

財政再建にどう取り組むか

— 国内外の重債務国の歴史的経験を踏まえたわが国財政の立ち位置と今後の課題 —

調査部 主任研究員 河村 小百合

目 次

1. はじめに
 2. 政府債務残高GDP比250%のもつ意味とは—国内外の歴史的経験を振り返る
 - (1) 歴史上、政府債務残高規模が大幅に積み上がり、非連続的な調整に追い込まれた国には、どのような例があるか
 - (2) 重債務国が債務残高を縮減させていくには、どのようなアプローチがあるか
 - (3) 「政府債務残高250%」のもつ意味
 3. 第二次大戦後のわが国の経験—非連続的な国内債務調整は、いかに行われたのか
 - (1) 終戦直後にわが国が直面した状況
 - (2) わが国が選択した非連続的な債務調整と異例の財政運営
 4. わが国の今後の財政運営の課題
 - (1) 金利上昇に対する耐久力を何で測るか
 - (2) わが国の今後の課題
- 補論。「金融抑圧」とは何か

要 約

1. わが国は、2013年の政府債務残高の名目GDP比が245%に到達すると見込まれ（IMFによる一般政府ベース）、世界各国のなかでも財政事情は突出して悪い。過去、政府債務残高規模をこれほどまでに大きくした国（重債務国）の事例にはどのようなものがあるのか。また、そうした国が、安定的な財政運営を継続することが不可能な事態に陥った場合、どのような方法で解決が図られたのか。以上の問題意識のもとに、本稿では内外の歴史的な経験を振り返りつつ、わが国が今後、いかなる財政運営を行うことが求められているのかについて考察したい。
2. 国内外の歴史的な経験を振り返ると、政府債務残高規模がGDP比200%を超過した事例は、ごく限られる。1980年代以降の比較的最近に限れば、アフリカ等の新興国（開発途上国）のみにとどまる。経済が成熟した先進国についてみると、資本移動規制を撤廃し、変動為替相場に移行した1980年代以降、換言すれば、人為的な低金利で国内民間部門に国債の引き受けを強要する「金融抑圧」が事実上困難な開放経済下では、皆無である。よって、成熟した先進国が、そうした重債務国状態から自力で立ち直ったという事例も存在しない。そうした意味で、わが国財政が直面している課題は、極めて高いハードルであると考えられる。
3. 重債務国が債務残高を縮減させていくうえでとり得るアプローチとしては、①財政再建（自力での増税・歳出カット）、②連続的な債務調整（インフレや「金融抑圧」によるもの）、③非連続的な対外債務調整、④非連続的な国内債務調整、の四つに大別することができる。近年の③の事例としては2012年のギリシャの2度にわたるデフォルトをはじめ、多くの事例が存在する。一方、④のような国内デフォルト事例は、詳細があまり明らかにされないことも多い。しかし、事態の推移を細部にわたって追うことのできる稀有な事例は意外な身近にあり、わが国の第二次大戦後の経験こそがまさにその典型例である。
4. そこで、重債務国が財政運営に行き詰まり、非連続的な国内債務調整が行われる場合の典型例として、わが国の第二次大戦後の経験を、財政当局監修のもとに公表されている資料等を基に検証した。終戦の前年の時点で、わが国が抱える国債・借入金の対国民所得比は約260%と、現在のわが国の政府債務規模に匹敵する水準であった。終戦とともに、財政運営の継続は困難となり、わが国の政権・財政当局は、「取るものは取る、返すものは返す」という政策運営方針のもと、大規模な国内債務調整に踏み切った。具体的には、終戦の翌年の昭和21年2月、預金封鎖と新円切り替えを電撃的に実施し、後に続く異例の課税に先立って国民の資産を差し押さえた。そのうえで、同年秋以降、1度限りの空前絶後の大規模課税として、ほぼ全国民を貧富の差なく対象とする「財産税」課税を断行し（＝「取るものは取る」）、それを原資に内国債を可能な限り償還した。外国債に関しては、わが国は戦時中の昭和17年からすでに債務不履行状態に陥っていた一方で、内国債の元利償還は、このような異例の財源手当てによって、形式的には維持された（＝「返すものは返す」）。他方、戦時中に国民や国内企業に対して約束した補償債務については、「戦時補償特別税」の課税によって、実質的な国内債務不履行を強行した。封鎖預金は、これらの「財産税」や「戦時補償特別税」の納税に充当されたほか、

民間金融機関等の経営再建・再編に向けての債務切捨ての原資にも充当された。これが、わが国で終戦直後に実施された、非連続的な国内債務調整、すなわち国内債務デフォルトの概要である。あくまで、敗戦後という特殊な局面での事例ではあるものの、政府債務の大半を国内資金で賄う重債務国が、非連続的な形で清算を迫られる場合の一類型であるといえよう。

5. わが国が何としても避けなければならないのは、この戦後のような事態の再来である。わが国の場合、①国債の調達構造や、②財政赤字幅の大きさの点からみて、金利上昇への耐久力は、すでに財政危機に見舞われた欧州各国対比でも相当に低い。わが国に残された時間的な余裕はあまりなく、中長期的なスパンでの財政再建に迅速かつ着実に取り組んでいくことが求められている。そのためには、安倍政権として、まず、①中期的に目指すべき要財政緊縮額（IMF等の国際機関によれば年額50兆円規模）に、きちんと正面から向き合ったうえで、②中長期的な財政再建達成のための道筋と具体的な取り組みのプランを国民に示すことが求められる。そのうえで、③中長期にわたって改革が着実に実行されるよう担保すべく「工程表」を作成し、④その進捗を管理するために、国民にとってわかりやすい指標を設定することが望まれる。指標としては、各年度の新発国債発行額が、その実質的な意味合い（債務残高の行方を左右する財政赤字幅と同義）からしても、国民にとってのわかりやすさからしても、ふさわしい。

1. はじめに

2012年12月に安倍晋三政権が誕生してから、はや7カ月が経過した。2013年7月の参議院選挙では、与党が圧勝し、長年におよんだ衆参両院のいわゆる「ねじれ」状態は解消された。デフレ脱却を最優先の政策目標に掲げ、いわゆる「アベノミクス」によって景況感を好転させることに成功した安倍政権は、次なる課題として、わが国が抱えるいくつかの困難な構造問題に、正面から取り組むことが求められる段階に入ったといえる。

財政問題もその一つであろう。わが国は、2013年の政府債務残高の名目GDP比が245%（IMFによる一般政府ベース）に到達すると見込まれており、世界各国のなかでも、財政事情は突出して悪い。にもかかわらず、政府債務残高規模の増加傾向は続いており、近い将来、それに歯止めをかけられる見通しすら立っていない状態にある。

では、国内外の歴史的な経験を振り返ったとき、政府債務残高規模をこれほどまでに大きくした国（重債務国）が、自力での財政再建によって債務残高規模を縮小させ、財政運営を安定的に継続し得た事例は、果たして存在するのであろうか。

他方、重債務国が、安定的な財政運営を継続することが不可能な事態に陥り、デフォルト（債務不履行）等の「非連続的な債務調整」を余儀なくされた事例には、どのようなものがあるのか。

そうした歴史的な経験に鑑みれば、わが国は今後、いかなる財政運営を行うことが求められているのであろうか。

本稿においては、こうした問題意識のもと、まず、国内外の重債務国がいかなる帰趨をたどったのかという歴史的な経験を概観したうえで、政府債務残高を縮減させていくうえで、とり得る選択肢を整理する。次に、一国の債務の大半を国内資金で消化しているケースにおいて、安定的な財政運営の継続が困難になったケース（非連続的な国内債務調整）の典型的な事例として、わが国の第二次大戦直後の経験を、財政当局の監修のもとに公表されている資料等を基に、つぶさに検証する。そのうえで、安倍政権に求められる、今後の財政運営上の課題を検討することとしたい。

2. 政府債務残高GDP比250%のもつ意味とは一国内外の歴史的経験を振り返る

(1) 歴史上、政府債務残高規模が大幅に積み上がり、非連続的な調整に追い込まれた国には、どのような例があるか

まず、重債務国の帰趨に関する、国内外の歴史的な経験を振り返ってみよう。

政府債務残高が大幅に積み上がり、非連続的な債務調整（狭義の債務不履行<元利償還のデフォルト>や債務繰り延べ<リスケジュールリング>等の再編）に追い込まれた国の事例は、対象を20世紀以降に限ってみても、先進国、新興国を問わず多数存在する。図表1は対外債務のデフォルト等の事例、図表2は対内債務のデフォルト等の事例をみたものである。ちなみに、対外債務のデフォルトは、外国の債権者が関係するゆえ、公に記録が残されていることが多いのに対し、対内債務のデフォルトは、各国ともその事実を対外的には秘匿しがちな傾向があり、デフォルト事例の詳細を把握するには相当な困難が伴う。図表2に示す対内債務のデフォルト事例の件数が、図表1の対外債務デフォルト事例よりも少ないのは、こうした事情に起因する。ちなみに、Reinhart & Rogoff [2009] は、「公的国内債務の

(図表1) 20世紀以降の対外債務のデフォルトと再編の事例(～2008年まで)

国名 (独立年)	デフォルトまたは再編の発生年			
	1900-1924	1925-1949	1950-1974	1975-2008
【ヨーロッパ】				
オーストリア		1938,1940		
ドイツ		1932,1939		
イタリア		1940-1946		
ギリシャ		1932		
ハンガリー	(1918)	1932,1941		
ポーランド	(1918)	1936,1940		1981
ルーマニア		1933		1981,1986
ロシア	1918			1991,1998
トルコ	1915	1931,1940		1978,1982
【中南米】				
アルゼンチン			1951,1956	1982,1989,2001
ボリビア		1931		1980,1986,1989
ブラジル	1902,1914	1931,1937	1961,1964	1983
チリ		1931	1961,1963	1983
			1966,1972	
コロンビア	1900	1932,1935		
コスタリカ	1901	1932	1962	1981,1983,1984
ドミニカ共和国		1931		1982,2005
エクアドル	1906,1909,1914	1929		1982,1999,2008
エルサルバドル	1921	1932,1938		
グアテマラ		1933		1986,1989
ホンジュラス				1981
メキシコ	1914	1928		1982
ニカラグア	1911,1915	1932		1979
パナマ	(1903)	1932		1983,1987
パラグアイ	1920	1932		1986,2003
ペルー		1931	1969	1976,1978
				1980,1984
ウルグアイ	1915	1933		1983,1987
				1990,2003
ベネズエラ				1983,1990
				1995,2004
【アフリカ】				
アルジェリア	(1962)			1991
アンゴラ	(1975)			1985
中央アフリカ共和国	(1960)			1981,1983
コートジボワール	(1960)			1983,2000
エジプト				1984
ケニア	(1963)			1994,2000
モロッコ	(1956)			1983,1986
ナイジェリア	(1960)			1982,1986
				1992,2001,2004
南アフリカ	(1910)			1985,1989,1993
ザンビア	(1964)			1983
ジンバブエ	(1965)		1965	2000
【アジア】				
中国	1921	1939		
日本		1942		
インド	(1947)		1958,1969,1972	
インドネシア	(1949)		1966	1998,2000,2002
ミャンマー	(1948)			2002
フィリピン	(1947)			1983
スリランカ	(1948)			1980,1982

(資料) Reinhart & Rogoff, *This Time is Different Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009、C.M. Reinhart. "This Time is Different Chartbook : Country Histories on Debt, Default, and Financial Crises", *NBER Working Paper* 15815, National Bureau of Economic Research, March 2010、およびReinhart & Sbrancia, "The Liquidation of Government Debt", *BIS Working Papers* No 363, Bank for International Settlements, November 2011を基に日本総合研究所作成

(注) イタリアについては、Reinhart & Rogoff [2009] では対外債務デフォルトの事例に含まれていないが、ここでは、Reinhart [2010] およびReinhart & Sbrancia [2011] における記述に従い、対外債務デフォルトの事例に含めた。

(図表 2) 1920年代～50年代における、国内債務デフォルトないし再編の事例と手法

国名	発生時点	状況
ボリビア	1927年	少なくとも1940年まで利払いを延期。
カナダ (アルバータ州)	1935年4月	カナダでデフォルトを起こした唯一の州。デフォルト状態が10年間継続。
中国	1932年	一連の「債務統合計画」の初回において、国内債務の月当たり元利償還額を半減。利率を9%超から6%に引き下げ。償還期間を約2倍に延長。
ギリシャ	1932年	公的債務の約4分の1を占める国内債務について、同年以降、利率を75%引き下げ。
メキシコ	1930年代	対外債務の償還を1928年に一時停止。30年代を通じて、利払は、歳出の延滞分と公務員・軍人年金を含める形で実施。
ペルー	1931年	5月29日に対外債務の元利償還を一時停止して以降、国内債務についても、利払はその一部しか実施せず。
ルーマニア	1933年2月	対外・国内債務の償還を一時停止（3件の借り入れ金を除く）
スペイン	1936年10月～1939年4月	対外債務の利払いを一時停止。国内債務の償還も停止し、未償還残高が累積。
アメリカ合衆国	1933年	金約款を破棄。パナマに対して、1903年条約に基づく（運河）使用料の金による支払いを拒絶。紛争は36年に決着し、合衆国政府は合意した額を金のバルボア（パナマの通貨）で支払い。
イギリス	1932年	第一次大戦時に発行した戦時国債の大部分を、年利3.5%の終身年金に統合。
ウルグアイ	1932年11月1日～1937年2月	国内債務の償還を停止。 これに先立ち、1月20日に、対外債務の償還を一時停止。
オーストリア	1945年12月	1人当たり150シリングを上限として返還し、残額は封鎖預金として凍結。1947年12月には、封鎖預金内のシリングの大半を無価値と宣言し、預金口座の50%を一時的に凍結。
ドイツ	1948年6月20日	(<筆者訳注>ライヒスマルクからの)通貨改革によりドイツマルクを導入し、1人当たり保有高を40マルクに制限。預金口座を全て封鎖し、その一部を無効と宣言。
日本	1946年3月2日～52年	インフレの後、1人当たり保有を100円に制限して、新円に1対1で交換。残額は強制的に預金させ、口座を封鎖。
ロシア	1947年 1957年4月10日	民間保有の通貨の価値を90%減額する通貨改革を実施。 国内債務（当時の時価で2,530億ルーブル）の存在を否認。

(資料) Reinhart & Rogoff, *This Time is Different Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009を基に日本総合研究所作成

(図表 3) 20世紀以降の先進国の対外・対内債務デフォルト発生時の債務残高規模の状況

国名	デフォルトもしくは再編の年もしくは期間	対外/対内の別	政府債務残高対GDP比
オーストリア	1938	対外	約35%
	1940	対外	n.a.
	1945	対内	n.a.
ドイツ	1932	対外	23.8%
	1939	対外	約25%
	1948	対内	n.a.
イタリア	1940-1946	対外	102.5% (ピーク時1943年)
日本	1942-1952	対外	204.0% (ピーク時1944年)
	1946	対内	56.0%
スペイン	1936-1939	対内	n.a.
アメリカ	1933	対内	40.0%
イギリス	1932	対内	190.1%

(資料) C. M. Reinhart, "This Time is Different Chartbook: Country Histories on Debt, Default, and Financial Crises", *NBER Working Paper* 15815, National Bureau of Economic Research, March 2010, IMF Fiscal Affairs Department, Historical Public Debt Database, September 2012 versionを基に日本総合研究所作成

(注) 政府債務残高対GDP比は、1938年のオーストリア、1939年のドイツのみReinhart [2010] による。それ以外はIMF Fiscal Affairs Department, Historical Public Debt Database, September 2012 versionによる。

データを探すのは、それがほんの数十年前のデータであっても、ほとんどの国で考古学の調査をするようなものだった」(邦訳版172ページ)などと述べている(注1)。

これらから明らかかなように、1930年代の大恐慌時には、先進国、新興国を問わず多数の国がデフォルトしているほか、第二次世界大戦の敗戦国は、わが国を含め、対外債務デフォルト、もしくは対内債務

デフォルト、またはその両方、を余儀なくされている。わが国の場合は、第二次大戦中の1942（昭和17）年以降、対外債務のデフォルト状態に陥り、終戦の翌46（昭和21）年には、対内債務デフォルトに踏み切らざるを得ない事態に至った。その詳細に関しては、第3章で扱う。

では、デフォルト等に追い込まれた時点における当該国の政府債務残高規模は、どの程度のものであったのだろうか。図表3は先進国、図表4は中所得国について対外債務デフォルトもしくは対内債務デフォルトに追い込まれた時点における債務残高の規模等をみたものである。これによれば、対名目GDP比でみた政府債務残高規模は、百数十%ないし二百%超のケースが散見される半面、100%未満の段階でデフォルト等に追い込まれたケースも多数存在する。

そうした背景として、先進国のケースでは、①当該国が敗戦国となった場合には、債務残高の規模にかかわらず、債務不履行状態に陥らざるを得なかったと考えられるほか、②多くのケースにおいては、デフォルト等の非連続的な債務調整が発生する数年前から、高インフレ（もしくはハイパーインフレ）に陥っている状況が認められ、最終的にデフォルト等が発生した時点では、それまでのインフレ進行による名目経済規模の嵩上げ分だけ、政府債務残高規模がすでに見かけ上目減りしている、という点が指摘できる。

他方、新興国の場合には、先進国とはまた異なる側面がある。一国がとりわけ対外債務を多く抱える場合、外国債権者の厳しい眼にさらされるなかで、市場の信認を継続的に得られるかどうかには、当該国のデフォルトやインフレの履歴がいかなるものであったかが大きく影響する。そのため、新興国の場合、過去の履歴によっては、先進国であ

（図表4）中所得国におけるデフォルト時の対外債務の状況
（1970～2008年）

国名	デフォルトまたは債務再編の発生年	デフォルトまたは債務再編の発生年末時点における対外債務残高	
		対GDP比 (%)	対輸出比 (%)
【ヨーロッパ】			
アルバニア	1990	16.6	98.6
ブルガリア	1990	57.1	154.0
ポーランド	1981	n.a.	108.1
ルーマニア	1982	n.a.	73.1
ロシア	1991	12.5	n.a.
	1998	58.5	109.8
ユーゴスラビア	1983	n.a.	n.a.
【アジア】			
フィリピン	1983	70.6	278.1
【中南米】			
アルゼンチン	1982	55.1	447.3
	2001	50.8	368.1
ボリビア	1980	92.5	246.4
ブラジル	1983	50.1	393.6
チリ	1972	31.1	n.a.
	1983	96.4	358.6
コスタリカ	1981	136.9	267.0
ドミニカ共和国	1982	31.8	183.4
エクアドル	1984	68.2	271.5
	2000	106.1	181.5
	2008	20.0	81.0
ガイアナ	1982	214.3	337.7
ホンジュラス	1981	61.5	182.8
ジャマイカ	1978	48.5	103.9
メキシコ	1982	46.7	279.3
パナマ	1983	88.1	162.0
ペルー	1978	80.9	388.5
	1984	62.0	288.9
トリニダードトバゴ	1989	49.4	103.6
ウルグアイ	1983	63.7	204.0
ベネズエラ	1982	41.4	159.8
【中東】			
イラン	1992	41.8	77.7
イラク	1990	n.a.	n.a.
ヨルダン	1989	179.5	234.2
トルコ	1978	21.0	374.2
【アフリカ】			
エジプト	1984	112.0	304.6
モロッコ	1983	87.0	305.6
南アフリカ	1985	n.a.	n.a.
平均		69.3	229.9

（資料）Reinhart & Rogoff, This Time is Different Eight Centuries of Financial Folly, Princeton University Press, 2009を基に日本総合研究所作成

れば十分に対処可能とみられる水準の対外債務であっても、財政運営を継続していくうえで、非常な重圧を受けるケースが少なくない。1980年代や90年代の新興国の債務危機がその事例に該当する。当該国の経済情勢や政策運営が市場の信認を喪失すると、対外債務（国外債）の金利が急上昇する一方、国内においては、外国の債権者への元利償還を継続的に行うことに対する国民の抵抗感が強まり、政治的には国内債務デフォルトよりも容易な対外債務デフォルトが選択される、というケースがしばしばみられるのである。

(2) 重債務国が債務残高を縮減させていくには、どのようなアプローチがあるか

ここで、重債務国が政府債務残高を縮減させていくうえで、採り得るアプローチとしてどのようなものがあるのかを整理してみよう。

まず、「王道」ともいえるアプローチとして、①自力での財政再建があげられる。増税や歳出カットの断行を通じ、財政収支を好転させ、かつ、そうした財政運営を中長期的に持続させ、債務残高の縮減につなげる、というものである。

次に、②連続的な債務調整があげられる。これは、とりわけ政府債務残高の多くの部分が国内で消化されているケースでよくみられるもので、(a) 高インフレ、ないしはハイパー・インフレを一定期間持続させることによって、もしくは (b) 国内貯蓄を強制的に政府債務の消化に振り向けたり、国内の名目金利水準を人為的に低水準にとどめるといふ、いわゆる「金融抑圧」(Financial Repression、詳細は補論を参照) という手段を採用することによって、時間を費やしながら政府債務残高の実質的な価値の軽減を図ろうとするものである。(a) 高インフレやハイパー・インフレとしては、図表5のような事例があるが、これらの国々の経験からも明らかなように、ある程度の年月が経過した後、最終的には非連続的な債務調整へと事態が展開するケースも少なくない。また、(b) 「金融抑圧」は、当然のことながら、そうした政策運営が可能となるのは、あくまで国内における政府債務等の金利に関してのみであって、外国の債権者に対して低金利を強要するなどということは不可能であることに留意する必要がある。「金融抑圧」は、実際にはインフレを伴いつつ実行されることが多い。過去の例をみても、こうした政策対応が可能となるのは、あくまで①外国為替制度としては固定相場制を採用し、②厳格な資本移

(図表5) ハイパーインフレや高インフレが発生した国の国内債務、マネタリーベースの状況

国名	発生前	インフレ率	国内債務/GDP比率	マネタリーベース/GDP比率
【ハイパーインフレ】				
アルゼンチン	1989	3,079.5	25.6	16.4
ブラジル	1987	228.3	164.9	9.8
	1990	2,947.7	155.1	7.1
ドイツ	1920	66.5	52.6	19.4
	1923	22,220,194,522.37	0.0	0.0
【高インフレ】				
ギリシャ	1922	54.2	53.0	34.3
	1923	72.6	41.3	32.7
イタリア	1917	43.8	79.1	24.1
	1920	56.2	78.6	23.5
日本	1944	26.6	236.7	27.8
	1945	568.1	266.5	74.4
ノルウェー	1918	32.5	79.3	86.4
	1920	18.1	106.9	65.6
フィリピン	1981	13.1	10.4	6.6
	1984	46.2	11.0	13.9
トルコ	1990	60.3	14.7	7.4
	1994	106.3	20.2	7.1

(資料) Reinhart & Rogoff, *This Time is Different Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009を基に日本総合研究所作成

動規制が行われている状況下、いわば「閉鎖経済」下に限られることに注意する必要があるだろう。開放経済下では、当然ながらそうした政策運営を嫌って、国外への資本流出を生じさせることになるからである。

そして、政府債務残高縮減のための最後の手段としては、③非連続的な（＝通常の財政運営を継続し得ない）債務調整が挙げられる。これは、(a) 非連続的な対外債務調整と、(b) 非連続的な国内債務調整とに分けられる。

(a) 非連続的な対外債務調整の具体的な手法としては、対外債の元利償還の停止が基本となるが、実際にとられるアプローチとしては、元本の価額を旧国債よりも大幅に割り込む形で設定したり、利率を低水準に抑制する形で設定するなどした新国債の交換発行等の手段がある（注2）。国家の破たん処理に関する国際的な共通ルールは未だ存在せず（注3）、また、中立的な立場で破たん処理に関与する裁判所のような組織も存在しないために、実際の処理はケースごとに外国の債権者団との交渉を経て、当事者が自発的に関与する形で行われることが多い。裁判所が存在しないため、強制執行の手段も存在しない。債務者である破綻国から、新国債との交換発行が提案されたとしても、外国の債権者側にはこれに応じる義務はないため、実際にはデフォルトした旧国債をそのまま保有し続けるケースも少なくなく、その場合の債務国からの扱いも不透明なケースが少なくない模様である（図表6、注4）。

（図表6）過去に行われたソブリン債券リストラクチャリングの特徴

(10億ドル、%)

	交換オファーの時点	債券の価額	割引現在価値のおよその削減率	参加率	hold-outの取扱い
【デフォルト後のリストラクチャリングのケース】					
アルゼンチン	2005年1月	81.8	70	76	不透明
エクアドル	2000年7月	6.5	40	99	満額支払い
ロシア	2000年7月	31.8	50	99	リオープンのおffer
【デフォルト前のリストラクチャリングのケース】					
ドミニカ共和国	2005年3月	1.1	5未満	93	満額支払いの模様
パキスタン	1998年11月	0.6	35	99	リオープンのおffer
ウクライナ	2000年2月	2.8	40	99	満額支払い
ウルグアイ	2003年4月	5.3	15	93	満額支払い

（資料）Paul Bedford, Adrian Penalver and Chris Salmon, "Resolving sovereign debt crises: the market-based approach and the role of the IMF", *Financial Stability Review*, June 2005, Bank of Englandを基に日本総合研究所作成

他方、(b) 非連続的な国内債務調整の手法としては、国内債の元利償還の停止や、元本を大幅に切り下げる形での新国債との交換、国債利率の強制的な引き下げ、家計・企業といった国内経済主体に対する政府の債務（歳出）不履行等が挙げられる。また、それを実行するための手段として、預金封鎖や新通貨への切り替えが行われることもある。これに関しては、典型的な事例である、第二次大戦直後のわが国の経験を、次章で詳述する。

以上が、重債務国が政府債務残高を縮減させていくときのアプローチであるが、実際には、これらのアプローチの複数を、結果的に組み合わせる形で対応が行われることも多い。ただ、いずれのアプローチによるにせよ、③ (a) の非連続的な対外債務調整を除き、その過程においては、当該国の国民の負担（痛み）を必ず伴うことに注意が必要である。もっとも、非連続的な対外債務調整の場合も、近年の

国際金融情勢からすれば、2012年のギリシャのデフォルトの事例からも明らかなように、当該国民の相応の負担（痛み）を伴うことなしに、外国の債権者が納得して債権放棄に応じることはあり得ない状況にある。なお、これらの各アプローチ間の相違点は、(イ) 当該国の国民に及ぶ負担の程度や期間、(ロ) 政府債務残高が縮減される過程において、安定的な財政運営が可能か否か、という点にある。

(3) 「政府債務残高250%」のもつ意味

以上、重債務国が最終的に、デフォルト等の非連続的な債務調整に至ったケースを中心にみてきた。

ここで、重債務を負いながらも、非連続的な債務調整に至らずに済んでいる事例にはどのような国があるのかを確認してみよう。

図表7は、IMFのHistorical Public Debt Databaseに基づき、1980年代以降に、政府債務残高規模が名目GDP比で200%を超過した国をピックアップしたものである。それによれば、先進国で重債務国に該当する事例は皆無で、もっぱら中南米やアフリカ等の新興国や極貧国が並ぶ形となる。所得水準が低く、経済自立が困難であるがゆえに、先進国政府からの借り入れを受けているケースなどが含まれ、成熟した先進国経済が多額の政府債務を抱えるのとは、まったく事情が異なる例がほとんどであるといえよう（注5）。

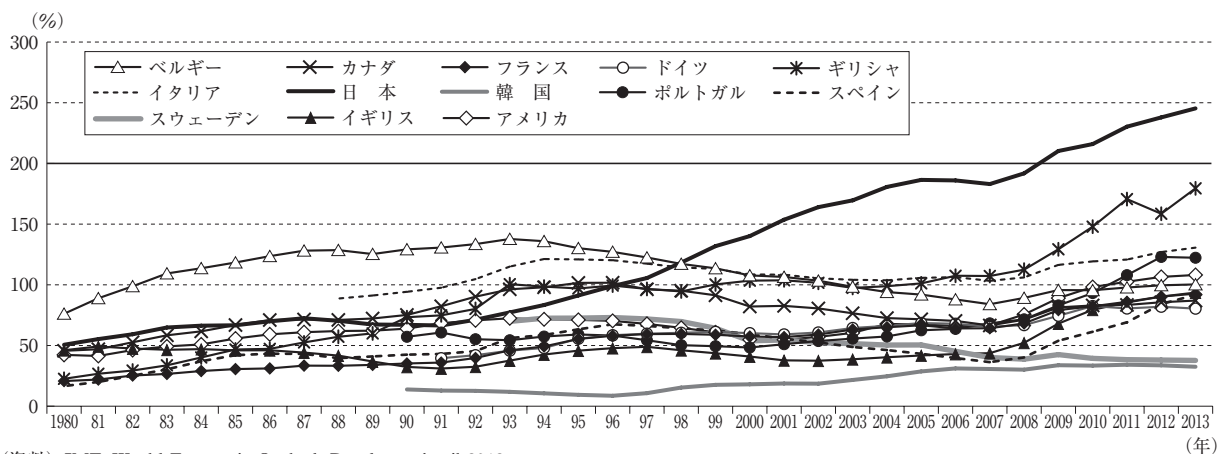
また、主要先進国において、資本移動規制がおおむね撤廃され、金融自由化が進んだ1980年代以降の政府債務残高規模（名目GDP比率）をみたものが図表8である。政府債務残高の名目GDP比が100%を大きく上回ったことのある国としては、わが国以外では1990年代前半のベルギーやイタリアなどがあるが、いずれも自力での財政再建努力により、その後100%近辺まで持ち直している。近年の欧州債務危機を

(図表7) 1980年代以降に、政府債務残高規模が名目GDP比で200%を超過した国の事例
(先進国、新興国とも対象)

国名	期間(年)	
アンゴラ	1995	
コンゴ民主共和国 (旧ザイール)	1998	1999・2001
コンゴ共和国	1996	1999
ギニア・ビサウ	1987	2006
ギアナ	1977	2000
ニカラグア	1983	2003
サントメ・プリンシペ	1995	2006
シエラレオネ	1998	2000
スーダン	1992	1996
ベトナム	1992	
イエメン	1996	
ザンビア	1995	1996

(資料) IMF Fiscal Affairs Department, Historical Public Debt Database, September 2012 versionを基に日本総合研究所作成

(図表8) 先進各国の1980年代以降の債務残高規模（GDP比率）の推移



(資料) IMF, World Economic Outlook Database, April 2013

受けて、ギリシャやイタリア、ポルトガルなどの政府債務残高規模が大きく上昇しているものの、ギリシャを除き、その水準は150%までには至っていない。また、足許、約180%に到達しているギリシャを含め、これらの国々ではいずれも、債務残高規模の増勢をピークアウトに向かわせる財政再建策がすでに講じられているほか、ギリシャに関しては、2012年に2度にわたり秩序立った形でのデフォルト（外国債権者の債権放棄を含む非連続的な債務調整）も強行された。

このように、本章を通じてみる限り、国内外の歴史的な経験を振り返っても、政府債務残高規模がGDP比200%を超過した事例は、ごく限られることがわかる。

1980年代以降の比較的最近に限ってみれば、200%を超過した事例は、アフリカ等の新興国（開発途上国）に限られる。とりわけ、経済が成熟した先進国が、資本移動規制を撤廃し、変動為替相場に移行した1980年代以降、換言すれば、人為的な低金利で国内民間部門に国債の引き受けを強要する「金融抑圧」が事実上困難な開放経済下の状況において、政府債務残高が名目GDP比で200%超に達したケースは皆無である。よって、成熟した先進国経済が、そうした重債務国状態から自力で立ち直り、安定的な財政運営軌道を回復できたケースも、当然ながら存在しない。ちなみに、近年のギリシャのケースは、2011年に政府債務残高のGDP比が約170%に至った段階で、非連続的な債務調整（デフォルト）に追い込まれている。

（注1）Reinhart & Rogoff [2009] はこのほかにも、以下のように述べている。

「今回の標本で、対外債務デフォルトと高インフレに関しては全体像をかなり把握できたと自負しているが、国内債務デフォルトに関しては、法律上のデフォルトに限っても、一体いくら事例が漏れているかさえわかっていない。本章では、国内債務の明らかなデフォルトや再編が古い記録のなかにいかに隠されていたかを、さまざまな角度から示す。こうしたわけで、今回数えた国内債務デフォルトの件数が実際よりかなり少ないことはまちがいない」（邦訳版206ページ。訳出は原典に鑑み筆者が一部加筆）。

「多くの国の政府や国際機関が国内債務に関する時系列データを容易に利用できるように整備せず、透明性が欠如しているのは、まことに解せない。これらの国の政府は、国内市場でも国外市場でもしきりに国債を売りさばこうとしている。しかしふつうは、政府の過去の返済履歴が不透明であれば、新発債にはより高いリスク・プレミアムを要求されるだろう。さらにふしぎなのは、いやしくも国際投資家たるものが、これから買おうとする証券の価値にかかわるこうした履歴情報をなぜ要求しないのか、ということである。どんなクレジットカード会社でも、消費者の購買履歴や返済履歴を知りたいと考えるし、過去にどんな状況でどの程度の債務負担を処理してきたかを調べようとする。まったく同じように、政府に関してもこうした過去の実績に関する情報は重要である」（邦訳版217ページ）。

「これでは、大方の政府は資金調達コストが跳ね上がるのを恐れて、積み上がった債務や債務保証に伴うリスクの本当のところを資本市場に知らせたくないのだと邪推せざるを得ない。…（後略）…」（同上）。

（注2）近年の欧州債務危機のなかで、ギリシャは2012年に2回、デフォルトした。3月の最初のデフォルトでは、旧国債を、額面を大幅に下回る新国債と交換する、という手法がとられたが、12月の2度目のデフォルトに際しては、新国債がさらにその新額面を大幅に下回る時価で取引されていたことを受け、ギリシャ政府が新国債を、その時価で買い戻す（＝額面との差額分の元本償還を免れる）、という形でのデフォルトが実行された。

（注3）1980～90年代の債務危機の多発を受けて、2000年代の初頭、IMFを中心に、国家債務再編メカニズム（SDRM：Sovereign Debt Restructuring Mechanism）の議論が国際金融界で行われていた時期が存在したものの、アメリカの反対等があった模様で、その後、立ち消えになっている。

（注4）例えばアルゼンチンにおいては、2001年のデフォルトに際して、2005～2010年に債務再編による新国債との交換（旧国債対比で元本額面を4分の1に切り下げ）が行われたが、これには応じた債権者と応じなかった債権者が存在した。アルゼンチン政府はその後、前者の債権者には元利払いを継続しているのに対して、後者の債権者（いわゆる“holdouts”）に対しては継続していない。そのため、これを不服とした後者の債権者が、旧国債がその管轄法下にあったアメリカで、裁判に訴えた事例が存在する。アメリカの連邦巡回控訴裁判所は2012年10月26日（第1審）、裁判官の全員一致で、「アルゼンチン政府は、新国債の交換に応じた債権者と応じなかった債権者を平等に扱うべきである」との評決を下している。

（注5）これらのケースには、バリ・クラブ等により、債権者である先進国側から、債務繰り延べ措置等を受けているものも含まれる。

3. 第二次大戦後のわが国の経験—非連続的な国内債務調整は、いかに行われたのか

欧州債務危機のさなか、ギリシャが2012年に2度にわたりデフォルトを余儀なくされたことは、先進国の開放経済移行後における初のデフォルト事例として、重く受け止められることになった。ただし、ギリシャの場合は、外国投資家による国債保有比率が高く、これは「非連続的な対外債務調整」に分類されるものであった。

では、国債の大半を国内で消化している国の財政運営の継続が立ち行かなくなったときには、いかなる顛末をたどるのか。本章では、その典型例として、第二次世界大戦後にわが国が余儀なくされた「非連続的な国内債務調整」の実像を、大蔵省財政史室編の『昭和財政史 終戦から講和まで』シリーズをはじめとする、財政当局監修のもとで公表された資料等を基に、つぶさに検証することを試みた。

(1) 終戦直後にわが国が直面した状況

1945（昭和20）年8月15日の第二次大戦終戦の時点で、わが国の財政は軍事関係の支出によって大きく拡大し、財政運営の継続はすでに困難な状態に陥っていた。国債に借入金を含めた政府債務残高の規模（対国民所得比）は、1944（昭和19）年度末時点ですでに約267%に到達していた（図表9）。加えて、戦時補償債務や賠償問題があり、政府債務の全体像は、名目上の国債・借入金残高を大きく上回り、確定が困難な状況にあった。

第二次大戦をはさんだ昭和期の国民所得と物価上昇率、国債残高等の推移は図表10の通りである。インフレが進行し、敗戦時の国民の財産・資産は、事実上、現預金に尽きるといっても過言ではないような状態であった。

第二次大戦前から終戦後にかけての国債の引き受け状況をみると（図表11）、金利は人為的に低水準

（図表9）国債借入金等残高の対国民所得比率等の推移
（1930<昭和5>～46<昭和21>年度）

年 度	国債借入金等 年度末残高 (百万円、A)	国民所得 (百万円) (B)	国債借入金等 対国民所得比 (%、A/B)	人口 (千人、C)	一人当たり国債 借入金等残高 (円/人、A/C)
1930	6,843	11,740	58.3	63,872	107
昭和5	7,053	10,520	67.0	64,870	109
31	7,911	11,332	69.8	65,890	120
32	8,917	12,417	71.8	66,880	133
33	9,780	13,131	74.5	67,690	144
34	10,525	14,440	72.9	68,662	153
35	11,302	15,546	72.7	69,590	162
36	13,355	18,620	71.7	70,040	191
37	17,921	20,008	89.6	70,530	254
38	23,566	25,354	92.9	70,850	333
39	31,003	31,043	99.9	71,400	434
40	41,786	35,834	116.6	71,600	584
41	57,152	42,144	135.6	72,300	790
42	85,115	48,448	175.7	73,300	1,161
43	151,952	56,937	266.9	73,800	2,059
44	199,454	—	—	72,147	2,765
45	265,353	360,855	73.5	75,750	3,503
46					

（資料）大蔵省財政史室（編）『昭和財政史 終戦から講和まで 第11巻 政府債務』東洋経済新報社、1983（昭和58）年5月

（原資料注1）国債借入金等年度末残高は、国債、借入金、短期証券および一時借入金の合計額。外貨債の円換算は、英貨1ポンドにつき9円763、米貨1ドルにつき2円006、仏貨1フランにつき0円387。

（原資料注2）国民所得は、昭和20年までは暦年ベース、21年は年度ベース。

(図表10) 第二次大戦をささんだ昭和期の国民所得と物価上昇率、国債残高等の推移

年度	国民所得		(参考)		消費物価		物価指数		国債現在高		国債新規発行額		国債現金償還額		国債利子支払額	
	前年比	(A)	人口(千人)	消費物価指数(昭和50年=100)	物価指数前年比	物価指数(昭和50年=100)	物価指数前年比	(B)	(B/A)	(C)	(C/A)	(D)	(D/A)	(E)	(E/A)	
1930 昭和5		11,740	63,872				0.885	5,956	50.7	110	156	1.3	298	2.5		
31	▲10.4	10,520	64,870	▲15.5	100	100	0.748	6,188	58.8	213	56	0.5	300	2.9		
32	7.7	11,332	65,890	11.0	18.25	18.25	0.830	7,054	62.2	834	32	0.3	316	2.8		
33	9.6	12,417	66,880	14.6	22.42	22.42	0.830	8,139	65.5	920	20	0.2	361	2.9		
34	5.8	13,131	67,690	2.0	26.09	26.09	0.970	9,090	69.2	866	21	0.2	394	3.0		
35	10.0	14,440	68,662	2.5	29.39	29.39	0.994	9,854	68.2	794	50	0.3	436	3.0		
36	7.7	15,546	69,590	4.2	31.07	31.07	1.036	10,575	68.0	719	48	0.3	428	2.8		
37	19.8	18,620	70,040	21.4	32.00	32.00	1.258	12,817	68.8	2,259	16	0.1	461	2.5		
38	7.5	20,008	70,530	5.5	33.20	33.20	1.327	17,345	86.7	4,548	20	0.1	561	2.8		
39	26.7	25,354	70,850	10.5	34.90	34.90	1.466	22,886	90.3	5,563	21	0.1	725	2.9		
40	22.4	31,043	71,400	11.9	37.30	37.30	1.641	29,848	96.2	6,983	21	0.1	925	3.0		
41	15.4	35,834	71,600	7.1	40.10	40.10	1.758	40,470	112.9	10,638	15	0.0	1,214	3.4		
42	17.6	42,144	72,300	8.8	41.70	41.70	1.912	40,470	112.9	14,973	0	0.0	1,631	3.9		
43	15.0	48,448	73,300	7.0	44.50	44.50	2.046	77,556	160.1	21,922	1	0.0	2,201	4.5		
44	17.3	56,937	73,800	13.3	46.50	46.50	2.319	107,633	189.0	30,825	755	1.3	2,942	5.2		
45	-	n.a.	72,147	31.7	48.50	48.50	3.053	140,812	n.a.	28,173	-	n.a.	3,891	n.a.		
46	-	360,855	75,750	432.9	51.20	51.20	16,270	173,125	48.0	27,804	42	0.0	5,189	1.4		
47	168.3	968,031	78,101	195.9	52.20	52.20	48,150	209,423	21.6	32,522	1,662	0.2	6,693	0.7		
48	102.6	1,961,611	80,006	165.6	53.90	53.90	127,900	280,433	14.3	70,533	3,582	0.2	8,490	0.4		
49	39.5	2,737,253	81,780	63.3	56.90	56.90	208,800	391,415	14.3	76,977	65,772	2.4	11,021	0.4		
50	23.5	3,381,500	82,200	▲6.9	58.80	58.80	246,800	341,423	10.1	880	50,871	0.3	11,177	0.4		
51	31.1	4,434,600	84,541	16.4	60.90	60.90	342,500	362,867	8.2	26,738	5,294	0.1	9,859	0.2		
52	17.6	5,215,900	85,808	6.6	63.20	63.20	349,200	437,454	8.4	13,326	13,326	0.3	19,531	0.5		
53	15.1	6,001,500	86,981	0.7	64.60	64.60	351,600	543,563	9.1	100,200	22,814	0.4	27,638	0.4		
54	9.8	6,591,700	88,239	▲0.7	66.40	66.40	349,200	535,518	8.1	5,259	23,875	0.4	29,528	0.4		
55	10.7	7,298,500	89,276	▲0.9	68.00	68.00	343,000	514,665	7.1	2,706	23,638	0.3	29,858	0.4		
56	12.0	8,173,400	90,172	0.0	70.00	70.00	358,000	493,752	6.0	1,643	23,638	0.3	27,349	0.3		
57	14.5	9,354,700	90,928	3.2	71.80	71.80	368,800	486,493	5.2	12,400	20,996	0.2	26,838	0.3		
58	2.8	9,616,100	91,767	▲0.6	73.00	73.00	344,800	487,015	5.1	34,047	34,393	0.4	26,572	0.3		
59	14.6	11,023,300	92,641	1.3	74.50	74.50	348,300	541,460	4.9	79,379	25,345	0.2	27,894	0.3		
60	20.4	13,269,100	93,419	3.8	76.00	76.00	352,100	520,896	3.9	8,076	31,538	0.2	26,204	0.2		
61	18.7	15,755,100	94,287	5.1	77.50	77.50	355,700	492,689	3.1	5,548	35,256	0.2	25,054	0.2		
62	12.5	17,729,800	95,181	▲1.7	79.00	79.00	349,700	461,830	2.6	3,428	35,387	0.2	21,536	0.1		
63	16.3	20,627,100	96,156	7.5	80.50	80.50	356,000	470,858	2.3	51,308	44,049	0.2	18,813	0.1		
64	13.4	23,390,400	97,182	4.0	82.00	82.00	356,700	494,014	2.1	60,657	39,831	0.2	17,993	0.1		
65	11.7	26,116,900	98,275	6.7	84.50	84.50	359,400	745,663	2.9	29,272	41,505	0.2	17,966	0.1		
66	16.8	30,503,500	99,036	5.2	86.00	86.00	367,100	1,476,051	4.8	768,429	38,161	0.1	42,134	0.1		
67	18.7	36,209,200	100,196	3.8	88.00	88.00	374,700	2,213,483	6.1	778,169	39,922	0.1	86,163	0.2		
68	18.3	42,848,700	101,531	5.3	91.20	91.20	377,900	2,732,760	6.4	578,045	59,293	0.1	130,270	0.3		
69	16.3	49,816,000	102,536	5.3	93.90	93.90	385,900	3,135,497	6.3	501,514	101,658	0.1	158,661	0.3		
70	18.7	59,131,500	103,720	7.6	95.00	95.00	399,900	3,651,618	6.2	645,368	130,018	0.2	186,780	0.3		
71	11.3	65,842,100	105,139	6.0	96.50	96.50	396,700	4,732,990	7.2	1,308,863	225,615	0.3	210,312	0.3		
72	15.6	76,125,400	107,589	4.6	98.00	98.00	399,900	6,552,058	8.6	2,060,127	238,999	0.3	323,204	0.4		
73	20.7	91,846,100	109,102	11.8	100.00	100.00	463,300	8,306,854	9.0	1,932,667	188,186	0.2	442,895	0.5		
74	23.7	113,586,000	110,573	24.3	89.40	89.40	608,700	10,515,728	9.3	2,464,827	268,568	0.2	572,725	0.5		
75	12.2	127,404,700	111,937	11.9	100.00	100.00	626,800	15,809,534	12.4	5,509,060	222,105	0.2	761,308	0.6		

(資料) 大蔵省財政史室(編)「昭和財政史 終戦から講和まで 第19巻 統計」東洋経済新報社、1981(昭和56)年4月を基に日本総合研究所作成
(原資料注) 国民所得は、昭和20年までは暦年ベース、21年以降は年度ベース。

(図表11) 国債消化状況の推移
(額面ベース、1937<昭和12>年7月～46<昭和21>年3月)

(千円)

会計年度	国債発行高 (A)	引受別			日本銀行 純売却高 (E)	引受額との差 (C-B)
		預金部 (B)	日本銀行 (C)	その他(*) (D)		
1937 昭和12 (*1)	2,230,000	350,000	1,780,000	100,000	1,086,844	693,156
38 13	4,530,500	780,000	3,750,500	-	3,286,929	463,571
39 14	5,516,500	1,500,000	4,016,500	-	3,246,501	769,999
40 15	6,884,500	1,890,000	4,994,500	-	3,803,259	1,191,241
41 16	10,191,000	2,150,000	8,041,000	-	6,723,263	1,317,737
42 17	14,259,000	3,050,000	11,209,000	-	10,614,001	594,999
43 18	21,147,000	5,900,000	15,247,000	-	13,851,257	1,395,743
44 19	30,347,500	10,400,000	19,947,500	-	17,483,332	2,464,168
45 20	33,111,227	11,859,000	16,252,227	5,000,000	21,945,400	▲ 5,693,173
1945年 4月	71,200	-	71,200	-	1,437,869	▲ 1,366,669
5月	1,500,000	500,000	1,000,000	-	2,072,301	▲ 1,072,301
6月	1,565,600	1,000,000	565,600	-	2,256,224	▲ 1,690,624
7月	3,500,000	1,000,000	2,500,000	-	2,130,567	369,433
8月	4,055,330	1,000,000	3,055,330	-	1,371,363	1,683,967
9月	5,000,000	1,500,000	3,500,000	-	2,084,735	1,415,265
10月	7,029,430	1,500,000	5,529,430	-	2,259,197	3,270,233
11月	-	-	-	-	1,831,668	▲ 1,831,668
12月	30,667	-	30,667	-	1,645,160	▲ 1,614,493
1946年 1月	300,000	300,000	-	-	▲ 331,610	331,610
2月	-	-	-	-	220,959	▲ 220,959
3月	10,059,000	5,059,000	-	5,000,000	4,966,967	▲ 4,966,967

(資料) 大蔵省財政史室(編)『昭和財政史 終戦から講和まで 第11巻 政府債務』東洋経済新報社、1983(昭和58)年5月を基に日本総合研究所作成

(注1) 昭和12年度は7月以降。

(注2) 「その他」の昭和12年度は国債シンジケート団引き受け、20年度は金融機関引受。

(図表12) 戦前の内国債・外国債の利率別残高の推移
(1930<昭和5>～45<昭和20>年度)

利率	区分	1930 昭和5	35 10	36 11	40 15	44 19	45 20
7分	外国債	-	-	-	-	5,218	5,185
	外国債	269,448	229,281	223,423	193,367	30,113	29,890
6分	外国債	239,448	220,696	216,233	195,495	193,231	192,539
	外国債	264,464	262,409	257,827	228,267	136,259	136,045
5分	内国債	4,215,094	4,401,810	2,265,707	2,265,662	2,218,755	2,218,760
	外国債	281,250	261,722	261,721	261,718	230,955	230,884
	計	4,496,344	4,663,532	2,527,428	2,527,380	2,449,710	2,449,644
4分5厘	内国債	-	715,000	715,000	715,000	315,000	-
	外国債	58,578	-	-	-	-	-
	計	58,578	715,000	715,000	715,000	315,000	-
4分	内国債	261,698	3,405,630	3,411,592	3,411,820	3,304,930	3,304,930
	外国債	365,837	357,754	357,751	357,748	292,178	292,145
	計	627,535	3,763,384	3,769,343	3,769,568	3,597,108	3,597,075
3分6厘5毛	内国債	-	-	-	500	920,500	954,350
3分5厘	内国債	-	-	2,865,252	21,977,296	99,093,032	132,547,751
割引	内国債	-	-	-	241,000	892,438	897,165
合計	内国債	4,476,792	8,522,440	9,257,551	28,611,277	106,744,656	139,922,957
	外国債	1,479,024	1,331,861	1,316,955	1,236,596	887,956	886,689
	計	5,955,817	9,854,301	10,574,506	29,847,873	107,632,612	140,809,647

(資料) 大蔵省財政史室(編)『昭和財政史 終戦から講和まで 第11巻 政府債務』東洋経済新報社、1983(昭和58)年5月を基に日本総合研究所作成

に抑えた(規制金利)うえで、そのほとんどを日本銀行と預金部(政府)が引き受ける状態にあった(注6)。

なお、この間の、日本国政府発行の外国債に関しては、戦時中の1942(昭和17)年から利払いが停止

されており、その後1952年まで、対外的にはデフォルト（債務不履行）状態が継続していた（図表12）。この表からは、1930年度の時点では、国債残高全体に占める外国債のシェアは約25%に達し、ただし適用利率は内国債よりかなり高めであったが、その後、外国での資金調達は困難となり、1945年度時点では、全体のわずか0.6%相当の残高を残すのみとなっていた様子がみてとれる。

(2) わが国が選択した非連続的な債務調整と異例の財政運営

このように、終戦時点で、わが国の財政運営が極めて厳しい状況に追い込まれたなか、当時の政権や財政当局である大蔵省によって、いかなる検討が行われ、政策が実施されていったのかを、やや詳しくみてみよう。

終戦直後の政権の状況、および主な財政・金融関係政策の流れをあらかじめ整理すれば、図表13のようになる。

(図表13) 終戦直後（昭和20～21年）の主な財政・金融関係政策の流れ

年	月 日	政治経済一般	財 政	金 融	内 閣	蔵 相
1945 昭和20	8月15日	終戦			東久邇内閣 (昭和20年 8月17日～ 20年10月 9日)	津島寿一
	8月28日		大蔵省に戦後通貨対策委員会設置			
	9月 2日	降伏文書に調印			幣原内閣 (昭和20年10月 9日～ 21年 5月22日)	渋沢敬三
11月24日		戦時利得の排除および国家財政の再編成に関する覚書				
46 昭和21	1月21日		司令部、政府借入の制限・支払制限に関し指令		第一次吉田内閣 (昭和21年 5月22日～ 22年 5月24日)	石橋湛山
	2月17日	食糧緊急措置令、隠匿物資等緊急措置令公布	臨時財産調査令公布	金融緊急措置令、日本銀行券預入令公布		
	3月 3日	物価統制令公布				
	7月24日		戦時補償全面打ち切り閣議決定	戦時補償全面打ち切り閣議決定		
	8月11日			金融緊急措置による封鎖預金を第一封鎖預金・第二封鎖預金に分離		
	8月15日	企業経理応急措置法公布		金融機関経理応急措置法公布		
	10月19日	戦時補償特別措置法、企業再建整備法公布	戦時補償特別措置法公布	戦時補償特別措置法、金融機関再建整備法公布		
	11月12日		財産税法公布			

(資料) 西村吉正 (編) 『復興と成長の財政金融政策』大蔵省印刷局、1994 (平成6) 年 8月を基に日本総合研究所作成

敗戦を迎えた1945 (昭和20) 年 8月、大蔵省には戦後通貨対策委員会が設置された。9月 2日、わが国は降伏文書に調印することとなるが、同月頃から、極めて切迫した財政・経済・金融状況を抱え、大蔵省内部で、専門の財政学者等を交え、具体的な対応策が検討されていくことになった。まず、同省内において、1946 (昭和21) 年度以降 5年間の収支推計作業が行われた。昭和21年度予算を概観すると、普通歳入120億円に対し、歳出は172億円、うち78.3億円が臨時軍事費借入金利子や補償金利子を含めた国債費であった。当時の財政・経済状況を当局がどのように認識していたのかは、昭和20年11月 5日の「財政再建計画大綱説明要旨」の以下の一節によく表れている。

… (前略) …然ラバ財政ノ現状及見透シ如何ト謂フニ戦時中無理ニ無理ヲ重ネ来リタル結果徹底的ナ

ル構想ノ切替ヲ行ヒ革新的手段ヲ講ズルニ非ザル限り今日迄ニ累積セル巨額ノ公債ノ処理ハ愚カ今後赤字公債ハ更ニ累増シ赤字公債ノ利子ヲ赤字公債ヲ以テ賄ワザルヲ得ザルベク其ノ状況ハ循環的且破局的ニ累進シ国家財政ヲ破綻セシメ、悪性インフレーションヲ昂進シ久シカラズシテ凡ユル社会経済秩序ヲ崩壊セシムルニ至ル公算極メテ大ナリ

このような厳しい財政状況を受け、大蔵省内では、①官業および国有財産払い下げ、②財産税等の徴収、③債務破棄、④インフレーション、⑤国債の利率引き下げが選択肢に上るなか、GHQによる押し付けではなく、あくまでわが国の財政当局の判断として、「取るものは取る、返すものは返す」という原則に象徴される対応が決定されていくこととなった。具体的には、一度限り、いわば空前絶後の大規模課税として、動産、不動産、現預金等を対象に、高率の「財産税」（税率は25～90%）が課税された（＝「取るものは取る」）。それを主な原資に、内国債の可能な限りの償還が行われ、内国債の債務不履行そのものの事態は回避された（＝「返すものは返す」）。他方、戦時補償債務を切り捨てるため、国民に対して、政府の負っている債務と同額での「戦時補償特別税」の課税も断行した。そして、これらの課税に先立ち、順番としては1番先に（1946<昭和21>年2月）預金封鎖および新円切り替えが行われている。

当時の政策運営上の意思決定の状況について、『昭和財政史 終戦から講和まで 第11巻 政府債務』（執筆者は加藤三郎東大教授）には、昭和20年10月14日の官邸での会合の列席者による回想として、以下のような記述がみられる（89ページ）。

…（前略）…大蔵省として天下に公約し国民に訴えて発行した国債である以上は、これを踏みつぶすということはとんでもない話だ、というような意見が勝ちを占めまして、おそらく私もその一人であつたろうと思うのですが、これは満場一致の形で、取るものは取る、うんと国民から税金その他でしぼり取る、そうして返すものは返す、こういう基本原則をとにかく事務当局で決めてしまいました。その場で財産税という構想が出まして、議論を重ねました。この財産税は結局日本戦後の財政史上、国内混乱を起こした以外何ものでもないことになりましたが、財産税の構想はその会合でたまたま議論が起こったものです。…（後略）…

（原資料：今井一男口述「終戦以後の給与政策について」『戦後財政史口述資料』第八分冊、昭和26年12月17日）

また、同11巻85ページには、以下のような記述もみられる。

…（前略）…山際次官（当時）はこの点について次のように語っている。
渋沢さんの大臣御在任中のことを、発生的に考えてみると、いろいろなことの発端が、やはり財政再建計画というやつから来ておる。五箇年計画というものを造って国債をどうするか、それを償還するために財産税ということになって、そのために通貨整理、封鎖ということに発展したのですね。
（財産税について－引用者<加藤三郎教授>）ほかの富の平均化とか、インフレ抑制策というものは、

あとからついて来たものです（注7）。

（原資料：「元大蔵大臣洪沢敬三氏口述（全）」『戦後財政史口述資料』第一分冊、昭和26年5月8日）

一度限りの大規模課税として賦課された財産税がいかなる性質のものであったのかは、その課税内容から明らかである（図表14）。課税対象は、預金封鎖実施直後の昭和21年3月3日現在の同居家族を含む個人資産であり、不動産等よりはむしろ、預貯金や保険、株式、国債等の金融資産がかなりのウエートを占めた。課税財産価額の合計は、昭和21年度の一般会計予算額に匹敵する規模に達している。また、本税の実施に先立って作成された、階級別の収入見込み額をみると（図表15）、国民は、その保有する財産の価額の多寡にかかわらず、要するに貧富の差なく、この財産税の納税義務を負うこととなった点がみてとれる。控除・税率の面では、国民一人当たりの課税価額10万円までが控除され、税率は課税価額10万円以上の最低税率が25%、最高税率は課税価額1,500万円以上で90%と、14段階で設定された。一人当たりの税額は、もちろん、保有財産額の多い富裕層が突出して多いことがみてとれるが、政府による税揚げ総額の観点からみると、いわば中間層からの税揚げ総額が最も多い形となっている。このように、戦後に実施された財産税は、その語感からは、ともすれば富裕層課税を連想しがちではあるが、実際にはそのような性質のものではなく、貧富の差を問わず、国民からその資産を課税の形で吸い上げるものであったといえよう。

（図表14）財産税課税財産価額（昭和21～26年度累計）

	（千件、百万円）	
	件数	財産価額
田	451	7,673
畑	418	2,997
宅地	567	13,570
山林	238	2,900
家屋	570	24,372
立木竹	217	5,716
国債	498	1,806
株式および法人の出資	678	16,324
銀行および信託預金	1,155	29,159
郵便貯金およびその他の預貯金	1,250	9,451
年金保険等	771	3,574
機械設備器具工具および什器	175	3,506
商品、製品、半製品および原材料	131	3,327
書画骨董	39	1,102
家庭用動産	1,324	4,647
その他	155	1,189
小計	9,277	136,141
控除額		
公租公課	359	5,082
債務	234	7,007
差引合計（その他控除を含む）	1,808	123,779
税法第18、19条による控除額	254	1,716
差引課税財産価額	1,808	122,062
（参考） 昭和21年度一般会計予算額		119,087

（資料）大蔵省財政史室（編）『昭和財政史 終戦から講和まで 第19巻 統計』東洋経済新報社、1981（昭和56）年4月を基に日本総合研究所作成

（図表15）財産税の実施時点における階級別見込み額

区分 （千円超）	人員 （戸）	財産価額		税額	
		1人当たり （千円）	総額 （百万円）	1人当たり （円）	総額 （百万円）
100	80,833	104	8,407	1,000	81
110	58,864	114	6,710	3,700	218
120	53,194	124	6,596	6,900	367
130	61,959	138	8,550	12,200	756
150	48,507	158	7,665	20,600	999
170	59,334	182	10,799	32,000	1,899
200	66,458	240	15,950	63,000	4,187
300	46,914	380	17,827	144,000	6,756
小計	476,063		82,504		15,263
500	24,054	675	16,236	329,750	7,931
1,000	6,651	1,175	7,815	663,500	4,413
1,500	3,515	2,025	7,118	1,284,750	4,515
3,000	1,267	3,700	4,688	2,576,000	3,263
5,000	522	8,500	4,437	6,591,000	3,440
15,000	102	52,471	5,352	45,834,000	4,675
小計	36,111		45,646		28,237
合計/平均	512,174	250	128,150	85,000	43,500

（資料）大蔵省財政史室（編）『昭和財政史 終戦から講和まで 第7巻 租税(1)』東洋経済新報社、1977（昭和52）年2月を基に日本総合研究所作成
（原資料）財産税法案・戦時補償特別税法案の議会提案と同時に参考として提出された関係書類

（注）本見込み額に関して、前尾繁三郎「終戦直後の財産税構想と徴税問題」(一)（『戦後財政史口述資料』第三分冊・租税）は、「その1年間のインフレの激化というものは非常な勢いだったのです」、「従って実際に行った財産税というものは、そう税額も大きくはなく、そう大きな役割を果たすことはできませんでした」と述べている（『昭和財政史 終戦から講和まで 第7巻 租税(1)177～183ページ』）。

(図表16) 国債償還資金の繰り入れ、使用額の推移

	1946 昭和21	47 22	48 23	49 24	50 25	51 26
国債償還資金	2,061,215	2,211,892	2,657,237	6,001,893	53,844,100	12,323,735
前年度より繰越額	447,742	447,363	576,560	129,397	1,487,220	1,482,222
当該年度繰り入れ額	1,613,473	1,764,529	2,080,677	5,872,496	52,356,880	10,841,513
うち財産税等収入金特別会計からの繰り入れ分	1,613,473	1,524,657	1,082,393	439,421	445	173
使用額	1,613,852	1,635,332	2,527,840	4,514,673	52,361,878	7,673,922
内国債	1,613,852	1,635,332	2,527,840	4,514,673	52,361,878	6,531,922
満期償還額	—	—	1,254,312	1,782,724	846,213	824,964
繰上償還額	—	—	—	—	4,173,061	2,635,809
買入消却額	199	240	1,035	1,919,169	34,945,635	3,070,977
借換公債募集金不足補てん額	180	—	—	—	—	—
財産税等収入金特別会計収入	1,613,473	1,524,656	1,082,393	439,420	445	172
国債消却額	—	110,436	190,100	373,360	12,396,524	—
国債整理基金保有国債消却額	—	—	—	—	—	—
外国債	—	—	—	—	—	—
借入金その他	—	—	—	—	—	1,142,000
差引翌年度繰越額	447,363	576,560	129,397	1,487,220	1,482,222	4,649,813

(資料) 大蔵省財政史室(編)『昭和財政史 終戦から講和まで 第11巻 政府債務』東洋経済新報社、1983(昭和58)年5月を基に日本総合研究所作成

(注) 1950(昭和25)年度の繰り入れ額には、ドッジの指導により、均衡財政を維持するために繰り入れられた「特別債務償還費」254億円を含む。

そして、そのようにして徴税された財産税を主たる原資に、昭和21～23年度前後に、可能な限りの内国債の償還が行われた(図表16)。

こうした財産税課税に先立ち、昭和21年2月17日には、預金封鎖および新円切り替えが断行されている(図表17)。新円：旧円の比率は1：1であった。日銀や民間金融機関も含めて極秘裏に準備したうえで、国民向けの公表は実施の前日16日に行われ、わずか1日で実施に移される、という、いわば「荒業」であった。

実際の政策運営の流れは図表13の年表で確認できるが、財産税課税等に先立って、預金封鎖・新円切り替えをまず、実施したのは、財産税課税のための調査の時間をかせぎつつ、課税資産を国が先に差し押さえた形であったとみることができよう。預金封鎖等を発動した「金融緊急措置令」が公布された2月17日には、同時に「臨時財産調査令」も公布されている。

こうした措置について、国民向けには「インフレ抑制のため」という説明で政府は通した。『昭和財政史 終戦から講和まで 第12巻 金融(1)』(執筆者は中村隆英東大教授)には、昭和21年2月16日の渋沢蔵相によるラジオ放送において、政策目的が以下のように国民に明らかにされたことが記されている(99ページ、速記記録のママ)。

皆サン、政府ハ何故コウシタ徹底シタ、見ヤウニ依ツテハ乱暴ナ政策ヲトラナケレバナラナイノデセウカ、ソレハ一口ニ謂ヘバ悪性インフレーショントイフ、国民トシテ実ニ始末ノ悪イ、重イ重イ生命ニモカカワルヤウナ病氣ヲナオス為ノ己ムヲ得ナイ方法ナノデス。…(後略)…

これに対して、国民からは相当な反発があったことが、『昭和財政史 終戦から講和まで』シリーズ

(図表17) 全国銀行・金庫の自由預金と封鎖預金残高の推移

<全国銀行・金庫合計> (百万円)

年	月	総 額	自由預金	第一封鎖預金	第二封鎖預金 (金庫の特殊 預金を含む)	特殊預金 (全国銀行 のみ)
1946	昭和21	3	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
		6	162,532	38,994	n.a.	33,557
		7	163,348	40,211	n.a.	34,964
47	昭和22	8	163,031	42,134	n.a.	35,851
		12	163,435	59,691	83,546	1,675
		3	169,552	79,144	70,493	369
		6	172,071	95,629	59,369	183
		9	205,110	135,516	52,749	112
48	昭和23	12	267,997	203,085	50,291	75
		3	276,071	238,801	31,884	10
		6	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

<全国銀行> (百万円)

年	月	総 額	自由預金	第一封鎖預金	第二封鎖預金	特殊預金
1946	昭和21	3	135,751	14,518	94,450	26,782
		6	141,217	18,072	89,587	33,557
		7	142,580	19,936	87,679	34,964
47	昭和22	8	142,422	21,944	53,372	35,851
		12	142,422	39,751	82,507	1,675
		3	148,644	59,140	69,619	369
		6	154,807	78,981	58,779	183
		9	184,467	115,288	52,360	112
48	昭和23	12	234,375	170,065	49,714	75
		3	257,075	220,020	31,695	10
		6	292,544	262,705	29,838	-

<金庫> (百万円)

年	月	総 額	自由預金	第一封鎖預金	第二封鎖預金 (含特殊預金)
1946	昭和21	3	n.a.	n.a.	n.a.
		6	21,315	20,922	393
		7	20,768	20,275	493
		8	20,609	20,190	418
		12	21,013	19,940	32
47	昭和22	3	20,908	874	29
		6	17,264	16,648	26
		9	20,643	20,228	25
		12	33,622	33,020	24
48	昭和23	3	18,996	18,781	25
		6	n.a.	n.a.	n.a.

(資料) 大蔵省財政史室(編)『昭和財政史 終戦から講和まで 第19巻 統計』東洋経済新報社、1981(昭和56)年4月を基に、西村吉正(編)『復興と成長の財政金融政策』大蔵省印刷局、1994(平成6)年8月を参考に日本総合研究所作成

(原資料注1) 昭和21年2月17日、勅令第83号「金融緊急措置令」公布・施行、同23年7月21日第一封鎖預金解除。

(原資料注2) 全国銀行は21年7月までと8月以降は集計方法が異なる。

(原資料注3) 全国銀行の21年12月の総額と内訳計数が不一致であるが、原資料のまま掲載。

(注4) 昭和21年10月19日の「企業再建整備法」、「金融機関再建整備法」を受け、23年2月、損失の切り捨てのため、第二封鎖預金を切り捨て。

(注5) 自由預金には、公金預金、金融機関預け金、およびその他預金がある。

(注6) 当時、全国銀行、金庫以外には、信託、信組、無尽、農業界、郵貯が存在。

では明らかにされている。ちなみに、『昭和財政史 終戦から講和まで』第12巻100ページには、執筆者である中村隆英東大教授による、以下のような記述がある。

… (前略) …これ以降の政府の説明もこの趣旨で貫かれている。こうして、大蔵当局の一時インフレの高進を抑え、時をかせごうというひかえ目な判断に基づく政策効果の見通しはかくされたまま、公式には徹底的なインフレ対策としての面のみが強調され、一般もそのような政策としてこれを理解することになったのである。そこにこの政策がのちに多くの批判をあびなければならなくなった最大の理由があったといえよう。… (後略) …

その後、昭和21年7月24日には、戦時補償の全面打ち切りが閣議決定された。続く8月15日には、「金融機関経理応急措置法」および「企業経理応急措置法」が公布され、これらの法律で指定された特別経理会社と金融機関は、8月11日で打ち切り決算を行い、この指定時をもって新旧勘定への分離が実施された。会社が現に従事している事業の継続等に必要な資産は新勘定で経理し、それ以外の資産は旧勘定で経理するほか、原則として指定時以降の原因による収入は新勘定に帰属させ、指定時以前の原因による収入は旧勘定に帰属させることとされた。

そして、10月19日には、「戦時補償特別措置法」が公布され、いわば政府に対する債権者である国民に対して、国側が負っている債務金額と同額の「戦時補償特別税」が賦課された(図表18)。これは、政府として、内国債の債務不履行は回避したものの、国内企業や国民に対して戦時中に約束した補償債務は履行しない、という形で部分的に国内債務不履行を強行した、とみることができよう。

(図表18) 戦時補償特別税の内訳(昭和21~26年度累計)

(千件、百万円)

	合 計		法 人		個 人	
	件 数	金 額	件 数	金 額	件 数	金 額
法施行日に現存する戦時補償請求権の価格	302	12,087	161	10,924	141	1,163
法施行日前に決済を受けた金額	1,971	63,812	475	41,831	1,496	21,981
現金払いまたは前渡金と相殺のあった金額	568	11,083	209	9,373	359	1,710
政府特殊借入金または特殊預金等により決済を受けた金額	1,656	52,732	320	32,461	1,335	20,271
政府特殊借入金または特殊預金等現在額	1,673	47,007	316	27,600	1,357	19,407
法施行日前に譲渡した金額	44	3,922	29	3,474	16	447
法施行日前に償還払戻解除を受けた金額	57	1,802	26	1,386	30	416
課税価格計	2,250	75,900	631	52,757	1,619	23,144
法第10条による控除額		333		59		275
納付税額	306	57,537	111	49,061	195	8,475

(資料) 大蔵省財政史室(編)『昭和財政史 終戦から講和まで 第19巻 統計』東洋経済新報社、1981(昭和56)年4月を基に日本総合研究所作成

また、同じ10月19日には、「金融機関再建整備法」および「企業再建整備法」も公布された。これによって、民間金融機関等の経営再建・再編に向けての債務切り捨ての原資として、昭和23年3月に第二封鎖預金が充当されたのである(図表19)。

以上が、「非連続的な国内債務調整」の典型例として、わが国が第二次大戦終戦直後に経験した厳しい債務調整の実情である。本章でみた事実からは、国債が国として負った借金である以上、国内でその

(図表19) 金融機関再建整備最終処理状況

(百万円)

金融機関	確定損	確定損負担源泉別状況						調整勘定利益金 (27年9月末)
		確定益	積立金 取崩	資本金 切捨	整理債務 切捨	指定債務 切捨	政府補償	
銀行	27,490	6,205	1,308	1,581	17,997	30	367	8,345
特別銀行	7,687	500	278	237	6,669	—	—	—
普通銀行	15,441	3,838	947	1,331	9,339	—	1	—
貯蓄銀行	1,747	323	15	72	1,079	—	241	—
信託銀行	1,253	71	66	123	858	—	124	—
無尽会社	625	75	10	36	43	1	455	126
信用組合	743	69	36	93	175	1	323	72
金庫	4,563	38	12	147	116	1	4,268	1,784
保険	8,370	1,533	436	60	2,547	—	3,863	2,280
県農組	2,868	164	50	109	25	2	2,509	—
市町村農組	—	—	—	—	—	—	403	—
合計	44,659	8,084	1,852	2,028	20,873	35	12,192	12,607

(資料) 大蔵省財政史室(編)『昭和財政史 終戦から講和まで 第19巻 統計』東洋経済新報社、1981(昭和56)年4月を基に日本総合研究所作成

大部分を引き受けているケースにおいて、財政運営が行き詰まった場合の最後の調整の痛みは、間違いなく国民に及ぶ、という点が明らかであるといえよう。

(注6) もっとも、図表11からも明らかのように、当時の日銀は、政府から引き受けた国債の相当な部分を、オペを通じて市中に売却し、資金吸収を行っていた。こうした実際の政策運営については、鳥 謹三 [1983]、翁 邦雄 [2013]、馬場直彦 [2013] などで指摘されていることではあるものの、最近の国内論調における高橋財政の一般的にとらえ方においては看過されていることが多いようにも見受けられ、注目に値する。

(注7) 『昭和財政史 終戦から講和まで 第11巻政府債務』の本部分に関する脚注には、以下のような記述がある。

なお、渋沢蔵相は、本文中で引用した山際次官の最後の発言にたいして、「しかし、インフレの抑制ということは、僕は初めから考え方にあった。」と述べている。この場合、渋沢のいうインフレは、主として、財政不均衡を放置すれば発生しうべきインフレーションであり、山際の念頭にあったインフレは浮動購買力によって現実に生じつつあったインフレであろう。

4. わが国の今後の財政運営の課題

ここまでの議論をいったん整理しよう。国内外の歴史を振り返る限り、GDP対比でみた政府債務残高規模が200%を超過した事例はごく限られる。第二次大戦終戦時のわが国も、その数少ない事例の一つである。

さらに、200%超の規模の政府債務残高を抱えるに至った国が、大幅な増税・歳出削減という自力での抜本的な財政構造改革のみによって、債務残高規模を縮減させていった事例は、少なくとも開放経済下の成熟経済国においてはほとんどみられない。

政府債務残高規模を、永久に増やし続けたままで国家が存続することはあり得ない。わが国が、250%規模にまで膨張した政府債務残高を、非連続的な債務調整を避けつつ、安定的な縮減軌道に乗せることのハードルは極めて高いといえよう。ただし、先例がほとんどないからといって、不可能と断言するのも早計であろう。

今後、何としても回避すべきは、戦後のわが国が経験したような「非連続的な国内債務調整」であることは論をまたない。戦後の経験からも明らかのように、非連続的な国内債務調整に伴う国内経済の混乱は余りにも大きく、国民は所得階層にかかわらず一律に重い財政負担を短期間のうちに強いられ、国民一人ひとりの人生、国民生活全体へも甚大な影響が及ぶことになる。

もちろん、世界大戦の敗戦国としての当時と現在とでは、わが国が置かれた状況は大きく異なっている。当時の政府債務残高の規模（国民所得比で約260%）が、足許の政府債務残高規模にほぼ一致する点であるが、だからといってわが国の財政運営が、直ちに継続困難になる、というわけではない。もっとも、仮に今後のわが国が、国債の大半を国内で消化するという、第二次大戦時とほぼ同様の状況下で、市場金利の上昇等により、安定的な財政運営の継続が困難な事態に追い込まれた場合、終戦後にわが国が講じたのと同様の政策を、部分的にせよ発動せざるを得なくなる可能性も否定できないのではなかろうか。「預金封鎖」や「資本移動規制」といった事態は、必ずしも歴史上の遺物とも言い切れない。欧州債務危機下のキプロスでは、本年入り後、実際に発動を余儀なくされた。現代においても、場合によっては十分にあり得る政策運営上の選択肢なのである。

(1) 金利上昇に対する耐久力を何で測るか

他方、連続的・漸進的な財政再建であっても、国民生活や企業活動への痛み、景気へのマイナス影響を伴うのも事実である。安倍政権は現に、この点を気にかけて、2014年度に予定されている消費税率の引き上げについて、最終決定に慎重な姿勢をみせている。では、わが国が財政再建を進めるうえで、残されている時間的な余裕はどれほどなのだろうか。

これは、わが国の財政運営が、市場金利上昇にどれほど耐え得るか、という観点から測ることができよう。そのポイントは二つある。

1点目は、国債の調達構造の点である。わが国の場合、かつては10年債、20年債等の長期・超長期固定利付債による調達が高いウェートを占めていた。2000年前後から、それらの借り換えによる、10年前、ないし20年前の市場金利との対比での「借り換えによる利払費節減」効果は近年、極めて大きく、国債残高の増嵩に伴う利払い費増を打ち消して余りあるほどであった。だからこそ、新発国債をいかに増発しようとも、リーマン・ショックや東日本大震災という異例の事態が続いても、国の財政運営上は大きな支障をきたすことなく、今に至っているのである。しかしながら、日銀が最初の量的緩和に踏み切った2001年からすでに10年余りが経過し、そうした「借り換えによる利払い費節減」効果はすでに一巡しており、利払い費は遠からず、国債残高規模見合いで急増局面に入ることが確実な情勢にある。加えて近年、わが国では、調達年限の短期化が相当に進展している。このため、毎年度の借換債発行規模が極めて大きく、利払費は市場金利変動の影響を極めて受けやすいという、主要国のなかでも突出して脆弱な国債調達構造となっているのである。

金利上昇への耐久度を測る二つ目のポイントは、財政赤字の幅である。国の財政運営が市場の信認を1度失うと、少なくとも、政府債務残高規模の増加傾向を目先2～3年以内に止められるだけの財政運営を打ち出せない限り、市場金利の上昇は止められない—これが近年の欧州債務危機の教訓である。

政府債務残高規模の増加傾向を止めるには、プライマリー・バランス均衡では足りず、一定のプライマリー黒字幅を安定的に計上することが必要である。経済成長率、市場金利動向にかかわらず、これを確実に達成するためには、国債費も含めた財政収支均衡を目指すことが求められ、それゆえに、欧米の主要国は財政運営上の目標をプライマリー・バランスではなく財政収支の均衡に置いている。

財政収支赤字幅は毎年度の新発国債発行額に相当するが、わが国の2013年度当初予算では43兆円強に

達している。要するにわが国の場合、金利上昇への耐久力は極めて乏しいといえる。そしてこの点は、すでに債務危機を経験している欧州各国と比較しても、相当に劣るのが事実であろう。

安倍政権のスタンスとして、日銀とともに「物価上昇2%」を政策運営上の最優先の目標に掲げている。その自然な結果としての金利上昇は、すでに始まりつつあり、今後も一段の金利上昇は十分にあり得る話であろう。ゆえに、わが国は「国債の国内消化のウエートが高いゆえ、市場金利は上昇しない」とは、もはやいえない局面に入ったといえよう。

足許のような、財政赤字幅43兆円という財政状況で、市場金利の上昇局面に突入することは極めて危険である。いったん、市場金利が大きく上昇すると、利払費の急増による財政運営硬直化を通じて、先行きの財政リスクが真剣に懸念される事態に至る可能性が高い。そこで、金利上昇と債務膨張の相乗的な高まりという悪循環を回避するためには、わが国は債務残高規模の膨張に歯止めをかける意思と能力があることを示すこと、すなわち財政収支赤字幅（足許では43兆円規模）をゼロまで縮小させるに足るだけの、極めて大幅な財政再建策を1～2年程度の短期間で実行することを市場から迫られることになる。そのような大幅な財政再建策が、短期間のうちに曲がりなりにも達成できれば、悪循環のスパイラルから脱却することは可能であろう。他方、それが達成できず、市場金利の上昇を止められない場合は、最終手段ともいえる「非連続的な国内債務調整」を余儀なくされる可能性も排除し切れないのではないか。

安倍政権として、まず、わが国の置かれた厳しい財政の実情と正面から向き合い、その認識を国民と共有することが必要である。政府債務残高規模の増加傾向を放置したまま、国が未来永劫存続できることはあり得ないことを肝に銘じるべきである。

わが国の金利上昇に対する耐久力の乏しさを考えれば、抜本的な財政再建に一刻も早く着手し、毎年度、着実に進めていくことが求められる。痛みを伴う改革を先送りせず、「できるだけ早期に全体像を描いて着手」し、「毎年度着実に進める」ことこそが、先行きの市場金利上昇の度合いの抑制につながり、ひいては、長い目で見たときの経済・景気への悪影響も、最小限に抑制できると考えられる。

(2) わが国の今後の課題

安倍政権は本年6月の『骨太の方針』における「中長期の財政健全化に向けて」において、以下のよう

… (略) … 国・地方のプライマリーバランスについて、2015年度までに2010年度に比べ赤字の対GDP比の半減、2020年度までに黒字化、その後の債務残高の対GDP比の安定的な引き下げを目指す。

もっとも、足許の状況をみると、安倍首相は、2014年4月に予定されている消費税率の引き上げ実施の最終判断を、景気情勢への悪影響等を見極める観点から、9月以降に先延ばしする意向を示しており、本稿執筆時点で検討されている「中期財政計画」の姿は、必ずしも上述の「骨太の方針」で掲げた目標の達成を確実にすることを担保できるものとはなっていない模様である。

景気への配慮はもちろん必要ではあるが、逆にそれに固執し過ぎるあまり、財政再建に向けた取り組

みが手つかずのまま放置されるような事態となると、先に財政危機が到来することともなりかねない、と懸念される。国債の大部分を国内の民間資金が引き受けているわが国において想定される財政危機の姿は、第二次大戦直後に経験したのと同様の、国民一人ひとりに重い負担を強いる非連続的な国内債務調整、国内デフォルトである。これは、国民にとって、ギリシャが昨年経験した対外債務デフォルトとそれに付随した緊縮措置よりも、もっと厳しいものとなる可能性が高い。そうした事態に至ることは、何としても回避しなければならない。

それゆえ、7月の参議院選挙で勝利し、少なくとも3年間の安定的な政権基盤を得た安倍政権は今後、本腰を入れて、以下のような財政再建に取り組むことが求められる。

①中長期的な要財政緊縮額の把握がまず必要

まず第1に、わが国が将来にわたり、安定的な財政運営を担保するためには、果たして毎年度当たり何十兆円規模の財政緊縮が必要になるのか、という現実と、安倍政権は正面から向き合ってきたと把握する必要がある。「安定的な財政運営を将来にわたり担保する」ためには、少なくとも、「政府債務残高規模（名目GDP比）の増加傾向に歯止めをかける」ことが必要になる。「骨太の方針」で掲げられた2段階の目標のうち、「2015年度のプライマリー・バランス赤字幅GDP比半減」は、あくまで通過点に過ぎず、中長期的な財政運営上の最終目標ではない。「2020年度以降、政府債務残高規模の対GDP比の安定的な引き下げ」こそを、わが国の今後の財政運営上の目標に据えるべきである。そのためには、プライマリー・バランスの均衡では不足である。金利と成長率の関係にかかわらずこれを確実に達成するためには、一定の幅でのプライマリー黒字を相当な期間にわたり計上することが必要になる。最終的には財政収支均衡を目指すことが求められているのである。財政収支の赤字幅は、毎年度の新発国債発行額に相当する。わが国の場合、2013年度当初予算で43兆円余りである。

なお、複数の主要な国際機関から、わが国が今後、安定的な財政運営を継続できるようにするために必要な所要財政緊縮額の見通しが、最近、相次いで提示された（図表20）。「安定的な財政運営を継続できるようにする」ための尺度は、国際機関ごとにやや異なってはいるが、所要財政緊縮幅はおおむね名目GDP比で10%超との見方は各国際機関に共通している。これを2012年の名目GDPで金額換算すれば50兆円相当、ということになる。「日本が、安定的に財政運営を継続していくためには、最終的に年当

（図表20）わが国の所要財政緊縮額に関する、国際機関の見方

国際機関名	所要財政緊縮額の尺度・時期	所要財政緊縮幅	公表時点	公表媒体
経済協力開発機構 (OECD)	公的債務残高比率を2020年までに安定化させるために必要な改善幅	プライマリー・バランスを4%の黒字（2012年▲9%）となるよう改善することが必要	2013年4月23日	対日審査報告書
国際通貨基金 (IMF)	今後10年で、債務残高対GDP比を確実に引き下げるために必要な改善幅	GDP比11%の構造的財政調整が必要（←2012暦年の名目GDP475.8兆円から計算すれば、52.3兆円規模）	2013年5月31日	対日4条協議終了後の声明
国際決済銀行 (BIS)	2040年までに債務残高GDP比を200%に引き下げるために必要な、構造的プライマリー・バランスの調整幅（対潜在的GDP比率）	「政府債務平均金利」―「名目成長率」の格差（日本は2013年0.2%）によって場合分け 2013年並みで推移する場合 対潜在的GDP比13.3～14.9% 今後5年間で1%に上昇する場合 対潜在的GDP比17.9～19.6%	2013年6月23日	第83次年次報告（2012年4月～2013年3月）

（資料） OECD, OECD Economic Surveys JAPAN, April 2013, IMF, 2013 Article IV Consultation with Japan Concluding Statement of the IMF Mission, May 31 2013, BIS, 83rd Annual Report, Basle, June 23 2013を基に日本総合研究所作成

たり現状対比で50兆円規模の財政緊縮を断行することが必要」というのが、各国際機関でほぼ共通した見解なのである。わが国はこれまでのG20等の国際会議の場で、「信頼に足る中期財政計画」を策定することが求められている。その際の主要各国、国際機関等からの客観的な目線は、この「年あたり50兆円規模での最終的な財政再建」という線にあることは、ほぼ間違いのないであろう。

ちなみに、わが国の所要財政緊縮額の見通しを示している国際機関の一つであるIMFは、2013年8月5日公表の対日審査報告において、さらに踏み込み、わが国が必要としている名目GDP比11%（52.3兆円相当）の構造的財政調整を達成するために、歳入面、歳出面のそれぞれにおいて、2020年までに実施すべき政策プランの例をも示している（図表21）。歳入面は、消費税率引き上げによる増収が柱となっている。具体的には、消費税率を、当初の予定通り2015年までに10%にまで引き上げることは当然織り込まれ、その後さらに15%にまで引き上げることが前提とされている一方で、それとセットの形で、現行35%の法人税率を25～30%にまで引き下げる、という、成長戦略にも配慮した選択肢が示されている。歳入面ではそのほかに、各種控除の縮小等による個人所得税の課税ベースの拡大や、専業主婦からの年金保険料・医療保険負担上乗せ金の徴収、年金給付額の課税面での優遇措置の廃止、炭素税の導入、相

（図表21）IMFによる、わが国の財政調整プラン（2011年末から2020年）

（とくに断りのない限り、対名目GDP比、%ポイント）

	当局の現行計画に関するIMFスタッフの推計	財政調整のオプション
（前提）		
消費税率（%）（現行5%）	10	15
法人税率（%）（現行35%*1）	35	25-30
（財政再建の方策）		
歳入		
消費増税	2.5	5.0
法人税減税		▲0.75
個人所得税課税ベースの拡大		0.75
年金給付の課税面での優遇措置の廃止		0.25（*5）
雇用者保険でカバーされる労働者の扶養配偶者からの年金保険料の徴収		0.25（*5）
雇用者保険でカバーされる労働者の扶養配偶者からの医療保険上乗せ金の徴収		✓
年金給与税の削減		▲0.5
炭素税の導入（*2）	✓	✓
相続税の引き上げ		✓
歳出		
金融危機対応財政刺激策からの撤退	1.0	1.0
最近の財政刺激策からの撤退	1.0	1.0
社会保障以外の歳出の名目伸び率の抑制（利払費を除く）	1.5	2.5（*3）
社会保障支出の年あたり名目伸び率の制限（以下の項目を除く）	▲0.5	1.0（*4）
年金受給開始年齢を67歳もしくはそれ以上に引き上げ		0.25（*5）
富裕層退職者への給付の削減		0.25（*5）
緊縮額合計	5.5	11.0

（資料）IMF, JAPAN 2013 Article IV Consultation, Country Report No. 13/253, August 2013を基に日本総合研究所作成

（注*1）一時的な復興増税分を除く。

（注*2）増収幅はGDP比で0.1%ポイントかそれ未満と見込まれており、省エネ向けイニシアティブとして歳出される予定。

（注*3）名目ベースでの歳出の伸びを凍結。

（注*4）年当たりの名目の伸び率を1～1.5%に制限。

（注*5）2012年のIMFワーキング・ペーパーにおける推計の下限。

続税の引き上げ等が政策プランのなかに含まれている。歳出面では、まず社会保障関連において、年金受給開始年齢の67歳以上への引き上げることに加え、それ以外の社会保障支出の年当たり名目伸び率を抑制することによってGDP比1%ポイント（約5兆円）の財政緊縮を実現することとされているほか、社会保障以外の歳出（利払費を除く）の抑制によってGDP比2.5%ポイント（約12兆円）の財政緊縮を実現すること、金融危機対応での財政出動や最近の財政刺激策から撤退すること、要するに景気下支え目的での財政出動等を行わないことによって、合わせてGDP比2%ポイント（約10兆円）の財政緊縮を実現すること、などが掲げられている。社会保障関連で5兆円、社会保障以外で12兆円の財政緊縮、というのは、わが国にとっていずれも極めて厳しいものばかりであり、その具体策までIMFが示しているわけではないが、これ位の財政緊縮を行わない限り、安定的な財政運営軌道を確保することは困難、というのが、わが国が現在、直面している現実なのである。G20等の国際会議の場において、主要諸外国やIMFをはじめとする各国際機関がわが国に対して策定することを求めている「信頼に足る中期財政計画」とは、この程度のレベルの内容のものを指していると考えられる。

②中長期的な財政再建達成のための取り組みの方向性を明らかに

そして次には、中長期的な要緊縮額をきちんと国民に説明し、今後、どのような施策を講じてその達成に向け取り組むのかを明らかにする必要がある。年度あたり50兆円という額は、「ムダの削減」や「埋蔵金の発掘」で対応できる金額では到底ない。また、わが国の政府債務残高が約1,000兆円と、税収（国税と地方税を合わせても80兆円程度）に比較すれば桁違いに大きいことからすれば、仮に今後、高めの経済成長が達成できたとしても、それによる税収の伸びを、債務の利払費の伸びが大きく上回ることになり、経済成長のみで解決できる局面にもはやないことは明らかである。

このような厳しい財政状況を、わが国としていかに乗り切っていくのかについて、国を挙げての徹底的な議論が必要となろう。その選択肢としては、様々なプランがあり得るが、両極端にある選択肢としては、例えば、(1) 既存の財政制度は基本的にそのまま、主として増税によって達成する、もしくは、(2) 例えば道州制の導入により、わが国として思い切って「国のかたち」を刷新し、中央政府と地方政府の役割分担、および歳出・歳入の帰属の構造を抜本的に組み替え、いわば、国のガバナンス構造を変えることによって歳出の徹底的な効率化、見直しを図り、可能な限り増税を回避して対応する、といった方向性が考えられる。いずれにせよ、国民の生活に大きな影響や痛みを伴うことになり、選択肢の方向性によっては、明治維新や第二次大戦終戦時にも匹敵する大改革ともなり得る。国を挙げて議論を尽くしたうえで、わが国として今後、いかに対処していくのかを決断し、すみやかに改革を進めていくことが求められる。

③「工程表」を作成して、財政再建の進捗状況を管理

さらに、今後、財政再建に取り組むに当たっては、その進捗を管理する際の目安となる「工程表」を作成・公表することが求められる。「50兆円」という財政緊縮規模は、当然ながら短期間で達成できるようなものでは到底ない。安定的な政権基盤を得た安倍政権の今後3年間の期間を、どのように振り向けて抜本的な財政構造改革・財政再建を達成するのかを、工程表によって明らかにすることが求められ

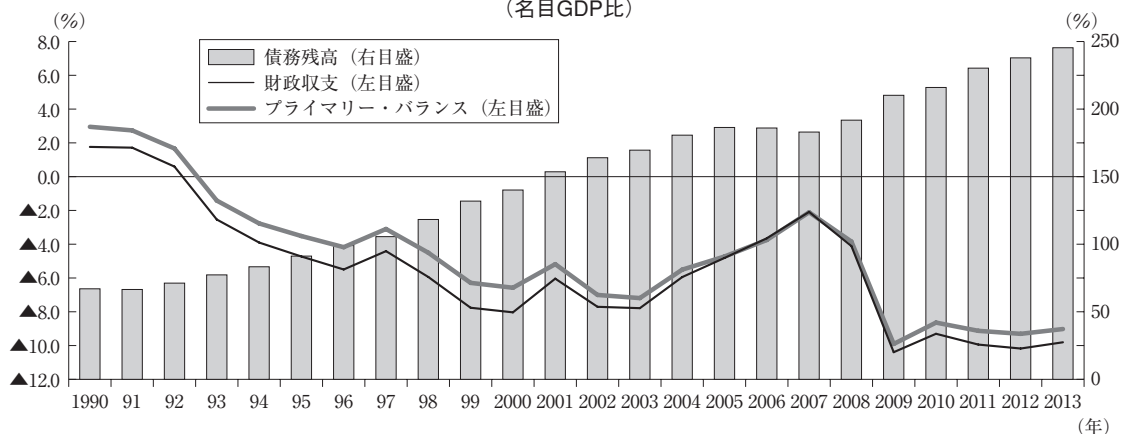
る。そして、そのような工程表を作成して、着実に財政再建を進めていけば、仮に途中で金利上昇が起こったとしても、財政運営上の対応は現時点よりも容易となろう。また、仮に、リーマン・ショックのような危機的な状況に突然見舞われ、一時的に財政再建を棚上げせざるを得なくなったとしても、その後の再建スケジュールを再構成しやすくなり、改革の先送りに安易に流されることのないよう、歯止めをかけることもできるものと考えられる。

④「工程表」進捗の目安としてのわかりやすい指標の設定

「工程表」には、進捗の目安となる、わかりやすい指標を設けることが望ましい。具体的には「新発国債発行額」が適当と考えられる。すでに述べたように、これは毎年度の財政赤字幅に相当するもので、究極的にはこれをゼロに近づけることが財政運営上の目標となる。それが達成できれば、他の条件に左右されず、政府債務残高規模の増加傾向を確実に止めることが可能となる。これは、プライマリー・バランスよりも一般の国民にとってもわかりやすく、かつ、必要とされる改革の根幹をとらえた指標であるといえよう。毎年度の当初予算で示される新発国債発行額が、前年度までの財政再建への取り組みの進捗度合いを示す成果指標となり得るのである。

ちなみに、これは小泉政権当時に「新発国債発行額を30兆円以下に抑制」という目標を掲げて財政運営を行っていたのと同じ考え方に立脚する。当時は、プライマリー収支、財政収支とも、明確な改善傾向をたどっていた（図表22）。

（図表22）わが国の一般政府グロス債務残高とプライマリー・バランス、財政収支の推移（名目GDP比）



（資料） IMF, World Economic Outlook Database, April 2013を基に日本総合研究所作成
 （注） 2011年以降は、2013年4月時点におけるIMFによる見通し。

わが国の財政事情をみる限り、金利上昇への耐久度は著しく低いのが現実である。安倍政権は、参院選によって安定的な政権基盤を確立した今であるからこそ、わが国が今後、将来にわたって経済・財政運営を安定的に継続できるようにするため、中期的な財政再建への取り組みの方向性をしっかりと国民に示したうえで、国を挙げて議論を行う必要がある。そして、任期中のできるだけ早期に、抜本的な財政構造改革に実際に着手することが望まれる。

補論. 「金融抑圧」とは何か

第2章で述べたように、連続的な債務調整の手段として、「金融抑圧 (Financial Repression)」が用いられることがある。これはいかなる政策運営の手法なのか、どのような条件のもとで有効に機能するのか、歴史的にどのような事例が存在したのか、ここで確認してみよう。

「金融抑圧」とは1973年に、Edward ShawやRonald McKinnonによって導入された概念で、世界において1980年以降に広範化した金融自由化が行われる前の段階における、新興国（開発途上国）の金融システムの状況を表すものである。高度成長を達成するために、国内貯蓄を国内投資に集中的に振り向けるための枠組みと理解される。

Reinhart & Sbrancia [2011] を基にその特徴を整理すれば、①明示的、もしくは暗黙の金利規制（とりわけ政府債務にかかる金利の規制）、②政府に対する与信を促進するための機関の設置、が挙げられる。また、③銀行の国有化（インド、中国）や銀行に対する重い規制の賦課（高度成長期のわが国）が合わせて行われることもある。

なお、第二次大戦後、主要国で金融自由化の動きが広範化する1980年頃までの時期は、この「金融抑圧」が少なからぬ国々で行われていた。世界的にみて、終戦後約35年におよぶこの期間は、①1945年～50年代、②60年代、③70年代の三つの期間に区分することができる。①の戦後約10年余りの期間は、多くの先進国経済が極めて多額の政府債務残高と高インフレに悩まされ、外国為替制度に関しては事実上複数制度（ブラック・マーケットの存在）がまかり通っていた時期、②の60年代はブレトン・ウッズ体制の最盛期で、インフレ率は安定に向かい、政府債務残高も徐々に削減された一方で、厳格に管理された為替取引が行われていた時期であった。これに対して③の70年代は60年代とは打って変わり、ブレトン・ウッズ体制は崩壊し、オイル・ショックを契機に世界的にインフレが再び頭をもたげた時期であった。

この「金融抑圧」を、「名目金利の人為的な抑制によって、実質金利をマイナスに抑え込むこと」ととらえたうえで整理すると (Reinhart & Sbrancia [2011])、第二次大戦後のこの35年間に、この「金融抑圧」が行われていた例としては、図表23に掲げる国々が挙げられる。これらの国々に関しては、対象期間中のかなりの間、実質金利がしかも相当な幅でマイナスとなっていた状況がみてとれる。ただし、これは、ブレトン・ウッズ体制が1972年に崩壊するまでの間は、外国為替制度として固定相場制がとられていたほか、かつ、1980年に至るまでは、厳格な資本移動規制が設けられていたという環境下であったからこそ、実現可能であったことに注意する必要がある (図表24)。また、終戦後しばらくの間は各国で軒並み、高インフレ状態が継続したほか、その後も60年代の安定期をはさんで、70年代にはオイル・ショックを受け、各国で「インフレ・サプライズ」とも呼ばれるインフレ率の急激な高進がみられたことも、結果的に実質金利をマイナスに抑制できる背景になったと考えられる。

もっとも、この「金融抑圧」が、各国の政府債務残高の規模を縮減するうえで、どれほど有効であったか、という点に関しては、図表23が示す通り、必ずしも一様ではない。オーストラリア、ベルギー、イギリス、アメリカのように、対象期間中ほぼ一方向で政府債務残高規模を縮減することができた国々が存在する一方で、インド、アイルランド、イタリア、スウェーデンのように、途中から、政府債務残高規模が逆に増加傾向をたどった国々も存在する。それらの国々においても、対象期間中、実質金利が

(図表23) 第二次大戦後の「金融抑圧」およびインフレによる政府債務の「清算 (liquidation)」事例

国名	対象期間	政府債務残高GDP比 (%)			「清算」年が期間中に占める割合	「清算」年		平均	「清算」年における実質金利のマイナ幅(▲で表記)最大マイナス幅(歳当年)	「インフレ・サブプライズ」年が期間中に占める割合	「清算」かつ「インフレ・サブプライズ」年が期間中に占める割合	「インフレ・サブプライズ」年
		期初	期末	中期末		1944-1952	1954-1980					
アルゼンチン	1942-1980	48.6 (1942)	12.6 (1980)	9.3 (1972)	92.3	1944-1952	1954-1980	▲21.4	▲72.3 (1976)	27.8	28.6	1945 1946 1972 1973 1975 1976
オーストラリア	1945-1980	74.5 (1948)	21.3 (1980)	21.3 (1980)	52.8	1947-1953 1971-1980	1956-1957	▲4.6	▲15.1 (1952)	19.4	36.8	1951 1971-1974 1975
ベルギー	1945-1974	131.2 (1946)	38.8 (1974)	38.8 (1974)	48.0	1945-1948 1969-1974	1951 1963	▲4.2	▲9.6 (1974)	20.0	50.0	1946 1971-1974 1963
インド	1949-1980	27.1 (1949)	41.3 (1980)	25.8 (1954)	53.0	1949 1959-1960 1970	1951 1957 1964-1968 1977 1980	▲5.4	▲17.4 (1974)	6.3	0.0	1967 1974
アイルランド	1960-1990	44.9 (1960)	93.2 (1990)	35.1 (1973)	65.4	1961-1965 1979-1983	1967-1977	▲3.4	▲12.7 (1975)	12.9	4.8	1965 1974 1975
イタリア	1946-1980	39.9 (1946)	56.1 (1980)	24.2 (1947)	48.6	1946-1947 1962-1964	1950-1951 1970 1972-1980	▲6.0	▲27.6 (1947)	13.9	29.4	1962 1963 1973 1974
南アフリカ	1945-1980	78.4 (1945)	33.3 (1980)	30.3 (1964)	47.2	1947-1949 1955	1951-1953 1958 1972-1980	▲3.0	▲6.8 (1975)	11.1	23.5	1972-1975
スウェーデン	1945-1990	41.6 (1948)	46.3 (1990)	16.1 (1967)	47.8	1947-1948 1962	1951-1952 1956-1958 1960 1965-1966 1970-1978 1980-1981	▲2.6	▲11.9 (1951)	8.7	18.2	1951 1975 1980
イギリス	1945-1980	234.7 (1945)	46.2 (1980)	46.2 (1980)	60.0	1948-1953 1965	1955-1956 1958 1962 1971-1977 1979-1980	▲3.5	▲10.9 (1975)	16.7	28.6	1970 1974-1976 1971
アメリカ	1945-1980	116.0 (1945)	42.3 (1980)	32.2 (1974)	50.0	1945-1948 1973-1975	1950-1951 1956-1957 1968-1970 1977-1980	▲3.5	▲13.7 (1946)	19.4	33.3	1946 1966 1973 1974 1979

(資料) Reinhart & Sbrancia, "The Liquidation of Government Debt", BIS Working Papers No. 363, Bank for International Settlements, November 2011, IMF Fiscal Affairs Department, Historical Public Debt Database, September 2012 versionを基に日本総合研究所作成
 (原資料注1) Reinhart & Sbrancia [2011] は、「インフレ・サブプライズ」年は、当該年のインフレ率が、前年までの10年間のインフレ率の移動平均から、標準偏差の2倍を上回った場合に該当する、と定義。
 (注2) 政府債務残高GDP比を除き、Reinhart & Sbrancia [2011] ベース。政府債務残高GDP比のみ、IMFの Historical Public Debt Databaseの計数で、期初と期末の年はReinhart & Sbrancia [2011] の対象期間に従っているが、当該年の計数がna.の場合は、近い年の計数とした。

(図表24) 各国の「金融抑圧」時、および金融自由化後の実質金利の比較

(%)

国名	金融自由化の年		実質金利平均				
			預金金利	公定歩合	インターバンク金利	貸出金利	T-Bill金利
アルゼンチン	1991	自由化前	23.99	▲28.12			
		自由化後	0.97	▲2.55			
オーストラリア	1980	自由化前	▲2.83	▲0.64	▲1.80	▲0.04	▲2.66
		自由化後	2.61	3.86	3.83	6.98	3.46
ベルギー	1980	自由化前	▲0.50	1.29	▲0.38	3.21	2.19
		自由化後	1.75	4.14	3.68	6.94	2.96
インド	1992	自由化前		0.26	0.38	6.77	
		自由化後		1.11	1.45	5.86	
アイルランド	1980	自由化前	▲4.02	0.04	▲1.84	▲1.52	▲2.16
		自由化後	▲1.11	4.12	3.13	3.57	2.84
イタリア	1983	自由化前	▲3.30	▲2.97	▲1.44	1.47	▲2.66
		自由化後	0.94	4.70	3.59	6.22	3.32
南アフリカ	1980	自由化前	▲4.33	▲0.40	▲1.30	1.95	▲1.61
		自由化後	1.72	2.56	2.09	5.56	1.82
スウェーデン	1980	自由化前	▲0.55	▲0.51	▲0.29	1.23	▲0.61
		自由化後	1.28	1.19	3.88	5.12	2.97
イギリス	1981	自由化前	▲2.41	▲0.14	▲6.22	▲2.00	▲1.23
		自由化後	3.20	3.68	3.88	4.54	3.64
アメリカ	1982	自由化前	2.04	▲0.12	1.00	2.09	▲0.31
		自由化後	1.43	1.61	2.19	4.72	1.77
(参考)							
日本	1979	自由化前	▲2.13	▲7.18	0.53	1.60	▲1.61
		自由化後	0.52	1.11	1.77	2.97	1.31

(資料) Reinhart & Sbrancia, "The Liquidation of Government Debt", BIS Working Papers No 363, Bank for International Settlements, November 2011, を基に日本総合研究所作成

相当な幅でマイナスとなっていたにもかかわらず、である。これは、各国の政府債務残高規模の推移は、「金融抑圧」を行い得たか否かのみで決まるものではなく、実際の歳出・歳入の運営をいかなるスタンスで行っていたのか、といった事情も大きく影響することを示すものと考えられる。要するに、仮に当該国が「閉鎖経済」下にあったとしても、「金融抑圧」は、重債務国の連続的な債務調整を可能とする特効薬となり得る、とは必ずしもいえないのである。

このほか、第二次大戦直後、重債務国状態にありながら、その後非連続的な債務調整を経ることなく財政運営を継続できた例として、イギリスやアメリカがしばしば挙げられる。ただし、①この2カ国はいずれも戦勝国であるうえ、アメリカは基軸通貨国、イギリスもロンドンという国際金融センターを抱え、構造的に国外からの多額の資金流入がみられるため、相対的に国外への資本逃避が起こりにくく、効率的かつ効果的に「金融抑圧」を行い得た環境にあったと考えられること、②債務残高の削減は、「金融抑圧」のみが手段ではなく、とりわけ、戦後の債務処理に関しては、他の手段で削減されている可能性も否定できないが、とりわけイギリスの場合、戦後の政策運営に関する情報開示が遅れている模様であること（注8）、といった点にも留意する必要がある。

(注8) イギリスの場合、戦後の財政・金融・経済政策運営上の史実に関する情報の開示は、遅れているように見受けられる。例えば、本稿執筆中の2013年7月30日、イングランド銀行は、第二次大戦終戦の1945年までの同行の政策運営に関する公式記録資料を、ホームページに掲載する形で、終戦後68年が経過した今年になって、初めて公表した。その内容はイギリス国内でも大きくとりあげられ報道されている。例えば、Financial Timesの2013年7月31日付の記事によれば、イングランド銀行は、各国中銀がBISに預けている金の大部分を同行のロンドンの金庫で預かる立場にあった。ナチス・ドイツによる1939年のチェコ

侵攻に際して、ドイツの中央銀行であるライヒスバンクは、チェコ中銀の金を差し押さえ、BISにおける勘定上、チェコ中銀の預託分からライヒスバンクの預託分に切り替えさせた。それを受け、イングランド銀行は、チェコの資産を凍結せよとのイギリス政府の要請よりも、BISからの要請を優先させる形で、ナチス・ドイツがチェコから差し押さえた金を売却することに助力した、といった事実が、今回の史料の公表で明らかにされている。

イギリスの史実の開示に関するこうした状況をみる限り、『昭和財政史』や『日本金融史資料』等の形で、第二次大戦前後を含む時期の政策運営に関する公式の記録が開示されて久しいわが国などと比較すると、相当に遅れているようにも見受けられ、当時の政策運営の詳細については、明らかにされていない情報も多くあるとみておく必要があるだろう。

(2013. 8. 7)

(kawamura.sayuri@jrei.co.jp)

主要参考文献

- ・大蔵省財政史室（編）『昭和財政史 終戦から講和まで』全20巻の各巻、東洋経済新報社、1976～84年
- ・加藤三郎 [1976]. 「戦後財政の出発点」大内力（編）『現代資本主義と財政・金融 1 国家財政』東京大学出版会、1976年8月
- ・島謹三 [1983]. 「いわゆる「高橋財政」について」『金融研究』日本銀行金融研究所、第2巻第2号、1983年7月
- ・西村吉正（編）[1994]. 『復興と成長の財政金融政策』大蔵省印刷局、1994年6月
- ・翁邦雄 [2013]. 『金融緩和のフロンティア 一国際的潮流と非伝統的政策』日本評論社、2013年1月
- ・馬場直彦 [2013]. 「異次元緩和の出口戦略 高橋財政下の金融政策と比べると日銀は既に『出口』を失った」『週刊エコノミスト』毎日新聞社、2013年7月2日号
- ・C. M. Reinhart & K.S.Rogoff [2009] , *This Time is Different Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009、邦訳：村井章子<訳>『国家は破綻する 金融危機の800年』日経BP社、2011年3月
- ・C. M. Reinhart [2010]. “This Time is Different Chartbook : Country Histories on Debt, Default, and Financial Crises”, *NBER Working Paper* 15815, National Bureau of Economic Research, March 2010.
- ・C. M. Reinhart & M. B. Sbrancia [2011]. “The Liquidation of Government Debt”, *BIS Working Papers* No 363, Bank for International Settlements, November 2011.
- ・IMF [2013]. *Sovereign Debt Restructuring – Recent Developments and Implications for the Fund’s Legal and Policy Framework*, Policy Paper, April 26 2013.