的なのか、というような観点の話も重要ではないかと思います。そこで、ここではまず、企業の異質性を考えることに意味があるかどうかについて、考えてみたいと思います。

新古典派経済学の有名なモデルにリアルビジネスサイクルモデルというものがありますが、その有名な初期の研究として、Kydland and Prescott(1982)という研究があります。ここでは、平均的な経済主体を考えて動学的なモデルを構築し、多くの経済主体に共通の影響を及ぼすマクロショックのみに焦点をあてて、その波及メカニズムを分析しています。

この考え方の背景としては、企業や産業などのマイクロレベルのショックは、マクロレベルの経済現象に影響を与えないという前提があります。マイクロショックは互いに独立に生じるため、部門の細分化の度合いを高めてショックを細かく分割していけば、集計レベルでは互いに相殺されて消滅してしまうと考えられていたためです。いわゆる大数の法則を理論的背景としたこうした考え方は、Lucas(1977)に代表される多様化論(diversification argument)として知られています。

ただ、実際の経済活動を考えてみると、例えば企業や産業部門は互いに相互依存関係の中で影響を及ぼし合っており、こうしたネットワーク構造がショックの伝搬メカニズムに特別な効果を持つと考えると、たとえマイクロレベルのショックが互いに独立であっても、多様化論が成立しない可能性が考えられます。

Long and Plosser(1983)では、家計については代表的家計（単一の家計）を考え、一方で企業については複数の異なる企業がいる、投入・産出構造を通じて各企業に相互連関があり、また、リアルビジネスサイクル理論では技術ショックを考えるのですが、各企業に固有の技術ショックが発生するとしたモデルを構築し、これを用いて、企業固有のショックが経済全体の変動を生み出す可能性を実証的に分析しました。他にも、Horvath(1998)では、大数の法則が破れる場合にマイクロレベルのショックが相殺されず、セクター間の相互作用を通じてマクロ経済に影響を及ぼすことを理論的に示しています。さらに、Shea(2002)では、米国の実証分析から、投入・産出構造とマイクロショックが、マクロ経済変動の重要なファクターであることを示しています。

でも、マイクロレベルのショックで財政出動って…と思うかもしれませんが、例えば1つの例として、トランプ関税の様なケースが考えられます。丁度最近（これは2025年11月時点のこと）2025年7～9月期のGDP速報値が発表されましたが、米国向けの自動車輸出が落ち込み、このことが大きな一因となって、GDPが久々（6四半期ぶり）にマイナス成長になったことが報道されていました。

これが短期的な影響であればいいですが、仮に長引いたり、もし関税交渉が上手くいかずに、もっと大きな影響がでてしまっていたら、政府が何かしなければいけないという状況になっていた、もしくはなるかもしれません。

自動車産業の場合、例えばトヨタを考えればわかりやすいですが、その地域や、むしろ国を支えるような大企業で、従業員も多ければ関連する企業の数も多く、もしこの企業が倒れるというようなことになると、経済に与える影響はとんでもないことになってしまいます。

実は、こんなマイクロショックのケースを理論的に研究した論文も存在します。例えばGabaix(2011)では、企業規模の分布が一様分布（均質な状態）ではなくジップの法則とよばれるべき乗則（不均質な状態）に従う場合を考えて、漸近分布の収束が遅くなることで大数の法則が破れる（つまり、マイクロレベルのショックがマクロ経済に影響を与える）と指摘しています。

数学的な話になりますが、例えば n 企業の一様分布集計値の標準偏差は σ / \sqrt{n} で与えられ、一方でジップ分布集計値の標準偏差は $\sigma / \ln(n)$ で与えられます。今 $\sigma = 0.25$ としたとき、 $n=1000$ に対して前者は 0.008 であるのに対して、後者は 0.036 となり、後者の収束が非常に遅いことがわかります。

これはつまり、企業規模の分布が一様な場合（かつ企業数が多い場合）には、売上なりなんりの推計値を得たいとしたときに、サンプル数をどんどん増やしていくことで、個社要因の影響がどんどん薄まっていくのですが、ジップ分布の場合には、規模の小さい企業数は多い一方で、大企業になるほどサンプルの数が少なくなるようなケースなので、トヨタのような大きなところで影響があると、同じような規模の企業のサンプル数を増やそうにも限界があり、また、中間規模の企業数が多いというわけではなく小規模の企業数が非常に多くなるような企業分布の影響もあって、最後まで推計値にトヨタの影響が残っている、ということになります。

（注）因みに、ジップ分布は変数変換をすることで、パレート分布と呼ばれる連続分布と同じ形（その離散型）になることも知られていますが、パレート分布も、一国の（やはり不均質な）所得分布を表現するものとして、19世紀のイタリアの学者、Vilfredo Pareto によって考案された確率分布として有名です。

このような経済の場合、一部の企業に生じる固有のショックが、マクロ経済に影響を与える可能性があるということになります。こうした Gabaix (2011) の考え方は、“粒状仮説”と呼ばれています。

一方で、Acemoglu *et al.* (2012) では、経済ネットワーク構造が均質ではなく、ショックを伝搬させるメカニズムも方向によって一様ではない場合を理論的に考えています。具体的には、経済の中には桁違いの規模を持つ巨大企業や産業部門が存在して、経済ネットワークのハブ機能を果たしていますが、こうしたハブの存在が、ショックの伝搬に大きな偏りをもたらす波及効果に歪みを生じさせると考えています。

この場合、ネットワーク構造の偏りがべき分布に従うほど桁違いに大きい場合、部門の細分化の度合いを高めてマイクロショックのサイズを細かく切り刻んだとしても、ショックの余波は相殺されず、経済全体に無視できない偏りが残ってしまうことになります。論文では、米国の産業連関表のデータを用いて実証分析を行い、産業連関ネットワーク構造の不均質さの程度がべき分布に従うほどに大きいことも示しています。

この Acemoglu *et al.* (2012) の考え方は、マクロ経済変動の“ネットワーク仮説”と呼ば

れています。また、一般に産業連関分析では、中間財の供給を通じてネットワークの下流へショックが波及する、“前方連関効果”と、中間財の需要を通じてネットワークの上流へショックが波及する、“後方連関効果”を考えますが、論文ではこのうち前方連関効果に焦点をあて、供給サイドのネットワーク効果に起因するマクロ経済変動を分析しています。

この研究についてはさらにモデルの仮定を緩めることによって異なるネットワーク効果を検証する研究も行われていて、Acemoglu, Akgigit, and Kerr (2016) では、ベンチマークモデルを需要サイドの効果も含むモデルに修正し、上流への後方連関効果と下流への前方連関効果を同時に検証しています。このほか、Carvalho *et al.* (2021) は、生産関数を入れ子のCES型で置き換えることによってベースラインモデルの一般化を行っています (Acemoglu *et al.* (2012) ではコブ・ダグラス型の生産関数を使用しています。また、Baqaee and Farhi (2018) では、さらにこれを一般化しています)。

さて、ここまでみてきたように、一部の産業へのショックがマクロ経済全体に深刻な影響をもたらすということは、理論的にも指摘されている話なのですが、こうした時に政府がどうするのかを考えてみると、例えば自動車の場合には、政府が購入するというようなことになるのかもしれませんが。ただ、理屈は何となくわかるものの、実際やろうとすると、90年代の日本の金融危機や2000年代の世界金融危機の時の米国でみられたような、金融部門への対応をめぐる話をおもいおこすと、反発は凄そうな気がします…

もう1つ、異なる視点からミクロ的な影響を分析した研究があります。それが、数年前に世界を襲った、新型コロナウイルスの影響で、Woodford (2022) では、面白い理論モデルを構築しています。

この論文では、パンデミックの時にみられた特徴として、その影響が経済の特定の部門に集中していることをあげていて、公衆衛生上の理由から一部の活動は完全に停止せざるを得ない一方で、他の活動はほぼ通常通り継続していたと指摘しています。この非対称性の結果として、経済部門間の支払いの“循環フロー”に大きな混乱が生じ、結果として経済に大きな影響が生じたとしています。

1例として、レストランや劇場が一定期間サービスの提供を停止する場合を考えてみます。これ自体は必要なことなのかもしれませんが、この場合、政府が何もしなければ、こうした産業に従事する人は収入源を失って家賃の支払いができなくなる可能性があります。賃貸収入がなくなると、不動産管理会社はメンテナンススタッフを解雇せざるを得なくなり、また、固定資産税を払えなくなるかもしれません。一時帰休となったメンテナン

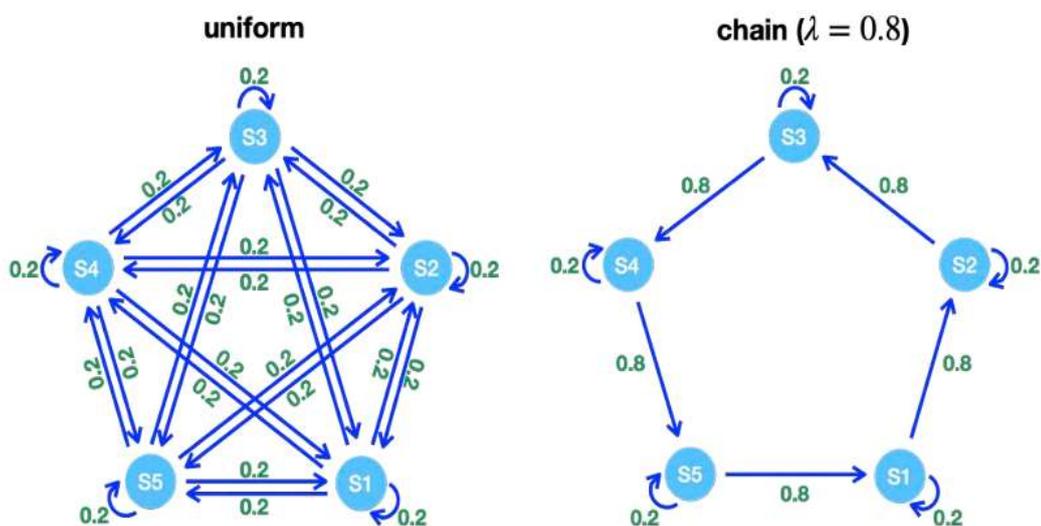
スタッフも、食料を買ったり家賃を払ったりすることができなくなると考えられます。もっといえば、行政機関（例えば市役所等）にしても、税収が落ち込み、サービスの低下に繋がる可能性があります。

このモデルの特徴は、企業や個人の収入、そして消費を通じた経路として、連鎖的に幅広い産業にショックが波及するということになります。

1つ例をみてみます。Woodford(2022)では、5つの産業がある世界を考え、その上で2種類の経済圏を考えています。1つが、全ての産業が他の各産業、それと自身の産業に均等に消費を行っているというモデルです。この場合、1つの産業の全消費を1とすると、各産業（自身の産業を含めて）への消費はそれぞれ0.2ずつとなります。

2つ目の経済圏が、各産業が、自身の産業と、自身以外の1つの産業にだけ消費を行っているというケースで、論文では、自身の産業に0.2、他の産業に0.8の支出をしているとしています。

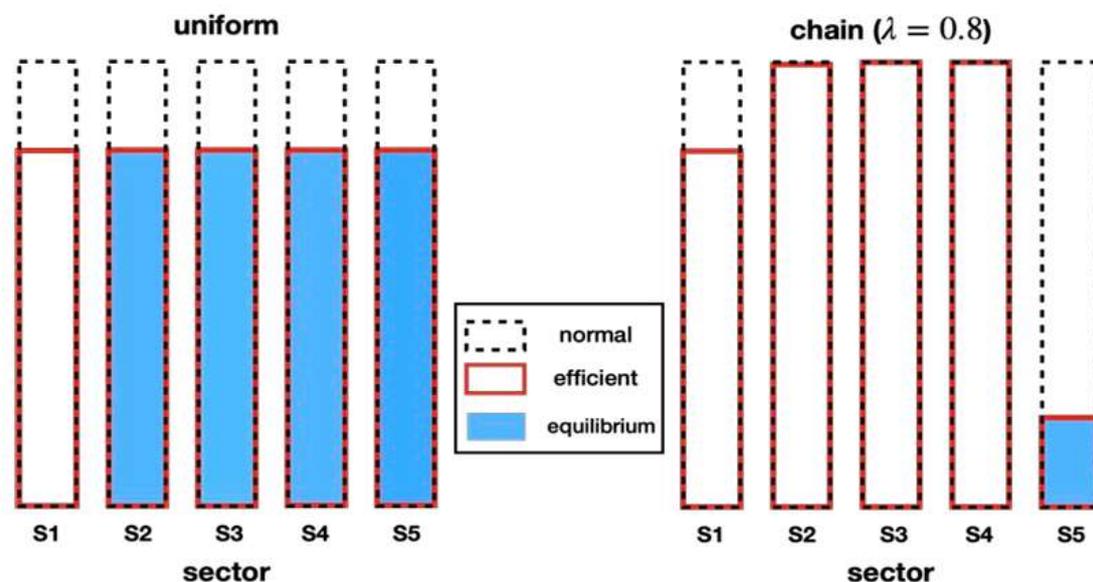
図表 7. 2種類の経済圏



(出所) Woodford(2022)Figure1

この場合に、ミクロの経済ショックはどのように影響するのでしょうか。論文では、S1の産業が生産を行えない（そのため所得が入らない）場合を考えています。その場合に、それぞれの経済圏でどうなるのかを説明したのが以下の図表8です。

図表 8 パンデミックにより S1 産業がシャットダウンする時の影響



(出所) Woodford(2022)Figure2

右側、左側ともに、点線が経済ショックのない通常の場合、赤く囲っているのが、経済ショックが生じる下での効率的な消費水準、青く囲っているのが経済ショックがある中での実際的水準（モデル上の均衡値）となっています。

まず、左側の1つ目の方の経済圏についてみてみると、経済ショックが生じた場合、効率的な消費水準としては、各セクターとも、S1への支出がなくなる分の水準、つまり0.8となります。ただ、実際的水準としては、S1については所得がないので、政府が何もしなければ、S1の消費は0となってしまいます。

一方で右側をみると、効率的な消費水準は、S1では自身の産業への消費がなくなるだけの状況の0.8、またS5については、S1に0.8の消費をしていたので、それがなくなる分の0.2となり、それ以外は通常と変わらず1となります。それに対して、実際の消費水準はというと、S1は所得がないので、やはり消費は0となります。S2については、S1から入ってくる0.8の収入がなくなってしまい、自身の産業内からくる0.2の所得だけになってしまうのに対して、S3とS2(自分自身)に0.8と0.2の消費を行うことになるため、結果として収支がマイナスになってしまい、成立しなくなってしまうことから、消費の均衡値はやはり0となります。S3についても、S2の消費が0になってしまうので、同じ理由から0となってしまいます。S4についても同様です。S5については、S4から入ってくる0.8がなくなってしまうのですが、S1に支払う0.8もなくなることから、結果的にS5内

の0.2の消費だけが残り、一応成立することになります。

このように、一部の産業に大きなショックが加わるような場合には、支出メカニズムの仕組み次第で、マクロ経済に非常に大きな影響が生じる可能性があり、Woodford(2022)では、このようになってしまった場合は金融政策ではもう十分に対応することができず、財政政策による対応も行っていかなければならないと指摘しています（もちろん金融政策が無駄なわけではありません。金融緩和によって資産価格を下支えすれば、資金制約を緩めることに繋がるため、金融面の安定を図ることができると、論文は指摘しています。ただ、これだけでは不十分なので、財政出動も必要になるとしています）。

ここまで企業面の影響をみてきましたが、実は家計についても、同様にミクロに考えた方がいいという指摘をする研究もあります。次はそうしたものをみていきたいと思います。

経済主体の異質性を考えてみよう（家計編）

次に、家計の方のミクロ的な違いについてみていこうと思います。こうした特徴をモデルの中で取り込むためには、標準的なニューケインジアンモデルである、代表的家計を考えたモデル（Representative Agent-New Keynesian Model: RANK Model）ではダメで、家計の異質性を反映させた Heterogeneous Agent-New Keynesian Model(HANK Model)を用いて行います。

先程は、標準的なモデルを用いて財政乗数を考えましたが、こうした HANK モデルを用いた推計を行った研究も存在します。

Hagedorn, Manovskii, and Mitman(2019)では、価格の硬直性、賃金硬直性を考慮し、さらに家計の所得分布を反映させた HANK モデルを用いた分析を行っています。論文では、インパクト時点の政府消費の財政乗数は 1.34、長期の政府消費の財政乗数は 0.55 になるとしています。先ほどみた実証分析の結果と比べると、インパクトの乗数は少し大きいですが、長期の乗数は同じくらいといえそうです。

また、論文では中央銀行をモデルに追加したバージョンの推計も行っています。中央銀行は、いわゆるテイラールール（実質金利、インフレ率、GDP ギャップに基づいて中央銀行が設定すべき政策金利を決めるためのルール。当該論文ではインフレ率のみ考慮）に従って金融政策を行うとしています。推計結果は、インパクト時点の財政乗数は 0.66、長期の財政乗数は 0.29 となっています。今度は、インパクト乗数は実証分析と同じくらいで、長期の乗数は実証分析よりも少し低くなっています。推計値が最初のケースよりも低くな

ったのは、政府消費によってインフレが発生した時に、中央銀行が金融引き締め政策を行うためです。

この結果をみる限り、HANK モデルの推計値は実証分析と大きくは違わないように見えるので、RANK モデルともそれほど違わないように見えます。ただ、消費喚起の経路は大きく異なっています。HANK モデルの場合には、国が発行した国債を富裕層が購入し、一方で消費喚起の効果は主に所得の低い層で見られます。所得の低い層で特に消費喚起の効果が大きくなるのは、所得が増えた際に、それを貯蓄に回さずに消費する割合が大きくなる（つまり、限界消費性向が高い）ことによります（限界消費性向については管理人(2025)も参照）。

こう考えると、こうした所得の低い層への恩恵が大きくなるような政府消費を行うことができれば、より効果は大きくなるかもしれません。例えば、Baqaee(2015)では、政府消費の効果を考える時に、各産業への直接的な効果に加えて、投入・産出構造を通じた間接的なネットワーク効果も考えるべきであるが、その際に、限界消費性向が高いのは資本家よりも労働者であることや、さらにいえば、労働者の中でも所得状況などによって限界消費性向が違うことを考慮して、限界消費性向が高い層に収益のどの程度が渡るのか（労働分配率）を考慮するべきであるとしています。また、Guerrieri *et al.*(2020)では、当時流行していた新型コロナウイルス感染症の研究を通して、限界消費性向が高い労働者を抱えるセクターが閉鎖されると、政府消費の効果が低減すると指摘しています。

さて、折角この流れできたので、1つだけ話を追加しようと思います。何かといいますと、“流動性の罠”に関する研究になります。因みに、流動性の罠というのは、経済環境としては景気後退やデフレの状況であり、なお且つ金融政策もゼロ金利制約に陥っていて、十分な緩和が行えない状況になります。

実は、“流動性の罠”に関する理論的な研究では、財政乗数について、通常の場合とは異なる知見が指摘されています。これは Eggertson(2011)などで指摘されていることなのですが、こうした論文では、経済が流動性の罠にある場合、価格が完全に硬直的な場合には財政乗数は1なのですが、そこから不完全な価格の硬直性にしていくと、財政乗数は1よりも大きくなることが知られています。

なぜそのようなことが起こるのかということ、それはこの場合の経済状況と関係しています。流動性の罠の状況というのは、経済は落ち込んでいて、デフレの状況であり、さらに金融緩和も不十分という状況になります。こうした状況の場合、政府支出を行うことは、現在の経済だけではなく、将来の景気見通しにも大きく影響する、というのが論文の主張

になります。

具体的には、将来的なデフレを予想していたのが、インフレの予想に変わるわけですが、経済学にはフィッシャー方程式（名目利子率＝インフレ予想＋実質利子率）というものがあり、流動性の罍の状況で名目金利が0に固定されている中で、インフレ予想が急に上昇することは、実質利子率の低下を意味します。Eggertson(2011)のモデルは価格の硬直性（のみ）を仮定する RANK モデルを用いた分析を行っているのですが、この場合、家計の消費は異時点間の代替効果を通じて実質金利の影響を受けるため、現在の消費が強く引き上げられることになっています。

この効果は、完全に価格が硬直的な場合にはさすがにみられず、その場合には財政乗数は1なのですが、そこから徐々に不完全な価格硬直性に移行するに従って、この消費喚起効果が加わって、財政乗数は1を上回るとしています（ただし、完全に価格が伸縮的な経済になると、財政乗数は1を下回るといって、不連続も指摘されています）。

ただ、実証的には金融政策がゼロ金利制約にある場合の財政乗数というのは、そんなには大きくならないという研究成果が示されています。つまり、実証的には、通常の場合も、流動性の罍の場合も、財政乗数はそんなに違いはないはず、ということになります。実はこのことを理論的に説明しようと試みた研究もあって、Broer, Krusell, and Öberg(2023)では、価格の硬直性・賃金の硬直性を考慮した HANK モデルを用いて分析を行っているのですが、この場合には経済が流動性の罍にある場合・ない場合共に、インパクト時点の財政乗数は1.39程度になるとしています。

財政乗数の値が1を超えてしまっているのがややこしいですが、論文の HANK モデルを用いると、流動性の罍にない通常の場合と流動性の罍にある場合とで、財政乗数はほとんど変わらなくなるということが重要で、そうなる理由として、論文では、先ほどの異時点間代替効果を通じた増幅効果が弱まるからだとしています。なぜかといいますと、HANK モデルの場合には、所得の多い人も少ない人もモデルの中に入ることになりますが、異時点間代替効果というのは、金利が下がると（将来使うはずの）貯蓄をとり崩して、現在使う金額が増えるという効果なのですが、所得が低い人の場合、そもそも貯蓄があまりない人や、貯蓄はあっても予備的貯蓄が多くなっているような人になるため、こうした人達の場合には、実質金利が下がっても、異時点間代替効果は小さくなってしまうためです。

ただ、この結果は HANK モデルならば必ず成り立つのかというと、そうではありません。Bilbiie(2021)でも、HANK モデルを用いた分析を行っているのですが、ここでは、所得格差や所得リスクが Countercyclical な場合には、財政乗数の増幅効果は RANK モデル

よりもさらに大きくなると指摘しています。例えば所得格差が Countercyclical な場合というのは、景気が拡大する時に所得格差が縮小するというのですが、この場合には予備的貯蓄をしている人の消費が増えたりと、異時点間代替効果が強まることが考えられます。

実はこの最後の話は、他でも非常に似た話があって、いわゆる“フォワードガイダンスパズル”というものの話になります。これは管理人(2025)の13~15頁あたりで扱っているのですが、この問題というのは、中央銀行が将来的に金利を低く保つことを約束する、いわゆるフォワードガイダンス政策を行う場合、これはインフレ予想の上昇につながるため、やはり異時点間代替効果から消費喚起の効果が期待されるのですが、RANKモデルでこの程度を推計すると、大きくなりすぎてしまうというものになります。それに対して、HANKモデルを用いて、異時点間代替効果が効きづらくなるような所得の低い家計を直接モデルに入れるようにすることで、消費喚起の効果が下がるのではないかという研究がされているのですが、ここでも、所得格差や将来の所得リスクが Countercyclical な場合には、逆に強まると指摘しています。

これらの研究はともに“流動性の罨”に関連したテーマであり、セットでこんな研究ねと扱われることもあるみたいです。

(注) 因みに、こうした流動性の罨関連の“パズル”は他に、(例えばインフレ率が目標水準を下回る時に)政策金利の引き上げが短期的にはインフレを引き起こす可能性があるという Neo-Fisherian effects (Benhabib, Schmitt-Grohe, and Uribe(2002)など)、標準的なNKモデルにおいて、ある条件下ではファンダメンタルズに変化がなく、つまり純粋に期待によって、ゼロ金利制約を伴う長期均衡が発生する可能性があるという概念を指す Sunspot-driven LTs (Benhabib, Schmitt-Grohe, and Uribe(2002)など)、長期均衡で価格の柔軟性が高まると、より大きなデフレと景気後退につながって、経済が悪化するという特性の、The paradox of flexibility (Eggertsson and Krugman(2012))などがあります。

さて、ここまでHANKモデルの研究をみてきましたが、近年では、他にも標準的なニューケインジアンモデルの家計に関する仮定を崩したモデルで分析を行った研究があります。つまり、ここまでのHANKモデルでは、標準的なモデルが家計を一種類しか考えず、しかも流動性制約になんてなっていないとしているのに対して、所得や資産は家計毎に違うよ、という考え方を導入しているのですが、標準的なモデルにはもう1つ大きな仮定があって、家計は経済の見通しを、みんなプロ並みに正確に行っているというものです。これはつまり、①家計は経済の見通しに必要な情報を全てゲットしていて、②それを最適な経済理論を用いて、もっとも誤差の少ない、合理的な数値を導き出していると仮定しているのですが、現実問題としてさすがにそれは無理というものです。

Eichenbaum,Guerreiro, and Obradovic(2026)では、ここまででてきた HANK モデルに、さらに家計が、今期行われる財政政策に対して、財源をまかなうために将来的に行われる増税について無関心であるという仮定を組み込んだモデルを用いた分析を行っています。実際、論文でも米国の調査を行い、家計にこういう特徴がみられることを実証的に指摘しています。

論文では、政府消費の効果を米国経済を念頭にしてモデル分析しているのですが、これを見ると、通常の HANK モデルでは財政乗数は 0.95 程度で、これに家計の無関心を組み込んだ場合には、財政乗数は 1.09 になるという結果を報告しています。また、さらに驚くべきことに、標準的なニューケインジアンモデル、つまり家計が 1 種類しかいないタイプのモデルに家計の無関心を入れた場合の分析もしているのですが、この場合には、財政乗数は 1.15 と最も大きくなるとしています。

HANK モデルの場合には、流動性制約にあって、もともと将来の増税の影響を受けない（つまり消費の平準化ができない）家計もいて、こうした家計では無関心の効果はほとんどないとすると、論文の結果は流動制約の効果よりも無関心の効果の方が大きいということになります。

さらに、論文では、所得移転の効果についても分析していて、HANK モデルの場合に移転乗数は 0.24 となるのに対して、HANK に家計の無関心を入れた場合には 0.30 となっています。また、標準的なニューケインジアンモデルに家計の無関心を入れた場合にも、移転乗数は 0.3 になるとしています。

ここで、1 つ重要なこととして、HANK モデルの場合や標準的なモデルに家計の無関心を入れたモデルの場合、あと HANK モデルに家計の無関心を入れた場合でも、移転乗数が 0 ではない値となっていることです。リカードの等価定理が完全には成立しなくなるので、当然といえば当然ですが、この場合には乗数が推計されます。また、値についても、Bracco *et al.*(2021)の先進国の値と同程度となっています。

GDP 成長とインフレによる税収増で、増税なしに政府債務を返さる？

基本的に政府が負債を負う形の財政出動というのは、将来の増税で返済を行うという捉え方をするわけですが、研究の中には、GDP 成長とインフレによって、増税を行うことなしに、負債を返済しきれ、そんな政策について考えた研究も存在します。

なんとなく、インフレを持ち出している部分については、物価水準の財政理論 (Fiscal Theory of the Price Level: FTPL) っぽい考え方にも思えます。通常、物価の変動は金融政策によって決まると考えますが、FTPL では、政府の借金や将来の税収・支出の見通しが物価に直接影響すると考えます。また、この世界では、金融政策が物価を安定させることができない（もしくはしない）ことに加え、財政政策は、政府債務が増加しても財政緊縮が行われないようなケースを基本的に想定しています。

例えば Kaplan(2025)では、財政出動による景気刺激策を行う際に、財源を確保せずにこれを行うと、インフレをもたらすとしてほかに、仮に財源を確保したとしても、金額が少なかったり、増税がすごく先になるほど、インフレ圧力が強まるとしています（さらに論文では、金融政策は積極的に関与しない状況を想定しています）。

こうした場合、インフレを通じた税収増は、政府が税率を変えることなく、自身の負債の返済を加速させることができます。

Angeletos, Lian, and Wolf(2024)では、こうしたインフレと、消費や GDP の拡大によって、税率の変更なしに政府が自身の負債を返済する程度が、どのような時に大きくなるのかについて理論的に分析しています。

論文では、ニューケインジアンモデルの枠組みに従って分析を行っていますが、標準的なニューケインジアンモデルの場合には、家計は合理的に将来の増税を予想してしまうため、あまり効果は期待できず、どちらかといえば、HANK 経済の場合に効果が期待できるとしています。

また、マクロレベルの限界消費性向が高い程、増税をせずに返済できる負債が大きくなり、さらに、将来の増税のタイミングを遅らせることも、効果的だとしています。

加えて、フィリップス曲線の傾きが小さい、価格が硬直的な経済では、消費や GDP の成長を通じた効果がより大きくなり、逆に価格が伸縮的な経済では、インフレを通じた効果がより大きくなると指摘しています。

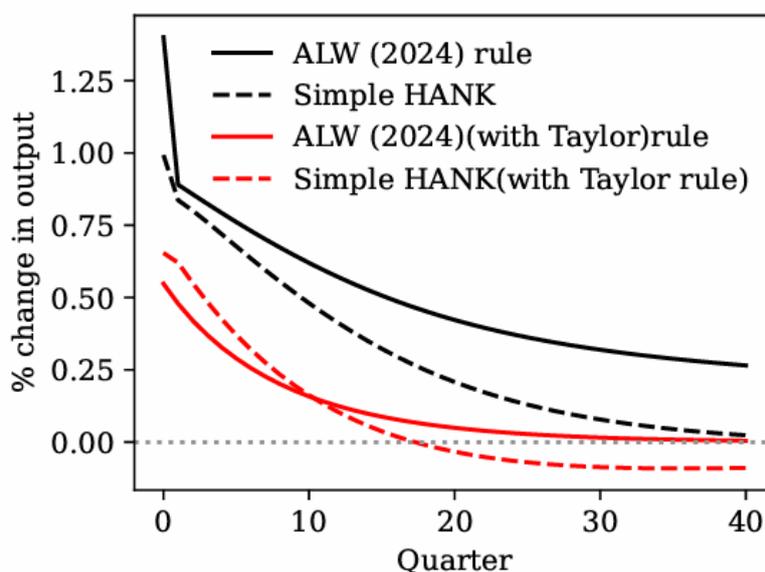
この部分で一つ気になることがあるとすれば、日本の場合、マクロベースの限界消費性向の推計値は幅があるものの、小さいものでは 0.2 程度としている研究もあるため、日本でこうした効果がどの程度生まれるのかについてはなんとなく気になります。

論文ではさらに、金融政策の意味合いについても指摘をしていて、いわゆる“タカ派”的な

金融政策はこうしたメカニズムを抑制するため、過度に干渉しないことが重要であると指摘しています。

その上で、こうした論文の含意を踏まえて、仮に完全に GDP や消費の成長とインフレの2つで政府の借金を返せてしまう場合というのを考えて、日本について、HANK モデルを用いた簡単な推計を行ってみました（ネットでせっせと集めた情報を用いた範囲の推計ですが）。結果は図表9になります。ALW(2024)というのは、Angeletos, Lian, and Wolf(2024)を踏まえた推計ということになります。また、比較対象として、シンプルな HANK モデルのケースも推計しました。

図表9. 増税をせずに行う財政運営の効果（日本）



（出所）筆者推計

実線の方が ALW(2024)を反映したケースで、点線がシンプルな HANK モデルの推計になっています。

まず、黒の方は、金融政策の効果を考えていない、要するに実質金利が一定であり続ける場合の推計となっています。これをみると、ALW(2024)のケースの特徴として、シンプルな HANK モデルよりも長く大きな効果が持続していることがわかります。これは、将来の増税を家計が気にしなくていいような状況にあるため、積極的に消費を行っている様子が反映されていると考えられます。

また、短期的にみても、ALW(2024)のケースの方が効果が大きくなっています。これは論

文でも書いてあることですが、将来の増税を気にする必要がないことから、家計が短期的にも消費を積極化させる効果が現れていると考えられます。

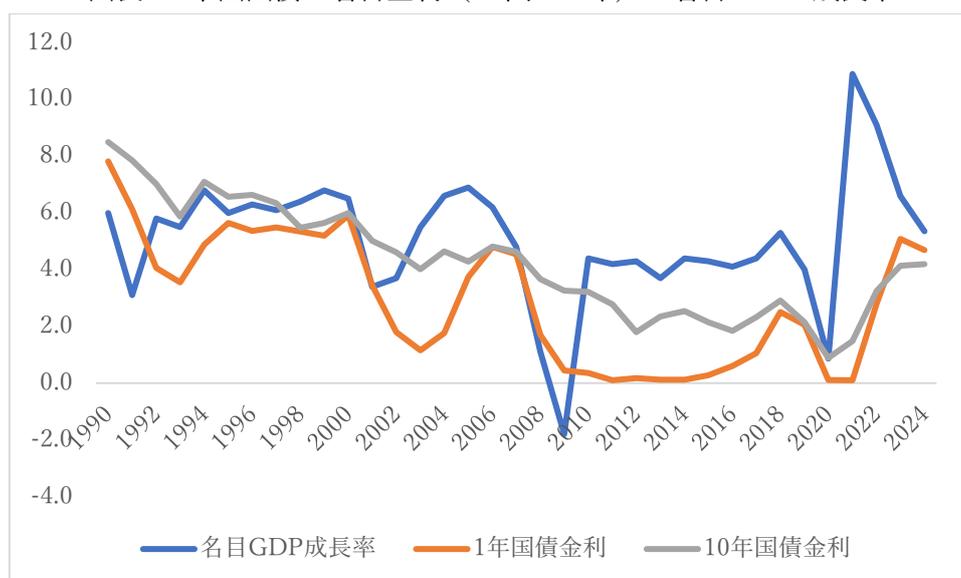
一方で、金融政策としてテイラールールを置き、政策スタンスとしても、比較的タカ派的なスタンスで臨むようにして推計を行ったところ、やはり ALW(2024)のケースの方が効果が長続きしていて、シンプルな HANK モデルでは、早い段階でマイナスの効果に陥っているのですが、一方で ALW(2024)は一貫してプラスの効果を保っているものの短期的な効果については、シンプルな HANK モデルよりも小さくなっています。これは、実質金利を一定としていた方の結果（黒線）では、ALW(2024)の場合に大きな反応がみられることから、テイラールールを入れることで、金融引き締め効果が強く出てしまっているものと思われる。テイラールールを入れた方の、ALW(2024)とシンプルな HANK モデルそれぞれのトータルでの効果としては、両者の間で大きな違いは感じられず、わずかに前者がいかもしれないという感じになります。このあたりは、金融政策に関する先ほどの論文での指摘に繋がる部分なのかなと感じます。

低金利下の財政政策： $r < g$ ならばプライマリーバランスの黒字化は必要ない？

財政政策のあり方について、従来の財政規律とは異なる指摘をする研究は、他にもあります。Blanchard(2019)では、先進国で続く低金利環境に着目した指摘を行っています。

実際に金利水準の推移をみてみたいと思います。図表 10 は米国の 1990 年以降の国債の名目金利（1 年、10 年）と名目 GDP 成長率をグラフにしたものです。

図表 10.米国国債の名目金利（1 年、10 年）と名目 GDP 成長率

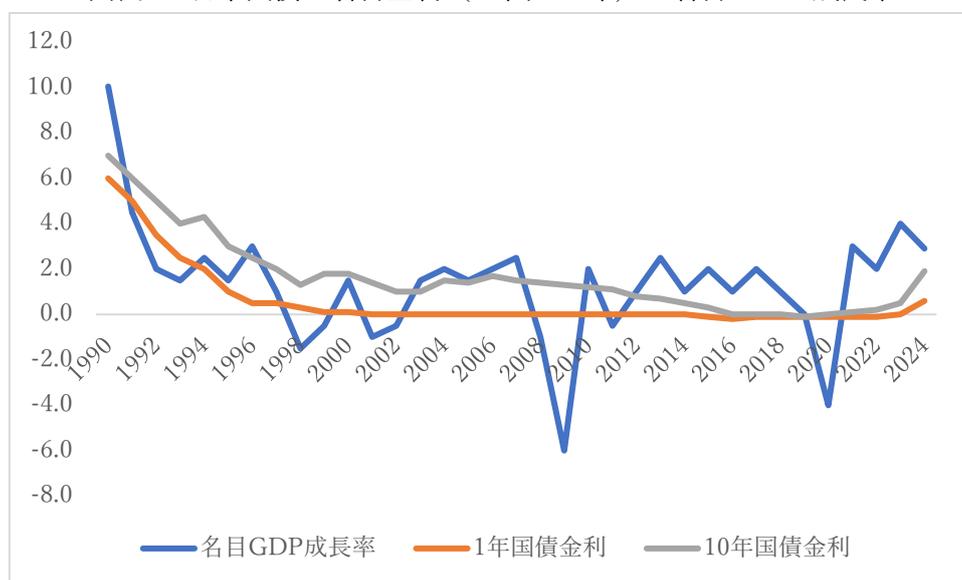


(出所) U.S.BEA、Department of the Treasury、FRED

これをみると、1年名目金利については1990年代の早い時期から、10年名目金利についても90年代の終わりごろから、名目GDP成長率を下回る年が多くなっているのがわかります。

同様の比較を日本について行ったのが図表11で、正直こちらは米国よりもわかりにくいのですが、1年金利については1990年代の中ごろから、10年金利については2000年代から名目GDP成長率を下回る年が多くなっています。

図表11.日本国債の名目金利（1年、10年）と名目GDP成長率



(出所) 内閣府「国民経済計算」、財務省「国債金利情報」

論文では、この名目金利 (r) が名目GDP成長率 (g) よりも低い状況が続いていることに着目し、こうした $r < g$ の状況下では、政府はプライマリー・バランス（基礎的財政収支）を常に黒字にする必要はなく、むしろ、プライマリー・バランスが多少の赤字であっても、債務残高対GDP比率は自然と安定するか、減少する可能性があるとしています。

また、金利が低く公的債務の増加による経済的コストは比較的小さくなることから、政府はインフラ投資や社会保障といった分野で、より積極的な財政政策を実施する余地が広がると提言しています。

このBlanchard(2019)の指摘については、2025年の12月にAmerican Economic Reviewからでた、Mian, Straub, and Sufi(2025)がさらに詳しく分析しています。

ここでは、 $r < g$ という条件はより厳しいものになると指摘しています。つまり、 $r < g$ という環境下にあると仮定して、政府が国債発行による借入れを行い、それを永久にロールオーバーすると決定したとします。この選択は、政府の予算制約に2つの相反する効果をもたらすことになります。

1つは、政府に $g - r$ に等しい正のキャッシュフローをもたらすというものです。そしてもう1つが、国債金利の上昇をもたらし、政府の予算制約を厳しくするというものです。

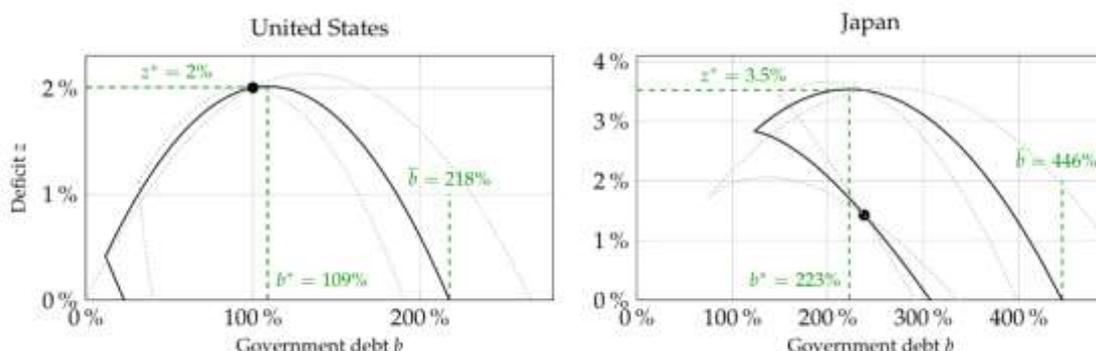
論文では、この2つ目の効果を考慮して、Blanchard(2019)の $r < g$ という条件は、 $r < g - \phi$ と修正されるとしています。因みに、ゼロ金利制約にある場合についても基本的に同じですが、この場合については、先ほどみてきた総需要の増加とインフレ率の上昇の効果が強く働き、債務残高対 GDP 比率は安定するどころか低下する可能性があるとしています。

また、論文では、経済的不平等との関係も分析していて、国債の買い手は基本的に富裕層であるため、富裕層の所得が多くなるという意味での所得格差の拡大は、財政政策の余地をむしろ拡大させると指摘しています。ただ一方で、ゼロ金利制約にある状況では、格差の拡大は総需要の低下に繋がるため、マイナスに働くとも指摘しています。

さらに論文では、新型コロナウイルス感染症のパンデミックが生じる前の2019年12月時点での日米のこうした財政余地を分析し、米国についてはこうした財政余地はあまり存在しない一方で、日本についてはこうした財政余地が十分に存在すると指摘しています。

具体的に、同論文（のワーキングペーパーのバージョンである Mian, Straub, and Sufi(2022)）で掲載された以下の図表 12 をみてみたいと思います。

図表 12. 米国と日本の政府債務と財政赤字の関係



(出所) Mian, Straub, and Sufi(2022)の Fig6

図表 12 は論文で構築したモデルを米国と日本についてカリブレーションした結果として得られる、財政赤字（対 GDP 比）と政府債務（対 GDP 比）の定常状態の関係になります。上に上がるほど財政赤字が増え、右に行くほど政府債務が増加する、というみかたになります。つまり、米国については、政府債務が 109%の時に財政赤字が最大の 2%となり、そこから更に政府債務を積み上げようとする、維持可能な財政赤字の水準は徐々に低下していくこととなります。これはなぜかという、政府債務を積み上げて財政赤字が拡大しても、いずれも金利の上昇要因になるため、ある程度までは両者を同時に拡大させることができますが、どこかで限界がくるためです。

日本についても基本的には今の話で表される放物線になっているのですが、一部、財政赤字が拡大する（グラフを上方向に向かう）と政府債務が縮小する箇所があります。実は、米国にも少しだけ同じような箇所があるのですが、日本でなぜこんなに大きなものがあるのかというと、当時の日本はゼロ金利制約下にあり、財政政策が GDP に与える効果が大きな状況にありました。このため、財政赤字を増やせば、GDP が拡大して、さらに税収も増えるので結果政府債務は減少することになります。逆に、政府債務を減らす場合を考えると、この場合には基本的に需要不足の環境なので、GDP の低下を招くことになり、結果対 GDP 比でみた時の財政赤字は上昇してしまうということになります。

ただ、日本についても、ある程度以上財政赤字が拡大すると、こうした状況は終了するようです。その後は財政赤字の拡大は政府債務の拡大をもたらすようになり、両者が同時に上昇するそうした状況も、やがてどこかでピークになる、ということになります。

では、実際に 2019 年 12 月時点の、米国と日本の立ち位置についてみてみたいと思います。因みに、図表 12 の黒い点が、2019 年 12 月時点の両国の状況になります。

まず、米国についてみると、黒い点はかなりピーク近くになっていることがわかります。つまり、米国については、財政赤字を最大にする点は、現状と近い所にあるということになります。

一方で日本については、当時ゼロ金利制約にあったこともあり、財政赤字を増やす場合、黒い線に沿ってしてみると、むしろ政府債務は減る方向に向かいます。このため、日本は財政余地がまだ十分にあるといえます。

因みに、グラフの右端の財政赤字が 0 になる点、米国では政府債務の GDP 比が 218%、日本では 446%の点ですが、これは $r > g$ となり、財政赤字を 0 にしなければならない状況

をあらわしています。

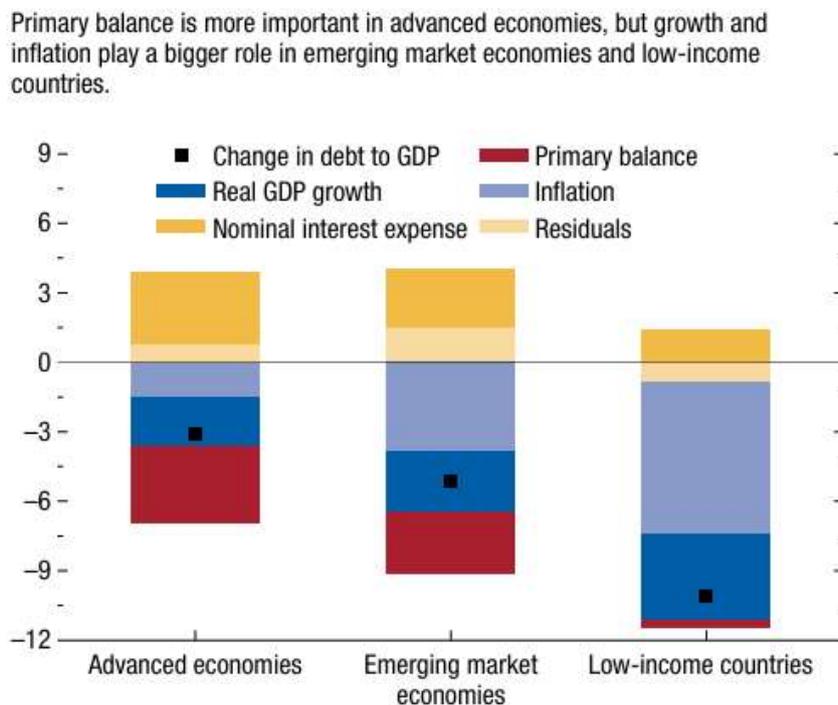
また、この理論はいわゆる MMT とは異なる主流派経済学の枠組みで提示されたものですが、低金利環境下での財政政策の有効性という点で、MMT の主張と一部重なる側面があります。ただし、論文の理論は財政赤字の“最適な水準”や“持続可能性”を重視しており、MMT のように“インフレにならない限り無制限に財政出動できる”という考え方とは一線を画しているといえます。

各国は政府債務残高とどのように向き合ってきたか？

ここまでのことから考えると、政府債務残高（対 GDP 比）というのは、①プライマリーバランスに加えて、②実質 GDP 成長、③インフレ、④金利変動によって左右されるということになります。

IMF が 2023 年に公表した“World Economic Outlook(2023 April): A Rocket Recovery”の中で、政府債務残高（対 GDP 比）が低下するケースの要因分解を、先進国・新興国・低所得国にわけて行っています。

図表 13. 政府債務対 GDP 比（%）が低下するケースの寄与度分解



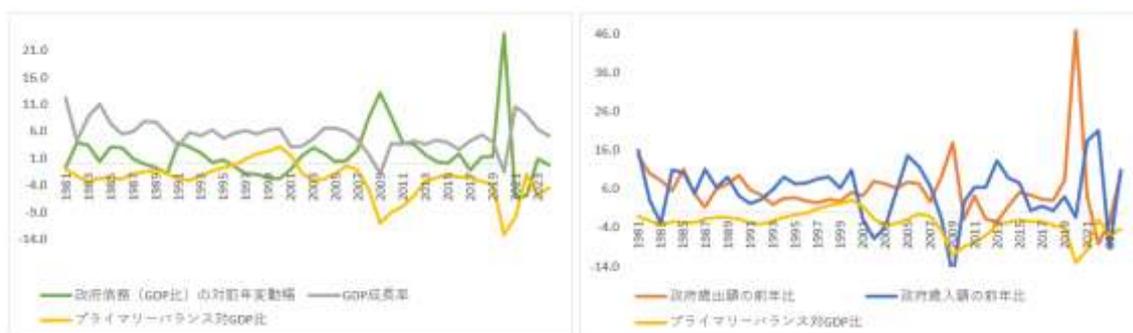
(出所) IMF(2023)の Fig 3.2

結果は図表 13 のとおりですが、ここからわかることとして、まず、先進国と新興国では、プライマリーバランスの改善が大きく寄与しており、先進国については、この要因がトップになっているということです。また、実質 GDP 成長とインフレも大きく寄与していて、特に新興国ではインフレ率の寄与が最も大きく、実質 GDP 成長の寄与も、プライマリーバランスと同じくらいとなっています。一方で先進国は、実質 GDP 成長の寄与が 2 番目、インフレ率の寄与が 3 番目となっています。

さらに、低所得国になると、プライマリーバランスの寄与というのは殆どなく、インフレの影響が最も大きくなり、次に実質 GDP 成長の寄与という風になるようです。また、金利については、マイナス方向に寄与しています。

次に、実際にいくつかの国の動きをみてみましょう。図表 14 の左側は、米国の政府債務残高（対 GDP 比）の対前年の変動幅、名目 GDP 成長率、プライマリーバランスのグラフです。

図表 14.米国の財政指数、GDP 成長率（1981～2024 年）



（出所）IMF World Economic Outlook、Office of Management and Budget、U.S. Bureau of Economic Analysis

これをみると、政府債務残高の変動幅がマイナスになっている期間がいくつかあります。1 つ目が 1989 年、90 年あたりで、この時期は GDP の成長が堅調で、プライマリーバランスもマイナスであるものの 0 に近い水準まで上昇傾向にあったことや、政治的にも、1985 年に“グラム・ラドマン・ホリングス法”と呼ばれる、財政赤字の目標を定め、超えた分については歳出の削減を行うとする法案が成立しています。

ただ、これも 90 年代に入って一時うまくいかなくなります。理由の 1 つは、1990 年の年後半あたりから景気が一時的に低迷し、この時に歳入面では税収が落ち込み、一方で歳出面では失業保険給付や低所得者向け医療扶助（メディケイド）、フードスタンプなどの支出

が増加したことがあげられます。もう1つの理由は、この時期に住宅金融を専門とする金融機関（S & L）の大量破綻が起り、その預金保護のために多額の公的資金が必要となったことです。S & Lの破綻の理由としては、80年代に可能になった、不動産やジャンクボンドといった高リスク債が不良債権化したことにありました。因みに、この時期に勃発した湾岸戦争については、同盟国の巨額の戦費負担があったため、財政赤字にはあまり影響しませんでした。

その後については、米国の政府債務の伸びは低下傾向になり、90年代の中頃には、再び上昇率がマイナス（つまり減少方向）になっています。理由の1つとしては、IT投資の拡大で業務の効率化や情報の流通速度の上昇が進んだことによって、労働生産性が上昇したことや、冷戦の終結によって多額の軍事費を民生部門や教育・インフラ投資に向けることが可能となったこと、旧ソ連・東欧圏や中国が世界市場に組み込まれたことで、米国企業にとって巨大な市場と新たな投資先が創出されたこと、北米自由貿易協定（NAFTA）の締結（1994年）や世界貿易機関（WTO）の発足により貿易が拡大したことなどによって、米国の景気が上向いたことがあります。

このことは税収を押し上げましたが、米国政府は他にも大きな取り組みをしています。それが、1990年に制定された包括財政調整法（Omnibus Budget Reconciliation Act of 1990: OBRA90）で、ここでは、歳出削減目標とその手続きを定めたほか、歳入面でも、所得税の引き上げや社会保障税の拡大、エネルギー税の増税、たばこ・アルコール消費税の増税、高級品の購入に課す贅沢税の導入などの基盤の強化を行っています。こうした取組もあって、90年代の後半には、プライマリーバランスはプラスになっています。

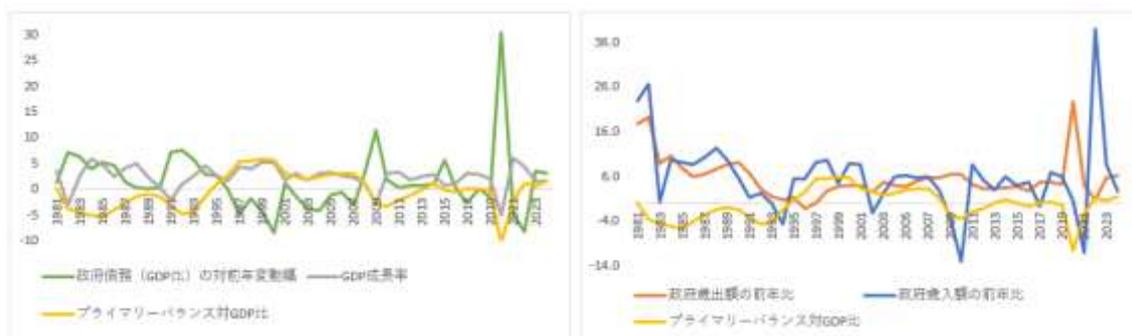
ただ、これも2000年代に入って一変します。1つはITバブルの崩壊です。これによって税収が下がる一方で、失業保険やフードスタンプなどの自動安定化装置による支出が増加しました。また、この時期に行われた“ブッシュ減税”と呼ばれる減税も、一時的に歳入低下の一因となりました。ただ、この減税政策は景気の下支え効果があったため、2000年代の後半には景気の回復による税収の増加が起り、プライマリーバランスも0に近づいたのですが、この時に発生したのがリーマンショックで、これによって歳入は減少し、一方で歳出は自動安定化装置の支出増や、オバマ政権による景気刺激策、金融機関の不良資産救済プログラムのための支出によって増加しました。因みに、歳出増に関しては、2001年9月11日の同時多発テロによる国防費の増加や、その後のアフガニスタン・イラク戦争の戦費も増加要因として寄与しています。こうしたこともあって、2000年代は、初頭に政府債務残高が増加し、その後中ごろにかけて増加傾向が収まってきましたが、リーマンショックの発生で再び増加傾向に拍車がかかりました。

2010年代に入ってから、景気の回復や、リーマンショック時の景気刺激策・金融機関の不良資産救済プログラムのために行っていた支出の剥落、また、2011年に歳出削減のための予算管理法が制定されたことや医療費の伸びが予想外に鈍化したことにより、プライマリーバランスのマイナス幅が縮小して、政府債務残高の伸びも抑えられました。左側のグラフをみると、2017年に1度だけ政府債務残高の伸びがマイナスとなっていますが、これはGDP成長率が2016年と2017年で多少大きく変動したことによります。

その後2020年には、新型コロナウイルス感染症の発生により、歳出の大幅な増加と政府債務残高の増加にみまわれています。ただ、その後2021年、22年は再び政府債務残高が減少に向いています。理由は、緊急支出の終了や急激な景気回復・インフレの発生によるもので、この時期にはプライマリーバランスも改善しています。しかし、これは一時的で、2023年には歳入減によってプライマリーバランスが悪化し、政府債務も増加に転じています（要因は、キャピタルゲイン税収の減少やFRBが高金利政策をすることになったため、投資収益が減少し、利益剰余金の払い込みがほぼゼロになってしまったこと、パンデミック時代の“事業主が従業員を維持した場合に受けられる税額控除”の還付申請の急増、景気減速懸念や高インフレによる消費者の購買意欲の低下など）。

もう1つ、カナダの数字をみてみたいと思います。この国は、政府の歳出を厳格に見直している国として有名で、政府の負債から金融資産を差し引いた“純債務（Net Debt）”の対GDP比がG7諸国の中で最も低い水準となっています。

図表 15.カナダの財政指数、GDP 成長率（1981～2024 年）



(出所) IMF World Economic Outlook、Department of Finance Canada、Statistics Canada

図表 15 がカナダの数字になります。左側のグラフをみると、90年代の前半に政府債務対GDP比率の増加幅が大きくなっていますが、この際に、当時の自由党政権が“世紀の財政再建”と呼ばれる政府歳出の削減と行政改革を行いました。この時の成功体験によって、カ

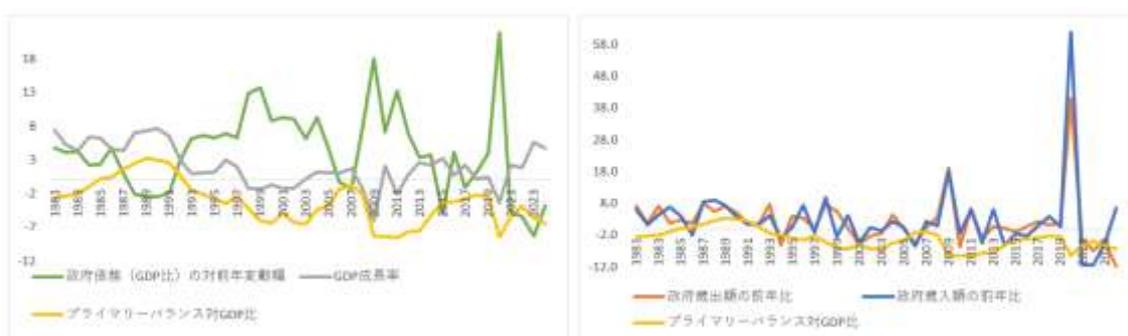
ナダでは“放漫な財政支出は避けるべき”という政治的・社会的な合意が根付いていて、2025年予算でも、5年間で600億カナダドルの節約・増収を目指す“包括的歳出レビュー（Comprehensive Expenditure Review）”が導入されています。

また、経済・金融政策的には、1991年にインフレ・ターゲティングを導入してインフレ率の安定化に成功している（これによって企業の投資判断や家計の消費の不確実性が低減）ほか、保守的で厳格に規制された銀行システムによって、カナダの主要銀行は十分な資本を保持し、安定した与信を行っており、さらに資源国であることから、2000年代以降、中国など新興国の発展に伴うエネルギー・鉱物資源の需要増により輸出と投資が伸び、加えて人口増加と移民の受け入れによって、潜在的な労働供給と内需を下支えしているといえます。あとは、1989年の米加自由貿易協定（CUSFTA）やその後のNAFTA、現在のUSMCA（米国・メキシコ・カナダ協定）により、北米市場へのアクセスが盤石となって輸出成長を支えたことも一因といえます。

こうしたことによってプライマリーバランスが多く期間でプラス・または0付近となっており、政府債務の伸びもマイナスか、0付近に収まっています。大きくプラスになっているのは、リーマンショックや新型コロナウイルス感染症の拡大の時期くらいです。

では、日本はどうなのでしょう。図表16が日本の結果になります。

図表16. 日本の財政指数、GDP成長率（1981～2024年）



（出所）IMF World Economic Outlook、財務省 - 一般会計予算・決算、内閣府-国民経済計算

これをみると、日本の場合には、景気の高かったバブルの時期を除くと、一貫してプライマリーバランスがマイナスとなっています。政府債務残高対GDP比が減少している期間についてみると、2007年付近については、小泉政権・第一次安倍政権下の歳出抑制政策と景気回復によるもので、2015年と2017年については、消費増税とアベノミクス下におけ

る景気回復が要因となっており、2020年代についてはインフレなどによる GDP の成長が原因となっているといえます。

以上、3か国ですがみてみると、政府債務残高を減少させるためには、まず強い経済というものが必要なのかなと思います。また、特に米国とカナダの例をみて感じることは、歳入面の強化だけではなく、歳出削減の努力も継続的に行っていかなければならない、ということです。日本で言えば、近年歳出が減少傾向にあります。これは主に新型コロナ対策の手じまいだと思われますし、今後も対策が必要というところなのだと思います。そういった意味で、昨年誕生した“日本版 DOGE”には期待するところ、ということだと思います。

あと、大幅な増税というのは、簡単にはできないなということも感じました。例えば米国の90年代の大幅な増税ですが、この時のブッシュ（父）大統領は、湾岸戦争に勝利した際には90%近くあった支持率が92年の大統領選時には30%程度まで低下してしまい、結局クリントン氏に敗れましたし、消費税が5%に上がった際の日本の橋本内閣も、当初は内閣支持率・政権基盤ともに強く、景気も回復基調にあり、96年の衆院選で単独過半数を回復（前政権は村山政権）したのですが、消費増税や医療費自己負担増などの緊縮財政に、山一証券や北海道拓殖銀行の破綻やアジア通貨危機が重なったことで内閣支持率が低下し、98年の参院選では破れてしまっています。

例外といえば安倍政権時の消費増税ですが、それでも10%にするときは何度か延期しましたし、やはりそう簡単ではないのかなと感じます。

さて、今回は政府債務残高の動きをみてきましたが、そもそも債務を発行する際にはある前提があり、“国債が安定的に消化される”といことが必要になります。そこで、次はこのことについてみていきたいと思います。

国債の安定的な消化について

ここでは、国債の安定的な消化について考えようと思います。表17は日本銀行の資金循環統計という統計に記載された、国債等をどういった機関がどのくらい保有しているかという数字になります。

図表 17. 国債等の保有比率

	中央銀行	預金取扱機関	生保・年金基金	公的年金	家計	海外	その他
2012.12	11.94	38.10	22.17	7.30	2.43	8.48	9.58
2023.12	47.90	11.74	19.01	4.58	1.10	12.59	3.07
2025.09	44.22	11.89	17.12	5.71	1.49	12.28	7.30

(出所) 日本銀行「資金循環統計」から筆者作成

最も特徴的なのは、中央銀行（日銀）の保有割合で、2012年12月には11.94%だった保有割合が2023年12月には47.90%になっています。この理由としては、2013年4月に始まった量的・質的金融緩和政策（いわゆる異次元緩和政策）によって、中央銀行が保有残高を拡大したことにあります。一方で、2012年12月時点で38.10%と最大の保有先であった預金取扱機関（銀行）の保有割合は、2023年12月には11.74%となっています。

ただ、この方針については、2024年3月にイールドカーブ・コントロールという、日銀が市場の長期・短期金利を目標水準に操作するという政策が撤廃され、さらに2024年8月から、長期国債の段階的な買入れ減額が始まったことで現状では修正されており、2025年9月時点では、日銀の保有割合は44.22%と低下しています。

こうなってくると、民間、特に元々最大の国債保有先であった預金取扱機関の保有というのが再び期待される場所ですが、三菱UFJ銀行資金証券部(2025)の分析によれば、こうした機関で日銀が保有する国債を全て保有するのは厳しいと指摘しています。

そうした中で、今後期待される保有先としては、表17の中で2012年12月以降伸びてきている海外投資家と、2012年12月以降、未だそこまで伸びてきていない家計が考えられます。

このうち、海外投資家については、ドル円ベース（ドル保有者が円調達時に受け取るプレミアム）などを通じた投資妙味から、比較的価格変動が小さい短期国債を中心に保有が増加しています。ただ、海外の投資家については、仮に保有比率が高まってくると、国債に対してより高い利回りを求めるようになることや、何かのきっかけで売ってしまう可能性があります。

そうならないようにということで、日本政府としては、財政健全化の道を示して、国債の信用を維持していくことが重要といえます。そのためには、しっかりとした歳出の見直しを行って、いわゆるワイズスペンディングを行っていくことや、税制改革・成長戦略を示

して、税収が今後増加することを示していくことが重要といえます。

他には、国債の平均残存期間を短期化してくこともありかもしれません。これは海外投資家に限らず、国内の金融機関にもいえる話で、こうした機関が重要視している指標に金利リスク量というものがありますが、これは保有残高×残存年数で決まるため、平均残存期間が短くなる場合、金利リスク量は低下することになります。また、急激な金利の変動も、市場の混乱を招く恐れがあるため、政府・日銀はしっかりと対話を行っていくことが重要といえます。

あとは、仮に国債がデフォルトに陥った場合には、政府だけではなく民間セクターも含めて幅広く影響が及ぶことにはなりますが、そうならない場合でも、格付けが一定水準以下になると、やはり民間セクターを含めて、幅広く影響がでます。

家計については、先ほどの資金循環統計では購入比率はそれほど伸びていませんでしたが、上野(2026)によれば、販売額では増加傾向にあるそうです。そうした中、論文では、さらに販売を増やす方策として、①商品性の向上、②商品ラインアップの拡充、③NISA対象への追加が考えられるとしています。

このうち、①については3つのなかで最もハードルが低いとしています。先ほども述べた通り、現状、個人向け国債の販売動向は上昇傾向にあるということですが、内わけをみると、固定3年、固定5年、変動10年とあるなかで、固定3年と5年の販売額が伸びている一方で、変動10年については販売額が減少傾向にあるとしています。

変動10年の販売動向がなぜ振るわないのかについては、金利設定方法にあるとされており、10年国債については、変動金利にしていることもあり、現状利率が市場金利よりもかなり低い水準(0.66をかけた水準)に抑えられているとしています。

市場利回りが低い時期には、金利差はそれほど大きくなかったのが良かったのですが、現状市場利回りが上昇していて差が大きくなっており、そうしたところが販売不振に繋がっているとしています。今後については、この差を埋めていくということが考えられるかもしれません。

一方、②については、例えば固定10年のような商品があってもいいと思いますし、満期までの期間が長い程、市場利回りは高くなることを考えると、より長い期間(例えば30年とか)の商品を作ることも考えられます(もしくは、30年債のような長めの国債を組み入れた債券型投資信託ができてきてもいいのかもしれませんが(とか思ってネットで探して

みたら、アモーヴァ・アセットマネジメント株式会社（旧日興アセットマネジメント）というところが、[“Tracers 日本国債ウルトラロング（30年平均）年4回分配型”](#)という商品を、昨年作っていたみたいです。しかも NISA 対象商品みたいです）。

さらに③については、個人向け国債を NISA に組み入れるという考え方で、現状個人向け国債には 20.315%の税金が課せられているのですが、これを NISA に組み入れることで非課税として、商品力を高めるといえるものです。ただ、この考え方の場合、政府が国債を買ってもらうために税制優遇を行うというのは、印象としてはあまり良くなく、同じ元本保証型利付商品である預金や社債などとの間の不公平感も問題となる可能性があって、結構きわどいといえます。

現状でも国債の販売動向は比較的堅調ということですから、今後も商品の魅力を高めて、販売を増やしていくことが重要といえます。

政府債務のデフォルトについて①：過去の財政破綻の例

では次に、政府の財政破綻（国債などのデフォルト）についてみていこうと思います。一般に各国政府や政府機関が発行する債券として、国債や政府機関債（独立行政法人や政策金融公庫などの政府関連機関が発行する債券）、国際機関債（世界銀行や欧州投資銀行、米州開発銀行など、国の枠組みに関わらず特定の地域の経済発展を目的として設立された国際機関が発行する債券）があり、これらは“ソブリン債”と呼ばれています。

こうした債券がデフォルトすることはそう頻繁にあるわけではないのですが、それでも新興国を中心にたびたび発生しています。Mitchener and Trebeach(2023)によれば、新興国における過去 200 年間のソブリンデフォルトのピークは、1830 年代、1880 年代、1930～40 年代、1980 年代の 4 つになり、この期間中には、新興国の半数以上がデフォルトに陥ったといえます。特徴としては、全ての期間でラテンアメリカ諸国が含まれていることや、1930～40 年代は世界恐慌の時期であったことから、デフォルトも世界的なものであったこと、1980 年代のデフォルトについては、多くのアフリカ諸国と一部のアジア途上国が含まれていたことがあげられます。

論文では先進国についても整理していて、こちらについては件数は比較的少ないとしていますが、19 世紀初頭のナポレオン戦争中とその戦後、1830 年代から 1870 年代の期間と、1930～40 年代には、先進国経済の少なくとも 10%がデフォルトに陥ったと指摘しています。

また、近年では2012年にギリシャが先進国として、久々に大幅な債務再編を実施しました (Zettlemeyer, Trebesch, and Gulati(2013))。

ここではまず、ここ最近のソブリンデフォルトの例をみていこうと思います (因みに、ここで紹介する以外にも、ソブリンデフォルトは近年も起きていますが、こうした事例については、“トレンドを更に深掘り”という Note の“過去に「国家破綻 (ソブリン・デフォルト)」した国：金利が高かった順ベスト 10 (世界) (2026年1月20日)

(<https://note.com/tomo4006685/n/n04a2e76e4835>) ”という投稿の整理がわかりやすいです)。

政府債務のデフォルトについては、完全なデフォルトと、その他に部分的なデフォルトというものがあります。部分的なデフォルトというのは、政府が発行した借金の一部について、元本や利息の支払いを停止したり減額したりする状況となり、限定的な範囲や特定の債務に関してのみ支払いが行われないことを指します。一方で政府債務の完全なデフォルトは、政府が自国や海外の債権者に対して発行した全ての債務を返済できなくなる、または返済を拒否する状況になります。

まず、部分的なデフォルトが発生した例をみていこうと思います。1つ目が、2012年のギリシャ国債のデフォルトです。このデフォルトは、欧州債務危機の象徴的な出来事として広く知られています。そもそもこの問題が一気に浮き彫りになったのは、2009年10月、当時の新政権が初めて、国家財政の実態が公式に発表されているデータよりもはるかに厳しい状況であると公表したときでした。ギリシャの財政赤字は、当初発表されていた GDP の6%以下という数字ではなく、実際には13%以上であることが明らかにされました。この事実は、歳入の過大計上や支出の過少記録といった一連の財政操作が行われたことを浮き彫りにし、ギリシャ政府の信用を著しく損ねました。

この発表を受けて、信用格付け機関は次々とギリシャ国債の格下げを行い、投資家は、それまでリスクを顧みず高金利で融資していたギリシャ債に疑念を抱くようになりました。ほどなくして、ギリシャは“トロイカ”と呼ばれる3つの国際機関 (欧州連合、欧州中央銀行、国際通貨基金) からの救済を受けることを余儀なくされました。

2010年に、ギリシャは最初の国際支援パッケージを受け入れましたが、それでも予算削減や改革をめぐる進展は遅々として進まず、この初期の支援だけでは危機を十分に緩和することができませんでした。財政再建を目指した緊縮政策が実行される一方で、それが国民生活を圧迫し、失業率の急上昇や社会的な不安を引き起こしました。ギリシャ国民の多くが緊縮財政に対する強い不満を抱き、大規模なデモやストライキが頻繁に発生しました。

そんな中、2012年はこの危機が頂点に達した年として記憶されています。ギリシャ政府は、IMF（国際通貨基金）とEU（欧州連合）からの更なる資金援助を受けるために、国内外の商業銀行や機関投資家に対する債務の再編を行うことを決定しました。この再編は“民間セクター巻き込み措置（Private Sector Involvement:PSI）”と呼ばれていて、ギリシャ政府の債務を大幅に削減するために、民間投資家に対して、保有する国債を減額して合意するように求めるものでした。

このプロセスでは、民間投資家が保有するギリシャ国債の約97%を対象に、債務の一部を放棄して新たな国債に交換する措置がとられました。この措置によって、債務の名目価値は約1000億ユーロ（約13兆円）削減され、これは国際金融市場において過去最大規模の債務再編となりました。しかし、全ての投資家がこれに同意したわけではなく、全額返済を要求し続ける債権者もいました。こうした債権者は、一般に“ホールドアウト債権者”と呼ばれています。

ギリシャ政府は、こうした債権者に対して、法律を改正し、もともと契約に含まれていない“債権者の過半数が同意すれば、反対する少数派も強制的に従わせる”という、集団行動条項（Collective Action Clause:CAC）と呼ばれるものを、自国法に基づく国債に遡って導入しました。これによって、自国法ベースの国債（約1,770億ユーロ）については、反対していた債権者も強制的に元本削減（“ヘアカット”といいます）を受け入れさせられました。

一方で、外国法（英国法など）に基づく国債を保有していた債権者の中には、集団行動条項の強制適用を逃れたホールドアウト債権者が約60億ユーロ分（対象債務の約3%）存在しました。後でやりますが、アルゼンチン政府はこれより以前に、こうした債権者と海外で訴訟になり、長期にわたる訴訟や海外資産の差し押さえといったごたごたが生じたのですが、ギリシャ政府ではこうしたことを避けるため、これら少数のホールドアウト債権者に対して、最終的に額面通りの返済を行いました。

こうした取組もあって、2025年12月には、ギリシャ政府は第一次支援パッケージによる融資53億ユーロを予定より早く完済し、また、政府債務の対GDP比についても、2020年の約209%をピークに減少しており、2026年には約137.6%まで低下すると予測されています。

2つ目は2020年のレバノンです。2010年代、レバノン政府は自国通貨（レバノン・ポンド）を米ドルにベッグし、同時に預金金利を市場より高く設定してドル資金を集めていま

した。しかし、2019 年末から同国内が政情不安に陥り、それによってドル預金が大量に引き出されました。因みに、この時の政情不安の原因というのは、政府がスマートフォンアプリに数円の課税を行おうとしたところ、それに対する反発が強まって、反政府デモに繋がったとされています。この背景には貧富の差の拡大があり、レバノンの中東の国ですが非産油国で、主要な産業は、GDP 構成比の大きい順にみて、不動産業、卸・小売業、公務となっています。また、輸出産業がほとんどないため、一方で輸入はありますから、差し引きのマイナス分を民間・政府支出で支えているという構造になっています。さらには、隣国のシリアが内戦状態にあるのですが、レバノンとシリアの両国はもともと関係が深いこともあって、レバノン経済にもマイナスの影響が及んでいます。こうしたことから、総じて経済基盤は弱く、移住者を含めて豊かな人もいますが、貧しい人も多くいる、という状態となっています。

そのような事情でドル資金が流出してしまい、政府も代替的な資金調達方法を有していなかったことから、国債のデフォルトに繋がりました。

3 つ目は 2022 年のロシアの例ですが、これは少し特殊です。ロシアでは、2022 年 6 月 26 日に約 1 億ドル相当の外貨建て国債の支払期限を迎えたのですが、ロシア政府は米国の制裁措置の影響から、これを返済することができませんでした。ロシアがデフォルトに陥った最大の要因は、資金不足ではなく、制裁によって国際的な金融システムから遮断されたことで支払いが技術的に不可能となったためです。これにより、ロシアは債務不履行の状態に陥りました。

次に、完全にデフォルトとなった、比較的最近の例をみていこうと思います。1 つ目が、1998 年のロシアの例です。1990 年代のロシア経済は、ソビエト連邦の崩壊を受けて社会主義の計画経済から市場経済への劇的な移行という、歴史的に非常に大きな変革のさなかにありました。この移行は、深刻な経済的混乱と不安定をもたらし、多くの人々に困難な日々を強いるものでした。

ソビエト連邦が 1991 年に解体されると、ロシアは高度に中央集権化された計画経済から脱し、市場経済や資本主義の仕組みを採り入れようとする改革を進めました。これには、価格統制の撤廃や民営化、大規模な経済構造改革が含まれていました。しかし、急激な変化の結果、インフレは驚異的な水準に達し、莫大な物価上昇が起きました。実際、1992 年にはインフレ率が 2500% を超える記録的な水準になり、国民の生活は困窮を極めることとなります。

民営化プログラムも混乱を招きました。国有企業が売却された結果、富は少数の“オリガル

ヒ（新興財閥）”の手に集中し、これが社会的不満を増大させる原因となりました。多くの企業や労働者は新しい経済システムに適応できず、失業に苦しみました。一方で、オリガルヒと呼ばれる人々は経済の要所を掌握し、その一部は政治力も持つようになりました。また、石油や天然ガスといったエネルギー資源への依存も徐々に強まりましたが、1990年代後半の原油価格の低迷により、国家財政は深刻な状態に陥りました。加えて、税制の未整備や汚職も問題で、国家は国民や企業から十分な税金を集められず、財政赤字を埋めるために国債の発行に依存することになりました。

さらにアジア通貨危機（1997年）による国際的な市場不安がロシアに波及し、国内経済の信用力が低下して、資本流出が加速しました。そして、1998年にロシア経済危機が発生し、ルーブルの大幅な価値下落、インフレの再燃、国家の債務不履行、そして銀行セクターの崩壊が立て続けに発生しました。この事態は国際的な信用も損ない、外国人投資家を遠ざける結果にもなりました。

因みに、こうした状況が改善し始めたのは1990年代の終わりごろで、この頃になると、原油価格が上昇してロシア経済にプラスの影響が生まれ、またプーチン政権になったことで、政治的な安定がもたらされました。これにより、2000年代初頭にはロシア経済は徐々に回復傾向を示し、安定的な成長を取り戻す端緒が開かれることとなりました。

もう1つが、1999年に発生したジンバブエのデフォルトです。この時期のジンバブエ経済は、急激な悪化と深刻な混乱を経験した時代として知られていて、かつて農業や鉱業を中心に成長し、アフリカ南部で比較的安定した経済を維持していましたが、政治的混乱などにより、極度の経済危機に陥りました。

1990年代初頭、ジンバブエは農業を基礎とし、特にタバコやトウモロコシの輸出によって外貨を稼ぐ経済構造を持っていました。しかし、当時のムガベ政権は、IMF（国際通貨基金）と世界銀行の勧告を受けて“経済構造調整プログラム（ESAP）”を導入しました。この政策は、赤字を削減し、ジンバブエ経済を国際市場に適応させるために構築されたもので、公共部門の縮小や関税の引き下げ、輸出拡大が盛り込まれました。しかし、これらの改革の多くは失敗に終わり、特に公共部門が大幅に削減されたことが、多くの人が職を失うことに繋がりました。さらに、アフリカにおけるHIV/AIDSの感染拡大も労働力を大きく削減しました。こうしたことから、政府の税収は著しく減少し、そのため国家の借金返済能力はさらに悪化しました。

結局、ジンバブエは外貨準備が枯渇したことで、国際的な債務の返済が困難となり、1999年にIMFや世界銀行、アフリカ開発銀行（AfDB）などへの国際債務の返済を停止しまし

た。これによりジンバブエは実質的に国家破綻を迎えたとみなされ、それ以降、国際市場での新たな資金調達が苦しくなりました。

他には、2001年にアルゼンチンで発生したデフォルトもあります。1990年代の後半になると、アジア通貨危機や先ほど述べたロシアのデフォルトが、世界的な資本流出の流れを加速させ、アルゼンチンもこの影響を受けました。また、ブラジルの通貨レアルが1999年に大幅に切り下げられたことで、アルゼンチン製品が国外市場で競争力を失い、輸出が減少しました。

こうしたことは大幅な税収の落ち込みを招き、その穴埋めのため、外部からの借入に依存するようになっていったのですが、最終的には、債務を返済する原資が尽きたことから、約950億ドルに及ぶ巨大な債務のデフォルトを宣言しました。

アルゼンチン政府はその後、2005年と2010年に債務再編計画を提案し、多くの債権者がこれに同意しましたが、一部のファンドや個人投資家はこれを拒否し、裁判を起こしました。この債権者は先ほどのギリシャの時に出てきた“ホールドアウト債権者”で、ニューヨークの裁判所は2011年に、こうした債権者への支払いが行われない限り、再編債務を受け入れた債権者にも支払いを行わないようアルゼンチン政府に命令しました。一見、こんな海外での判決が実効性を持つのかと疑ってしまいますが、裁判所は、アルゼンチンによる命令回避を支援した民間企業に制裁を科すとする事でこの命令の実効性を持たせようとしたそうです（Gelpern(2013)）。

ニューヨークの裁判所の判決の中心には、“平等な扱いを受ける権利”（いわゆるパリパス条項）がありました。この条項は、アルゼンチンが全ての債権者を公平に扱わなければならないとするもので、裁判所は、アルゼンチンが再編に応じた債権者には支払いを行う一方で、ホールドアウト債権者を事実上無視していたことが、この義務に反すると判断しました。

この判決は、債務再編交渉において画期的なものでした。その理由は、債務再編の成功率を一貫して低下させる要因として、確かにホールドアウト債権者の問題は長い間存在していたのですが、とはいえこのように厳格な措置がとられることは異例だったからです。因みに、その後アルゼンチン政府はこの判決を受け入れることを拒否し、ホールドアウト債権者に支払いを行わなかったため、結果的に2014年に再びデフォルトに陥っています。

こうした経験が、ギリシャのデフォルトの際にみられたような“集団行動条項”の設定や、外国法に基づく債権を保有する投資家への迅速な支払いという考え方に繋がったといえる

と思います。

政府債務のデフォルトについて②：財政破綻リスクと財政出動、財政余力

ここまで、政府債務が破綻するケースをみてきましたが、次はこうしたリスクがあるときに、政府の財政出動にどのような影響があるのかについてみていこうと思います。

教科書的なケインズ経済学の考え方に従えば、景気後退期には、政府は財政出動を増やすことで総需要を押し上げ、失業率の上昇も緩和させるように行動します。

こうした場合、国の財政政策は景気変動の波を抑制させる（つまり、不景気の時には景気の落ち込みを財政出動で抑え、景気が過熱気味の時には、財政出動は控えて、むしろ増税などで景気変動を抑える）、反循環的（カウンターシクリカル）な動きになると考えられますが、実は、先進国と比べて政府債務が高いと考えられる新興国では、先進国よりも財政政策が景気変動の波を増幅させるような正循環的（プロシクリカル）な動きになることが実証されています（Gavin and Perotti(1997)、Tavi and Vegh(2005)、Kaminsky et al.(2004)、Ilzetzki and Vegh(2008)）。

一方で、先進国を含めて実証分析を行った Romer and Romer(2018)では、危機の発生時に政府債務残高対 GDP 比が低い国では、一般的に大規模で長期的な生産の減少には見舞われにくいとする結果を示し、この背景には、危機発生時に財政余力（Fiscal Space：政府が債務の持続可能性を保ちつつ、追加の財政支出を行える能力）が大きな国では、より積極的な財政出動を行うためだと指摘しています。

つまり、財政破綻のリスクというのが、政府の財政政策に影響を与えているということになります。Romer and Romer(2019)では、政府の財政出動に影響を与える要因として、①長期国債金利やソブリン格付けといった市場アクセスへの影響、②政策担当者の考え方、③例えば EU でみられるような財政規律が影響していると指摘しています。

さらに研究の中には、こうした実証分析で指摘される事象を、モデルを用いて分析する試みも行われていて、こうしたモデルでは、通常モデルでは考慮することのない、“政府の債務がデフォルトする”というリスクをモデルの中に組み込んでいます。

より具体的には、政府が“債務をデフォルトする場合の価値”と“債務をデフォルトしない場合の価値”を每期評価して、その上で債務をデフォルトするか判断するというモデルなのですが、こうすることによって、債券価格を通じた影響をみることができると、特に①の

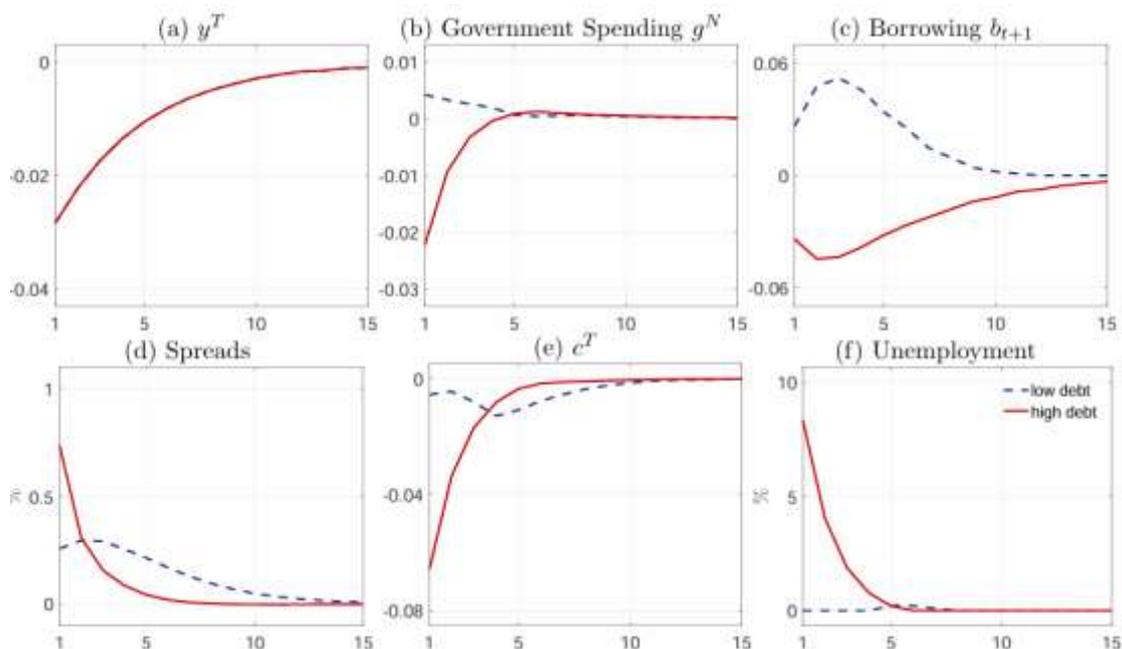
影響を分析することができます。

Romer and Romer(2019)では、①の影響が大きかった国の例として、2010年代のスペインやイタリアを挙げていますが、Bianchi, Ottonello, and Presno(2023)では、スペイン経済を想定して分析を行っています。

分析では、仮にデフォルトのリスクを織り込まないモデルの場合には、政府の財政政策はケインズ主義的であり、景気後退期には借入によって政府支出を増加させ、非自発的失業を安定させるとし（標準偏差は0.6と安定）、最適な財政支出は経済活動と-0.8の相関係数を持つとしています。一方で、デフォルトのリスクをモデルに織り込んだ場合、結果は大きく変わると指摘しています。この場合、政府による財政刺激策はソブリン債務のデフォルト確率を高め、ひいてはソブリンスプレッドを拡大させることとなります。そのため、この場合には、財政刺激策のケインジアン的なベネフィットと、ソブリンスプレッド上昇のコストの間のトレードオフに直面することになるわけです。論文では、スペイン経済を想定した分析を行った結果、最適な政府支出は経済活動とプロシクリカルな関係を示し、相関係数は0.7となるという結果を報告しています。また、失業率の標準偏差は5.6と大きくなるとしています。因みに、スペインのデータから直接得られる値をみると、相関係数は0.5、失業率の標準偏差は4.1となっており、デフォルトのリスクを織り込んだモデルの方が、あてはまりがよくなっています。

論文ではさらに、政府債務残高の条件を変えて、このことが政府の財政出動に与える影響を分析していて、具体的には、スペインの経済よりも25%低い場合と、逆に25%高い場合について分析しています。ここから得られる結果として、前者については、景気後退期でもソブリンスプレッドが安定しており、政府の借入・政府支出が増えて、消費・失業率が安定した状態にある一方で、後者については、ソブリンスプレッドは大きく上昇し、政府の借入・政府支出は減少し、消費の低下や失業率の上昇がみられるという結果を得ています。

図表 18. 高債務（実線）と低債務（点線）の結果



(出所) Bianchi, Ottonello, and Presno (2023)

最後に、先ほど少し出てきた、“財政余力”についてみておこうと思います。この言葉、よくよく調べてみると、色々なところで使われているのですが、最初にこの言葉を明確に定義したのは、IMFのPeter S. Heller氏の2005年の論文（Heller(2005)）で、これ以降、IMFや世界銀行、国連などに広まっていきました。

この財政余力をどのように計測するのかについては、これまで様々な研究が行われていますが、財政の持続可能性と、国債市場での資金調達力という、二つの観点から検討しているものが多いです。例えば、IMF(2018)では、持続可能性と資金調達力の二つの観点を重視しつつ、“4段階のフレームワーク”によって財政余力を定性的に評価しています。

具体的には、①当該国の景気動向や経済状況、②階層的に整理された財政余力に関する複数の指標、③拡張的財政政策による財政余力への影響のシミュレーション、④①～③に各国固有の事情を加味してIMFスタッフが最終判断、というアプローチをとっています。また、評価の時間軸は3～4年程度で、世界34か国（うち、先進国は13か国）の財政余力をSubstantial、Some、Limitedという表現で評価しています。

論文の分析結果が図19となっています。これをみると、最も評価の高い“Substantial”とされている国は、ドイツや北欧のスウェーデン、お隣の韓国などがあります。日本は“Some”という評価で、同じ評価を受けている国としてはカナダや英国、米国など、多くの国が入

っています。また、今回分析の対象となったスペインは”Limited”という評価で、日本はスペインよりも高評価という結果となっています。

図表 19. 各国の財政余力の評価結果

Limited	Some	Substantial
Argentina	Algeria	Australia
Brazil	Canada	Germany
Egypt	China	Kazakhstan
France*	Colombia	Korea
Italy	Indonesia	Netherlands
Malaysia*	Iran	Sweden
Nigeria	Israel	
Pakistan	Japan	
Poland*	Mexico	
South Africa	Morocco	
Spain	Philippines	
	Russia	
	Saudi Arabia	
	Thailand	
	Turkey	
	United Kingdom	
	United States	

(出所) IMF(2018)

(参考) 積極財政と緊縮財政

ここでは、拡張財政と緊縮財政の間で巻き起こってきた議論を少しみてみようと思います。拡張財政を積極的に主張する著名な研究者としては、ポール・クルーグマンがいます。例えば、彼がギリシャの財政再建についてコメントした“Austerity Arithmetic (緊縮財政の算術)”という、2015年のコラムをみると、当時のギリシャの場合、プライマリーバランスを1%改善させるためには、政府の歳出減が必ず必要になるため、結果として、GDPが3%減少する必要があるとしています。

この場合、政府債務残高の対GDP比は、GDPが低下することになるため、上昇することになります(報告によれば5%程度)。また、フィリップス曲線に基づいて考えれば、今の場合はGDPギャップが低下するため、インフレ率も低くなります。これも、政府債務対GDP比にはマイナスに働きます。

この結果から、クルーグマン氏は、IMFなどではすぐに緊縮財政を求めてくるが、ギリシ

ャのような債務状態にある国をこの方法で救うことができるのか、疑問であると指摘しています。

他に、ジョセフ・スティングリッツもまた、拡張財政を支持する有名な経済学者で、IMFが進めた緊縮財政を批判しています。

例えば、1997年のアジア通貨危機の際、IMFはタイ、韓国、インドネシアといった国に多額の緊急融資を行いました。その一方で、緊縮財政の実行を各国に求めました。スティングリッツ氏は、このIMFの対応が急激な不況を引き起こし、経済回復を遅らせたと批判して、むしろ財政支出を拡大して、経済を再建するための基盤を整えるべきだったと指摘しています。

2010年代のユーロ危機についても、IMFはECBやEUと協力して、各国に厳格な財政緊縮政策を提案・実施させましたが、これに対しても、強く反対しています。

また、スティングリッツ氏は、こうした不況の時には、社会的に立場の弱い人ほど影響が大きく、緊縮財政はそうした人へのマイナスの影響をより強めてしまうが、一方で拡張財政を行えば、こうした層に焦点をあてた対策がうてるとして、具体的には以下の様な提案を行っています。

- ・インフラ投資：公共インフラの整備を通じて、雇用を創出しつつ経済の長期的成長基盤を築く
- ・教育・技術投資：人材の育成に資金を投入して、次世代の経済成長を支える
- ・国際協力の推進：特に発展途上国において持続可能な借金返済スキームを実施し、負債による圧迫を軽減する

一方で、緊縮財政を強く主張している研究者としては、ケネス・ロゴフ（Kenneth Rogoff）とカーマン・ラインハート（Carmen Reinhart）がいます。彼らは財政政策と経済成長に関する研究で広く知られていて、2011年の共著の著書“*This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*”の中で、20か国・約200年の歴史的なデータをもとに、政府債務とGDP成長率の関係を分析しました。その中で彼らは、政府債務がGDPの90%を超えた場合に、平均的な経済成長率が急激に低下し、0%以下になることがあるという結果を得ています。この研究は、2008年の世界金融危機の際に注目を集め、多くの国で緊縮財政を正当化する論拠として使われ、EU諸国やIMFなどが、危機からの回復を

目指して財政支出を抑制し、政府債務を削減する政策を推進しました。

例えばギリシャ、スペインやイタリアといった国では、EU や IMF からの要求に従って緊縮財政を実施しました。ただ、この時の結果としては、一部の国で高失業率や深刻な経済危機が発生し、批判を浴びました。

また、政府債務対 GDP 比が危険水準とされる 90%を超えた国々では、債務削減に向けた緊縮財政が行われましたが、このことは社会保障支出や公共事業にマイナスの影響をもたらし、貧困層や弱者を直撃したため、やはり批判を浴びました。

そうこうしているうちに、2013 年になると、彼らの分析に間違いがあることが見付き、これを契機に、緊縮財政の有効性に対する疑問が広がりました。

他にみても、元 IMF のチーフエコノミストであったオリビエ・ブランチャード氏 (Olivier Blanchard、2008–2015 までチーフエコノミスト) については、当初は緊縮財政を支持していたものの、拡張財政の効果を過小評価していたことを認め、経済状況に応じて柔軟に財政政策を実行していくことが重要だとしています。

具体的には、ブランチャード氏の著書“21 世紀の財政政策 (日本経済新聞出版)”をみると、まず、財政政策には、純粋財政アプローチと純粋機能的財政アプローチという、2 つの対極的なアプローチがあるとしています。

このうち、純粋財政アプローチというのは、税の歪みを平準化したり、世代間の所得の再分配を行うために、政府債務を活用するという考え方で、一方で、純粋機能的財政アプローチというのは、財政政策によるマクロ経済の安定化の役割を強調するもので、例えば総需要が低迷し、かつ金融政策が制約されている状況下では、政府は財政出動によって経済を維持するべきというものです。

一般的に、純粋財政アプローチの場合には、プライマリーバランスは黒字になるように運用され、純粋機能的財政アプローチでは、プライマリーバランスの赤字が計上されると考えられます。

そうした時に、では適切な財政政策というのはどうなのかというと、本の中では、この両者の加重平均的なアプローチになるという考え方になっていて、いわゆる景気を熱しも冷ましもしない金利水準といわれる中立金利 (r^* とします) というものがありますが、この水準はマクロ経済状況と連動していることから、 r^* が非常に低い場合には、純粋機能的財

政アプローチとマクロ経済の安定に大きなウエイトを置き、一方で r^* が高い場合には、純粋財政アプローチと債務削減に大きなウエイトを置くべきだとしています。

1 つ例をみてみましょう。今、民間需要が非常に弱い状態にあり、そのため、中立金利が 0 金利よりも低くなっているとします ($r^* < 0$)。

この場合、金融政策は中立金利よりも低い金利水準にもっていきることができないため、金融緩和を行おうとしても、実行することができません。こうした時には、機能的財政アプローチによって、総需要を拡大し、生産を高めていかなければいけないとしています（そうすることで、中立金利も高まっていきます）。

IMF のスタンスといえば、政府債務が積み上がった国に対しては、政府債務を削減して、投資家や金融市場の信頼を高めなさいというものですから、この考え方は大きな乖離があるといえます。

ただ、際限なく財政支出を拡大すればいいと考えているわけではありません。中立金利の水準で考えてみると、最初の段階では、 $r^* < 0$ の水準にあるわけで、これはまずいので財政出動で引き上げていこうということになるのですが、どこまで引き上げればいいのかということになると、 $r^* = 0$ ではやはり金融政策がうまく働きませんから、これよりもいくらか高い水準、ということになります。一方で、財政出動には政府債務のコストもかかるため、やはり無駄な支出というのは、極力避けねばなりません。本の中では、この金融政策の余地が生み出されることと、政府債務のコストの増加の間のトレードオフをみながら、最適な水準を考えていくべきとしています。

もう 1 人有名な人として、カルロ・コッタレリ (Carlo Cottarelli) という人もいます。この人は IMF の元理事で、在籍中は財政部門の局長も務めていました。退任後は、イタリア政府に頼まれて公共支出の見直しの特別委員を務め、“ミスター・スペンディングレビュー” というニックネームもつけられていました。因みに、IMF 在籍中にも、公共支出を頻繁に削減していたため、“ミスター・シザーズ” と呼ばれていました。また、2018 年には暫定内閣の首相に指名されていましたが、その後連立政権の方針が変わり、最終的には辞退したという経歴も持っています。

コッタレリ氏は 2008～2013 年まで IMF の財政担当局長を務めていましたが、その後半期の 2012 年 1 月に公表した各国の財政状況をチェック・分析する Fiscal Monitor という資料 (IMF(2012a)) に、“As Downside Risks Rise, Fiscal Policy Has To Walk a Narrow Path” というタイトルを付け、さらにそれを踏まえて出された IMF のブログ (の日本語版) で

は、“財政調整：過ぎたるは及ばざるがごとし？”というタイトルを付けて、その中で先進国の財政調整はかなり進んでいるものの、マクロ経済状況が脆弱な国もあり、そうした国では、このことは景気にリスクとなりうると指摘し、ブログの最後の部分では、“成長が予想以上に鈍い場合、成長をさらに損ねることになっても、一層の引き締めを行って現在の債務削減計画を堅持しようとする国もあるかもしれません。そうした国に対する私の結論はこうです。”必要がないなら、実施すべきではない”と結論付けています（その後、その年の10月のFiscal Monitor(IMF(2012b))でも、同様の見解が示されています）。

“シザース”という単語は英語ではさみという意味ですが、まさにこの業界で当代随一の“カットマン”といわれ、公共支出を切り詰めまくっていた方をして、こうした意見がでてくるというあたり、政府債務を削減していく話というのは、そう単純ではないのだと実感させられます。

近年のIMFのFiscal Monitorをみても、なんとなく変化を感じます。例えば2024年のFiscal Monitor(IMF(2024))では、世界の公的債務が新型コロナパンデミックなどの影響から予想以上に上昇していると指摘する一方で、経済成長や格差などへの影響も踏まえて、慎重に債務を削減していく必要があるとしていますし、2025年のFiscal Monitor(IMF(2025))では、成長投資などを賢く行うことで、支出効率を高めることの重要性を指摘しています。

つまり、政府債務を削減する重要性は当然指摘していますが、経済成長への副作用のような事にも注意しながら進めるべき、というような形になっています。

参考文献

上野剛志(2026)、「日本国債を誰が買う？～日銀撤退が進む中での安定消化に向けて」、基礎研レター2026-01-05、ニッセイ基礎研究所

オリビエ・ブランシャール(2023)、「21世紀の財政政策：低金利・高債務下の正しい経済戦略」、日本経済新聞出版

管理人(2025)、「ミクロ情報を踏まえた世界と経済政策－1人1人が違う世界の金融政策(1)」、本ブログ

カルロ・コッタレリ (2012)、「財政調整：過ぎたるは及ばざるがごとし?」、IMF ダイレ
クトブログ 2012.1.29

(<https://www.imf.org/external/japanese/np/blog/2012/012912j.pdf>)

トレンドを更に深掘り(2026)、「過去に「国家破綻 (ソブリン・デフォルト)」した国：金
利が高かった順ベスト 10 (世界)」(Note、2026 年 1 月 20 日)

(<https://note.com/tomo4006685/n/n04a2e76e4835>)

三菱 UFJ 銀行資金証券部(2025)、「国債のすべて—その実像と最新 ALM によるリスクマ
ネジメント (改訂版)」、金融財政事情研究会

Acemoglu, Daron, Ufuk Akcigit, and William Kerr (2016) ,“Networks and the
macroeconomy:An empirical exploration.”In National Bureau of Economic Research
Macroeconomics Annual, volume 30, 276 – 335, University of Chicago Press.

Acemoglu, Daron, Vasco M. Carvalho, Asuman Ozdaglar, and Alireza Tahbaz-Salehi
(2012) ,“The network origins of aggregate fluctuations,”*Econometrica*, 80 (5) , 1977 –
2016.

Aguiar, M., and G. Gopinath(2007). “Emerging Markets Business Cycles: the Cycle is the
Trend.” *Journal of Political Economy*,115(1), 69-102.

Alvarez-Parra, F., L. Brandao-Marques, and M. Toledo (2013). “Durable Goods, financial
Frictions, and Business Cycles in Emerging Economies.” *Journal of Monetary
Economics*,60(6), 720-736.

Angeletos, George-Marios, Chen Lian, and Christian K. Wolf(2024).”Can Deficits Finance
Themselves?,” *Econometrica*, 92(5), 1351-1390.

Asonuma, T., D. Niepelt, and R. Ranciere(2023).”Sovereign Bond Prices, Haircuts and
Maturity,” *Journal of International Economics*, 140,103689.

Asonuma, T., and C. Trebesch(2016). “Sovereign Debt Restructurings: Preemptive or Post
Default?” *Journal of the European Economic Association*,14(1), 175-214.

Baqae, D. R.,(2015). “Targeted Fiscal Policy”, mimeo.

Baqae, David R. and Emmanuel Farhi (2018), "Macroeconomics with heterogeneous agents and input-output networks," NBER Working Papers No. 24684.

Baunsgaard, T., A. Mineshima, M. Poplawski-Ribeiro, and A. Weber (2014). "Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections," technical notes and manuals 14/04, International Monetary Fund.

Baxter, M., and R.G. King (1993). "Fiscal Policy in General Equilibrium," *American Economic Review*, 83(3), 315-334.

Benhabib, J., Schmitt-Grohe, S., and Uribe, M. (2002), "Avoiding Liquidity Traps", *Journal of Political Economy*, 110(3), 535-563.

Blanchard, Olivier (2019). "Public Debt and Low Interest Rates," *American Economic Review*, 109 (4), 1197–1229.

Bianchi, Javier, Pablo Ottonello, and Ignacio Presno (2023). "Fiscal Stimulus under Sovereign Risk," *Journal of Political Economy*, 131(9), 2328-2369.

Bilbiie, Florin O. (2021). "HALT: Heterogeneous-Agent Liquidity Traps," mimeo.

Bracco, Jessica, Luciana Galeano, Pedro Juarros, Daniel Riera-Crichton, and Guillermo Vuletin (2021). "Social Transfer Multipliers in Developed and Emerging Countries: The Role of Hand-to-Mouth Consumers," Policy Research Working Paper Series 9627, The World Bank.

Broer, Tobias, Per Krusell, and Erik Öberg (2023). "Fiscal Multipliers: A Heterogeneous - Agent Perspective," *Quantitative Economics*, Econometric Society, 14(3), 799-816.

Carvalho, Vasco M., Makoto Nirei, Yukiko U Saito, Alireza Tahbaz-Salehi (2021), "Supply Chain Disruptions: Evidence from the Great East Japan Earthquake," *Quarterly Journal of Economics*, 136(2), 1255–1321.

Eggertsson, Gauti B. (2011). "What Fiscal Policy Is Effective at Zero Interest Rates?," NBER Chapters, in: *NBER Macroeconomics Annual 2010*, 25, 59-112.

Eggertsson G. and P. Krugman(2012),”Debt, Deleveraging, and the Liquidity Trap: A Fisher Minsky-Koo Approach,” *Quarterly Journal of Economics*, 127(3), 1469-1513.

Eichenbaum, Martin S., Joao Guerreiro, and Jana Obradovic(2026).”Ricardian Non-Equivalence,” NBER Working Papers No.34691.

Freedman, Charles, Michael Kumhof, Douglas Laxton, and Jaewoo Lee(2009),”The Case for Global Fiscal Stimulus,” IMF Staff Position Notes SPN/09/03.

Gabaix, X.(2011),”The granular origins of aggregate Fluctuations,” *Econometrica*, 79, 733 – 772.

Galí, Jordi, J. David López-Salido, and Javier Vallés(2007).”Understanding the Effects of Government Spending on Consumption,” *Journal of the European Economic Association*, 5(1), 227–270.

Gavin, Michael, and Roberto Perotti(1997).”Fiscal Policy in Latin America,” in NBER Macroeconomics Annual, 1997, 12, 11-61. ed. by B.S. Bernanke and J. J. Rotemberg.

García-Cicco, J., R. Pancrazi, and M. Uribe(2010). "Real Business Cycles in Emerging Countries?" *American Economic Review*, 100 (5), 2510–2531.

Gassmann, Franziska, Ugo Gentilini, Julieta Morais, Conrad Nunnenmacher, Yuko Okamura, Giulio Bordon, and Giorgia Valleriani(2023).”Is the Magic Happening ? A Systematic Literature Review of the Economic Multiplier of Cash Transfers,” Policy Research Working Paper Series 10529, The World Bank.

Gelpern, Anna(2013). “Contract Hope and Sovereign Redemption,” *Capital Markets Law Journal*, 8(2), 132–148.

Guerrieri, V., G. Lorenzoni, L. Straub, L., and I. Werning(2020). “Macroeconomic Implications of COVID-19: Can Negative Supply Shocks Cause Demand Shortages?” NBER Working Papers No.26918.

Heller, Peter S.(2005).” Understanding Fiscal Space,” IMF Policy Discussion Paper/05/4.

Hlavacek, Michal, and Ilgar Ismayilov(2024).”Uncovering Publication Bias in Fiscal Multiplier Estimates,” *Czech Journal of Economics and Finance*,74(4),392-431.

Horvath,Michael(1998),”Cyclicality and Sectoral Linkages: Aggregate Fluctuations from Independent Sectoral Shocks,”*Review of Economic Dynamics*,1(4),1998,781-808.

Ilzetzki, Ethan, and Carlos A. Vegh(2008).”Procyclical Fiscal Policy in Developing Countries: Truth or Fiction?” Technical Report, NBER Working Paper No.14191.

IMF(2012a).”As Downside Risks Rise, Fiscal Policy Has To Walk a Narrow Path,” *Fiscal Monitor*, International Monetary Fund, January.

IMF(2012b).”Taking Stock: A Progress Report on Fiscal Adjustment,” *Fiscal Monitor*, International Monetary Fund, October.

IMF(2018).”Assessing Fiscal Space: An Update and Stocktaking,”IMF Policy Paper No.18/260.

IMF(2023),”World Economic Outlook: A Rocket Recovery(2023 Apr.),”International Monetary Fund.

IMF(2024).”Putting Lid on Public Debt,” *Fiscal Monitor*, International Monetary Fund, October.

IMF(2025).”Spending Smarter: How Efficient and Well-Allocated Public Spending Can Boost Economic Growth,” *Fiscal Monitor*, International Monetary Fund, October.

Kaminsky, Graciela L., Carmen M. Reinhart, and Carlos A. Vegh(2004).”When it Rains, it Pours: Procyclical Macropolicies and Capital Flows,” *NBER Macroeconomic Annual*,2004,19,11-53. ed. by M. Gertler and K. Rogoff.

Kaplan, Greg(2025).”Implications of Fiscal-Monetary Interaction from HANK Models,” NBER Working Paper No.34117.

Kirchner, Markus, Jacopo Cimadomo, and Sebastian Hauptmeier(2010).”Transmission of

Government Spending Shocks in the Euro Area: Time Variation and Driving Forces," Working Paper Series No.1219, European Central Bank.

Krugman, Paul(2015). "Austerity Arithmetic," New York Times July 5 2015.

Kydland, Finn E. and Edward C. Prescott(1982). "Time to Build and Aggregate Fluctuations," *Econometrica*, 50, 1345-1370.

Long, John B., and Charles I. Plosser(1983), "Real business cycles," *Journal of Political Economy*, 91(1), 39 – 69.

Lucas, Robert E(1977). "Understanding business cycles," *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 5, 7-29.

Mian, Atif, Ludwig Straub, and Amir Sufi (2025). "A Goldilocks Theory of Fiscal Deficits," *American Economic Review* , 115 (12), 4253–4291.

Mian, Atif, Ludwig Straub, and Amir Sufi (2022). "A Goldilocks Theory of Fiscal Deficits," NBER Working Paper No.29707.

Mitchener, Kris James, and Christoph Trebesch(2023). "Sovereign Debt in the Twenty-first Century," *Journal of Economic Literature*, 61(2), 565–623.

Neumeyer, P., and F. Perri(2005). "Business Cycles in Emerging Economies: the Role of Interest Rates." *Journal of Monetary Economics*, 52, 345-380.

Nickel, Christiane, and Andreas Tudyka(2014). "Fiscal Stimulus in Times of High Debt: Reconsidering Multipliers and Twin Deficits," *Journal of Money, Credit and Banking*, 46(7), 1313-1344.

Ramey, Valerie A.(2011). "Can Government Purchases Stimulate the Economy?" *Journal of Economic Literature*, 49(3), 673-685.

Ramey, Valerie A.(2019). "Ten Years after the Financial Crisis: What Have We Learned from the Renaissance in Financial Research?" *Journal of Economic Perspectives*, 33(2), 89-114.

Ramey, Valerie A., and Sarah Zubairy(2018). "Government Spending Multipliers in Good Times and in Bad: Evidence from US Historical Data," *Journal of Political Economy*, 126(2), 850-901.

Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff(2011). *This Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press.

Romer, Christina D., and David H. Romer(2018). "Phillips Lecture? Why Some Times Are Different: Macroeconomic Policy and the Aftermath of Financial Crises," *Econometrica*, 85(337), 1-40.

Romer, Christina D., and David H. Romer(2019). "Fiscal Space and the Aftermath of Financial Crises: How it Matters and Why," *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring, 239-313.

Salmon, Jack(2025). "The Government Spending Multiplier: A Survey of Empirical Literature," *Mercatus Working Paper No. March 11, 2025*, George Mason University.

Shea, John(2002), "Complementarities and comovements," *Journal of Money, Credit and Banking*, 34(2), 412 – 433.

Talvi, Ernesto, and Carlos A. Vegh(2005). "Tax Base Variability and Procyclical Fiscal Policy in developing Countries," *Journal of Development Economics*, 78(1), 156-190.

Woodford, Michael(2022). "Effective Demand Failures and the Limits of Monetary Stabilization Policy." *American Economic Review*, 112 (5), 1475–1521.

Zettelmeyer, Jeromin, Christoph Trebesch, and Mitu Gulati(2013). "The Greek Debt Restructuring: an Autopsy," *Economic Policy*, 28(75-1), 513–563.