

## 财政健全化的实现日益渺茫(下) 民间部门的剩余资金是关键

松林洋一 神戸大学教授

**要点:**

- 利用民间的剩余资金填补政府的资金不足
- 20年代以后,国内资金供需紧迫的可能性
- 在经常收支实现赤字化之前,长期利率也有可能上升

1月23日,内阁府在经济财政咨询会议上公布了《有关中长期经济财政的估算》。本次估算预测,即使实现了政府制定的经济增长目标(实现增长),国家和地方的基础财政收支(初期平衡)的黑字化也会比上次估算(2017年7月)推迟2年,即要到2027年度才能实现。

黑字化的关键是,2019年10月的消费增税带来的部分增加财源将被转用到育儿支援上,从而抑制债务偿还,以及外生性地设想全要素生产率(相当于宏观经济的技术进步指标)低于现有的生产性这两点。

如果关注债务余额的国内生产总值(GDP)比率,在实现增长的情况下可以预见趋势性下降。另一方面,在以更现实的增长率为前提的基础线情况下,到25年度中期会缓慢下降,27年度以后会转为上升趋势。报告中明确记载,政府坚持的方针是:在实现基础收支黑字化的同时,也要实现债务余额GDP比的稳健下降。我们可以看出政府的设想是债务余额GDP比也将实现健全化目标。



松林洋一 神戸大学教授

为降低股票等公债的债务余额 GDP 比,基本在于改善流通量的每年基础收支。但是也依赖于利率和经济增长率,因此讨论将更加复杂。

本稿首先将重新整理作为股票的政府债务今后也能够维持这个“财政的可持续”问题。然后从整个宏观经济的资金供需这个观点,进一步进行考察。



财政的可持续原本是指,政府债务 GDP 比在未来不会持续高涨的状态。这里的议论要点是,在何种经济状况下财政将为可持续状态,需要了解几个条件。首先,如果名目增长率高于名目长期利率,公债发行余额的利息支付负担将被控制在不超过 GDP 增长率的范围内,因此符合可持续。第二,即便这些条件没有得到满足,只要基础收支得到充分的改善,就可变为可持续状态。

关于我国的财政可持续,已经有了众多实证分析,验证结果大多显示为非可持续状态。

本次的内阁府估算预测,在增长实现的情况下,基础收支也逐渐得到改善,到 25 年度以前设想经济增长率高于长期利率,因此今后财政将为可持续状态。债务余额 GDP 比预计在 27 年度将下降至 158%。

回过头来在一个国家的整体经济中讨论财政的可持续时,站在整个宏观经济的资金供需这个观点来考察,可给出有利的暗示。具体是,可以通过考虑家计、企业、政府等各部门的资金过剩与不足,探讨目前的财政状况。接下来就从流通量和股票这两个方面进行考察。

国内也有剩余资金有盈余的部分,也不不足的部门。但是若是从流通量(某一期间)来看,就不存在整个国家的资金过剩与不足。这种关系叫做储蓄和投资平衡,若从流通量的侧面看时,能够确认到政府的财政赤字(资金不足)通过其他部门进行填补的状况。

例如,如果依照日本央行的资金循环表,16 年家计约有 13 兆日元的剩余资金,企业约有 23 兆日元的剩余资金,一般政府约有 12 兆日元的资金不足。三个部门合计起来,结果是约有 24 兆日元的剩余,但这个剩余将变为流向海外的资本。这样,目前的国内政府部门的资金不足就可通过民间部门的剩余资金进行填补。

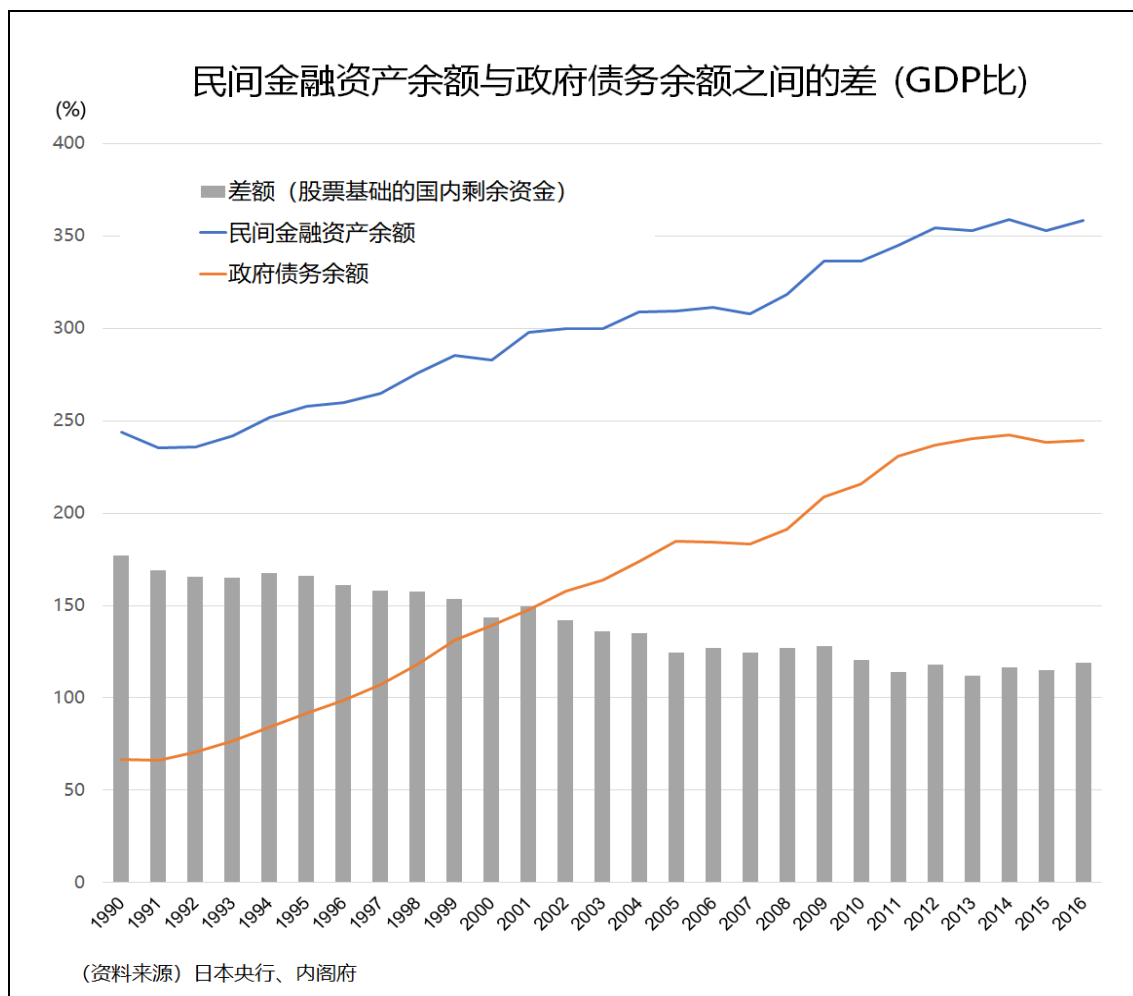


但是,从中长期的来看,需要注意以下两点。

第一,即便如内阁府的估算所示,财政赤字将得到改善,根据民间部门的剩余资金动向,资金供需也有可能出现紧迫情况。在“团块一代”变成后期老年人的 20 年代中期以后,家计部门的储蓄领取将正式开始。另一方面,企业部门对未来的经济预测持悲观态度,暂缓设备投资,

同时保留利润,结果出现了巨额的剩余资金。但是,这种倾向能否一直持续到20年代中期以后,尚不确定。

内阁府的估算按照各部门分别计算收支,民间部门收支(GDP比)从17年度到27年度期间,约缩小50%。因此,在财政收支为得到大幅改善时,也可通过从海外流入的资本进行补充。这不仅会导致经常收支的赤字化,也可能开始对金融市场的长期利率产生影响。



第二,重要的局面可从股票方面进行考察并弄清。作为家计、企业流通量的储蓄,成为股票(某一时刻)在民间部门的金融资产余额。另一方面,政府背负着巨额的债务余额。如图所示,在我国,从GDP比看时,该差额(以股票计价的国内剩余资金)每年都在缩小,16年时约为120%。

当然,民间的金融资产并非都以国债的形式保有。还有,目前大量的国债由日本央行持有。但是,根据日本央行的资金循环统计,在17年末,约近40%的国债仍然由金融机构、保险和年金基金等持有。也就是说,与政府部门的债务相比,民间部门作为股票持有多少金融资产,意味着多少程度的资金余裕在于一国经济可证实政府债务。

日本经济研究中心的松冈秀明氏的分析结果显示,以股票计价的国内剩余资金若低于100%,长期利率就开始显著上升。如果单纯地把柱形图的倾向拉长,到28年就会低于100%。此处有两个要点。



第一,以股票计价的国内剩余资金的减少,即便政府债务GDP比呈现趋势性的持续下降,仍有可能出现。内阁府的估算是,政府债务GDP比从中长期来看将下降。不过民间部门的金融资产的增加今后若是显著钝化,以股票计价的国内剩余资金有可能减少。如上所述,无法保证20年代以后,家计和企业的储蓄将维持当前水准。

换个说法,财政的可持续问题也需要从资金供给方考虑的相对角度进行探讨。

第二,以股票计价的国内剩余资金的显著减少,在成为现实的时刻(大概是20年代后期),除了金融市场,还有可能给实体经济带去不小的影响。长期利率也许会在早于经常收支实现赤字化的阶段出现显著反应。另外,国债市场价值的动摇也有可能导导致高通货膨胀率。这种未来风险还会增加民间经济主体的不安要素,甚至会让当前的消费和投资活动出现萎缩。

关于财政的可持续,把整个宏观经济放入视野,从多角度视点进行考察将变得更加重要。将政府债务GDP比的稳定作为政策目标时,需要充分考虑这一点。

[译自《日本经济新闻朝刊》2017年3月30日,本文经日本经济新闻社同意翻译转载。]

---

## 松林洋一

出生于63,神户大博士(经济学),国际宏观经济学专业。

---