



目指すべき日本経済の絵姿への戦略投資の拡大のため 予算編成は抜本的に見直すべき

会田 卓司

チーフエコノミスト

クレディ・アグリコル証券会社 東京支店

PBではなく債務対GDP比の長期的な安定を重要視すべき

- 日本成長戦略の財政運営は、債務残高と成長率を、短期ではなく長期的な関係で考えるべきです。
- グローバルスタンダードでは、債務対GDP比の長期的な安定が重要視され、PB赤字の縮小経路は単なる手段の一つです。
- 国債の時価は償還時に簿価に戻るため、債務も時価評価し、恣意性を排除するため、債務対GDP比は、日銀が国際基準で算出する資金循環統計を参照すべきです。
- 資金循環統計を参照することで、四半期終了後、2か月強の時間で、財政状況を把握することができます。半年ごとの内閣府の中長期試算を待つことなく、国際基準の方法で、マーケットに対する説明責任を果たせます。
- カレンダーベースでPB黒字化を目指す財政運営は、将来の成長と所得をもたらす戦略投資も税収の範囲内に制限するため、日本経済停滞の投資不足の原因です。
- 戦略投資のコストは、国債の返済ではなく、利払い費のみのため、それを上回る将来の便益をもたらすものは、躊躇なく実施すべきです。

債務対GDP比の長期的な安定と整合的な最大限の投資拡大

- 戦略投資は、成長・税収・収益を将来もたらすのかを、中長期試算で定量的に示し、債務対GDP比を、短期ではなく10年超の長期的安定と整合的な最大限の額を、新たな投資枠として実施すべきです。
- フュージョンエネルギーや先端加速器など、次世代の国家戦略基盤となる技術とインフラへの投資、戦略分野横断的な投資を促進する制度改革は、かなりの長期にわたるコミットメントが必要になるためです。
- 戦略分野横断的課題の対応は、増税などの負担増となってはならず、年金基金の国内資金供給の大きな増加と日銀の十分な成長通貨供給を含め、これまでの緊縮志向の呪縛を乗り越えるための、国内投資促進の制度改革とすべきです。
- 戦略投資が政府の資産を増加させることを考慮し、純債務対GDP比が大きく低下している場合は、歳出余地を加算すべきです。
- 緊急対応の時は、歳出余地の削減で戦略投資を抑制してはならず、逆に拡大すべきで、投資拡大による供給能力の拡大が市場の信認につながります。

戦略投資の新たな投資枠の分は財政収支は赤字であるべき

- 成長戦略のすべての投資は、当初予算で、財源のある特別会計・基金とは別枠で、国債発行による多年度の新たな投資枠とし、予算編成は現状の延長線ではなく、総理の施政方針演説の通り、抜本的見直しをすべきです。
- 国債でファイナンスする新たな投資枠の大きさが、政府の戦略投資へのコミットメントを示すことになります。
- 歳出から、実態のない債務償還費と新たな投資枠の戦略投資を控除し、経常的歳出とします。財政規律として、国債利払い費を含む経常的歳出は、税金・税外収入・戦略投資の収益の範囲内に収め、経常的収支の均衡を目指します。
- **目指すべき日本経済の絵姿として、戦略投資の新たな投資枠の分、財政収支は赤字となるべきで、官民合わせた十分な投資超過（ネットの資金需要でGDP比-5%）を目指し、国民に所得をしっかりと回します。**
- **有効な戦略投資は、企業の投資と成長を誘発し、新たな投資枠の30兆円程度の財政収支の赤字でも、債務対GDP比は長期的に安定できます。**

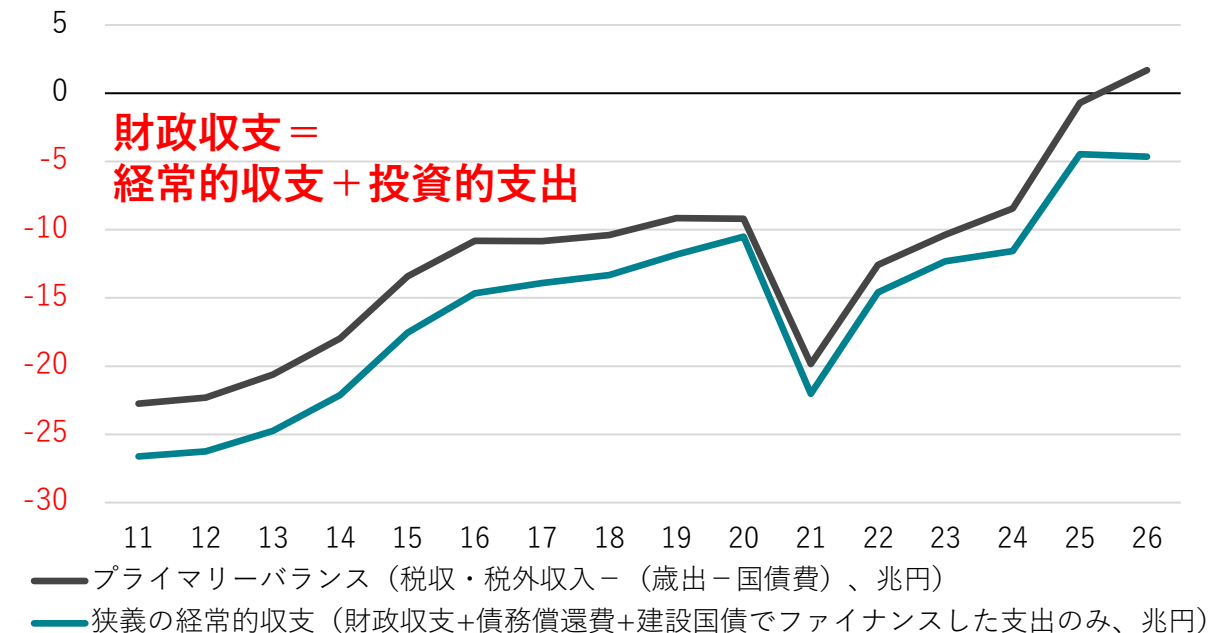
財政規律の改革で戦略投資の拡大を可能にするべき

- 財政規律として経常的収支の均衡の上、財政収支は投資的支出の分は赤字であるべき。
- 成長戦略の投資的支出は、当初予算で、財源のある特別会計とは別枠で、多年度の新たな投資枠とすべき。

< 経常的収支をベースにする新たな財政規律 >

- プライマリーバランス黒字化は、将来の経済成長と所得をもたらす投資も収支の範囲内とする制約で、戦略投資拡大の制約に
- 歳出から債務償還費と投資的支出を除外し、経常的歳出とする
- 財政規律として、経常的歳出を、収支・税外収入の範囲内に収め、経常的収支を均衡を目指す
- 投資的支出は、将来の経済成長と所得の拡大につながるものであり、収支の範囲内で行う必要はなく、国債でファイナンスしても問題ない
- 投資的支出の是非は、国債の利払い負担を上回る将来的便益があるかどうか（国債は借換えていくため、元本返済は負担ではない）
- 投資的支出は、狭義には建設国債でファイナンスした支出、広義にはその他の投資的役割のある支出も含む

< 当初予算ベースのPBと経常的収支 >



オリヴィエ・ブランシャール (MIT名誉教授)

- 「政府が緊縮財政に乗り出す際の削減対象となりにくくするためには、政府の予算を経常勘定と資本勘定に分けることが理に適う。」
- 「財政ルールを導入してプライマリーバランスに制約を設ける場合、政府全体のPBよりも、経常勘定のPBを用いる方がより良い手段。」

債務から金融資産を控除する純債務対GDP比も参照すべき

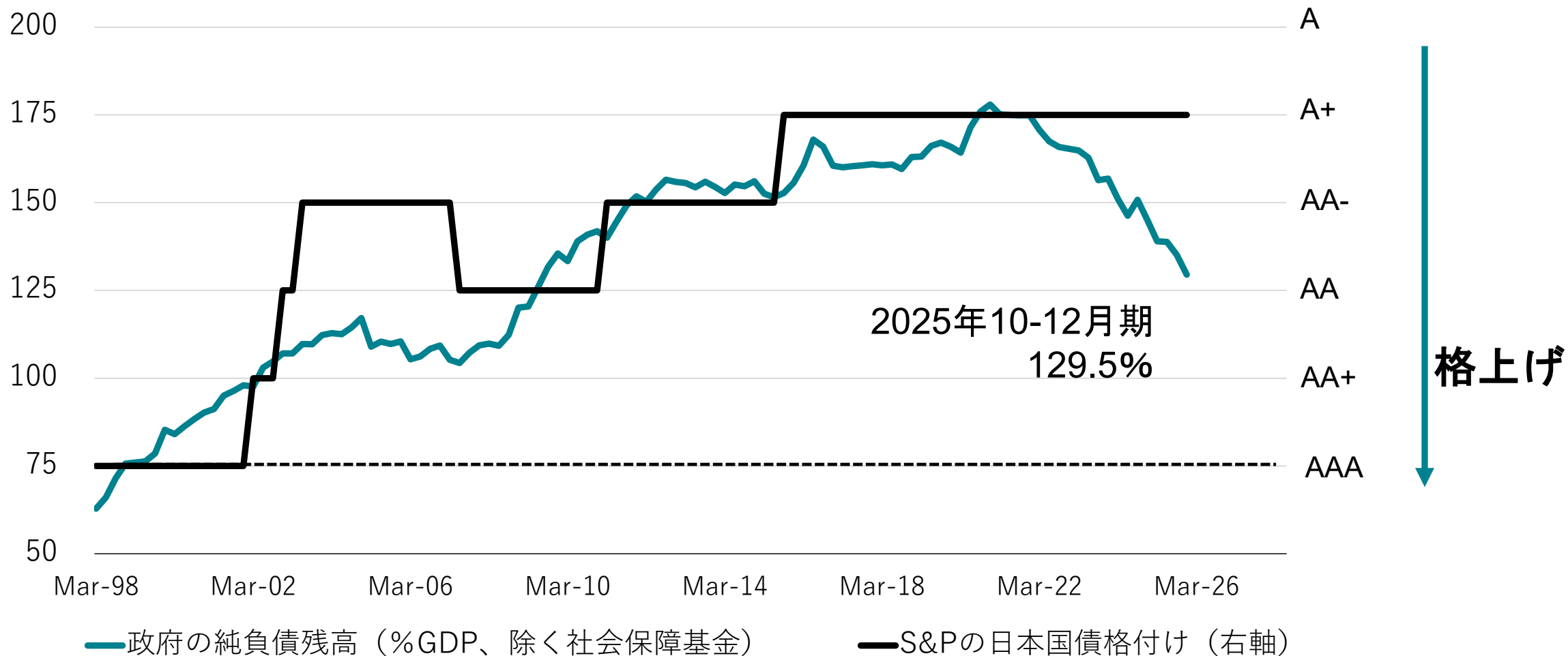
- 国債は、将来の税収や資産の売却で返済するものではなく、永続的に借り換えされていくものである。金融資産を売却する必要はない。
- 用途が決まっている金融資産（＝社会保障基金）は、債務返済に充てられないため、債務から控除することはできないという見方は間違いである。
- 金融資産が増加すれば、お金に色はついていないため、社会保険料の引下げを含め他の支出に回す余地が生まれる。
- 民間でも同様に、用途が決まっている金融資産を計上しないという処理は行わない。
- 年金基金は、国債を永続的に保有する主体であり、債務負担の軽減となる。
- 純債務対GDP比は、国債発行による戦略投資で金融資産が増加した場合は上昇が緩和されるため、柔軟な戦略投資が可能となる。
- 社会保障基金を除いて純債務GDP比をみても、既に大きく低下しており、国債格付けでは2段階の格上げに相当する。

経済再生によって純債務対GDP比をAAA格まで改善させる



出所：日銀、内閣府、S&P Global、クレディ・アグリコル証券

社会保障基金を除く純債務対GDP比と国債格付け



出所：日銀、内閣府、S&P Global、クレディ・アグリコル証券

債務対GDP比は時価評価である資金循環統計を使うべき

- 資金循環統計は、日銀が国際基準で算出しているため、恣意性が排除できる。
- 民間でも、債務は時価評価することが一般的である。
- 債券は償還時には簿価となるため、時価評価を採用することによる弊害は生じない。外貨資産、株式などと同様に時価評価されるべきである。
- 財務省は国債を買戻す（バイバック）際に簿価ではなく、時価で買入れることを踏まえても、時価評価が適切である。
- 外貨準備など、金融資産と負債が両建てとなっている性質の項目は、債務残高から除外すべきである。
- 資金循環統計は当該四半期から2か月半後に公表されるため、タイムリーに債務対GDP比の把握が可能である。

歳出余力は長期スパンでの債務対GDP比の安定で生み出す

- 債務対GDP比の低下を仮に目指すのであれば、可能な限り長期スパンにすべきである。短期スパンによる厳しい目標では、投資の拡大や景気悪化で一時的に比率が上昇する可能性があり、戦略投資のスタートダッシュを妨げることとなる。
- 戦略投資のスタートダッシュができなければ、震災と有事への対処が遅れる。
- 戦略投資がもたらす経済成長、税収増、投資収益を加味して、長期的な債務対GDP比の安定を踏まえて、歳出余地を計算すべきである。
- 戦略投資が果実をもたらすには時間を要するため、10年程度の長期期間を想定すべきである。
- 10年間のGX先行投資支援や、7年間のAI・半導体産業基盤強化フレームの公的支援など既存の政策を踏まえても、5年程度の短期で危機管理投資・成長投資の結果を求めることは整合的ではない。

危機時の支出が戦略投資の余力を削ることがあってはならない

- 金融危機などの緊急時は、歳出余力とは無関係に、需要喚起のために躊躇なく国債で対応すべきである。
- 緊急時の債務対GDP比の上昇への備えと引き換えに戦略投資が抑制されることがあってはならない。
- 危機的な状況こそ、戦略投資をさらに積み増す必要がある。
- 原油価格の上昇による交易条件の悪化で名目GDP成長率が短期的に下押しされれば、債務対GDP比を上昇させるリスクとなる。危機対応による債務対GDP比の上昇で、戦略投資の歳出余地が狭められてはならない。

官民合計で十分な投資超過とすべき

- 官民連携の戦略投資によって、官民合計で十分な投資超過にすべきである。
- 官民合計での投資超過は、企業貯蓄率と財政収支の合計であるネットの資金需要のGDP比を十分なマイナスとすることである。
- 名目GDP3%台の成長に相当する-5%のネットの資金需要（=企業貯蓄率+財政収支）を財政運営の目安にすべきである。
- ネットの資金需要は、債務対GDP比と同様、資金循環統計で捕捉される。
- 内閣府の中長期財政試算では、企業貯蓄率も試算されており、ネットの資金需要を望ましい水準とする財政収支は事前に把握可能である。
- 経済成長、税金、財政収支もすべては事後的に判明する。前提条件を置き、財政支出の計画を立てることは、ネットの資金需要を目安とすることと同義である。
- **官民合計の投資超過 = 十分なマイナスのネットの資金需要である。これまで、投資不足でネットの資金需要が消滅し、経済停滞と家計の困窮の原因となってきた。**

当初予算で多年度・別枠となる「新たな投資枠」を拡大する 予算編成の抜本的見直しが必要

- 特別会計・基金とは別に、国債でファイナンスする「新たな投資枠（投資的支出）」の拡大が、政府の戦略投資と積極財政へのコミットメントを示すことになる。
- **経常的支出 = 歳出 - 債務償還費 - 「新たな投資枠」**
- **経常的収支 = 税金・税外収入（成長投資の収益を含む） - 経常的支出**
- **財政収支 = 経常的収支 - 「新たな投資枠」**
- **財政規律として、経常的収支は均衡を目指す**
- 「新たな投資枠」は、将来の成長と所得をもたらすため、その分、財政収支は赤字
- **10年超の長期の債務残高GDP比の安定と統合的な、最大限の「新たな投資枠」が必要**
- **官民合計の十分な投資超過によって、国民に所得をしっかりと回す**

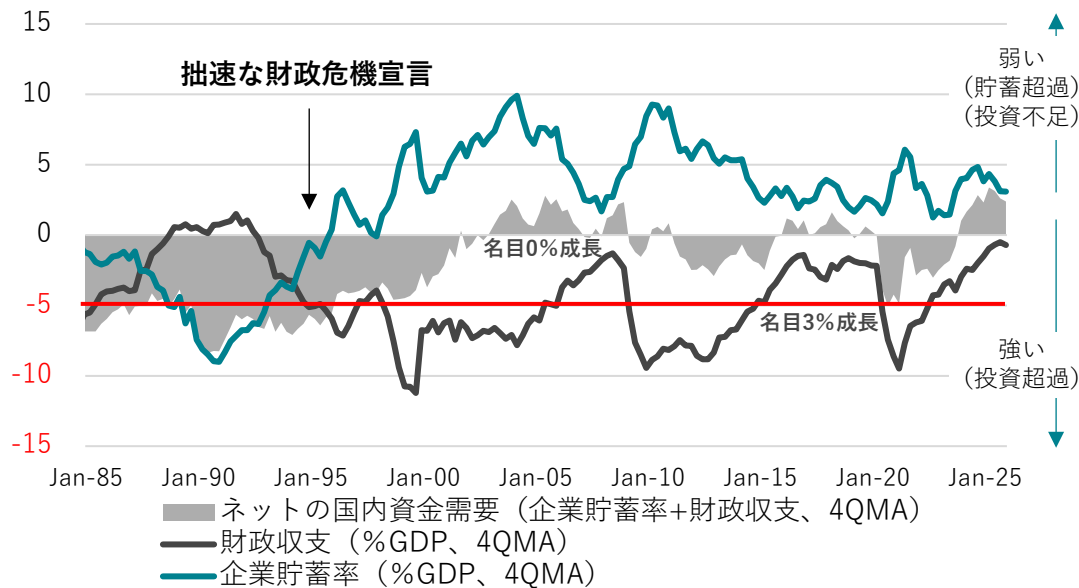
<財政収支のイメージ>

歳出	経常的支出	新たな投資枠	債務償還費
歳入	税金・税外収入（戦略投資の収益）	財政赤字（成長国債発行）	

ネットの資金需要－5%を目安に戦略投資を拡大すべき

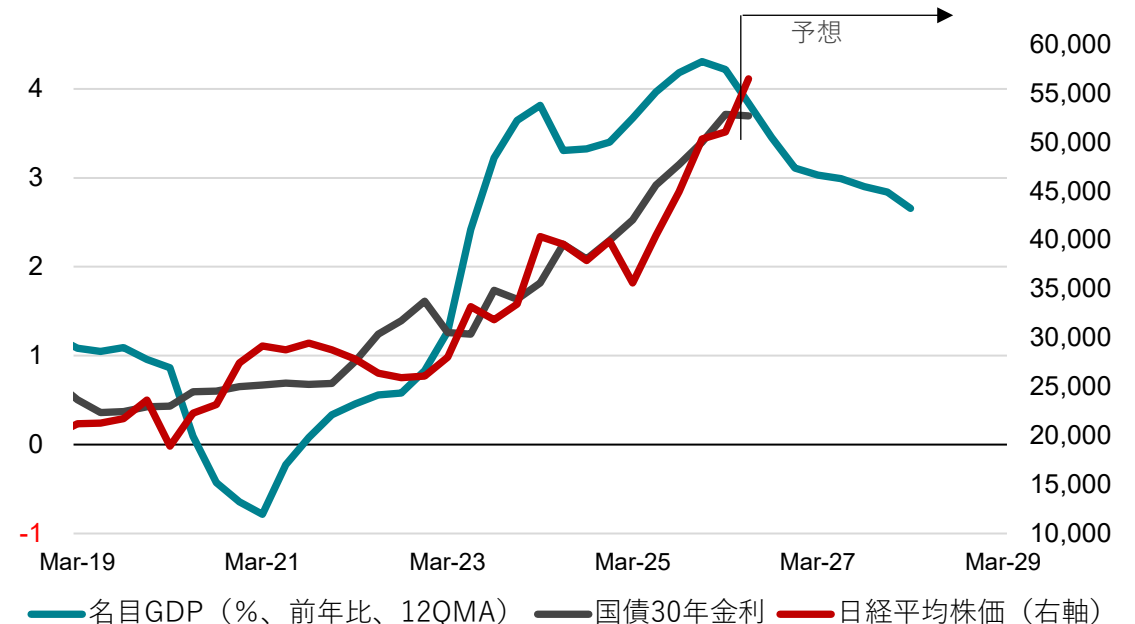
- ネットの資金需要（企業貯蓄率＋財政収支）の十分なマイナス（投資超過）が、投資拡大による経済規模の拡大と労働生産性の上昇で、家計に所得を回す力となる。官民合計で、GDP比5%の投資拡大が不足している。
- 高市政権の積極財政によって構造的経済停滞を脱却する可能性が高まり、超長期国債の金利は名目GDPの平均的な成長率3%台まで上がってきた。財政拡大の悪影響を懸念するものではなく、日本経済の正常化を織り込むものだ。株式市場も力強く上昇している。日銀の政策金利から遠い年限の金利から順に上昇し、イールドカーブは正常化に向かっている。イールドカーブのステイプ化は、その過程で、将来の急激な金利上昇を示さない。

<ネットの国内資金需要>



出所：内閣府、日銀、クレディ・アグリコル証券

<名目GDPと国債30年金利>



政府の戦略投資が企業の投資を誘発する

- 政府の積極的な戦略投資が企業の投資を強く誘発すれば、ネットの資金需要はしっかりとしたマイナス、名目GDP成長率は3%台、需給ギャップがプラスの高圧経済、家計のファンダメンタルズの回復につながる。
- 需給ギャップ0%とネットの資金需要0%の緊縮志向の呪縛を乗り越えられなければ、名目GDP成長率は弱く、経済停滞によって財政赤字は大きく、家計のファンダメンタルズも低迷を続ける。

< 名目GDPと貯蓄投資バランスの推計（成長戦略効果別） >

< 成長投資効果 >

成長戦略効果	1.0	1.5	2.0	2.5
名目GDP成長率	2.0	3.0	3.5	4.0
需給ギャップ	0.0	1.0	1.5	2.0
ネットの資金需要 (a+b)	0.00	-2.50	-3.75	-5.00
企業貯蓄 (a)	3.7	1.3	-0.7	-3.3
財政収支 (b)	-3.7	-3.8	-3.0	-1.7
海外	-3.8	-2.9	-2.5	-2.1
家計	3.8	5.4	6.2	7.1

- 政府の戦略投資がGDP比1%増加した時、企業の投資が誘発されて、企業貯蓄率がどれだけ下がるのか（平均0.43%）
- 成長投資効果が1：これまでの反応と同じ（需給ギャップ0%とネットの資金需要0%の緊縮志向の呪縛）
- 成長投資効果が1を上回る：政府の成長戦略に対する企業の反応が強くなる（成長戦略の成功度合い：0.43% X 成長投資効果）

企業貯蓄率（%GDP、4QMA） = 3.50 - 成長戦略効果*0.43 ネットの資金需要（%GDP、4QMA） - 0.84 需給ギャップ（4QMA） - 0.46 円高ダミー（1982年1-3月期-1984年4-6月期、1987年1-3月期-2022年10-12月期に1）；R2=0.92

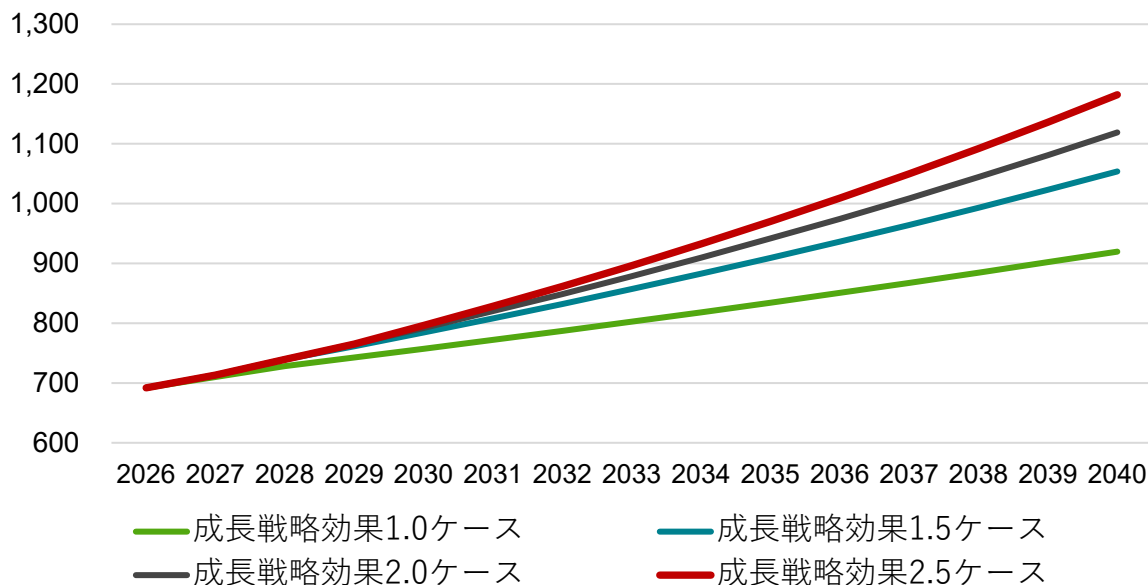
名目GDP（%、前年比、4QMA） = 3.24 - 0.23 ネットの資金需要（%GDP、4QMA、6Qラグと直近値の平均） + 0.47 需給ギャップ（4QMA） - 2.54 円高ダミー（1982年1-3月期-1984年4-6月期、1987年1-3月期-2022年10-12月期に1）；R2=0.74

注 - 貯蓄投資バランス：家計+海外+政府+企業=0；円高ダミーは0.75と仮定
出所：日銀、内閣府、クレディ・アグリコル証券

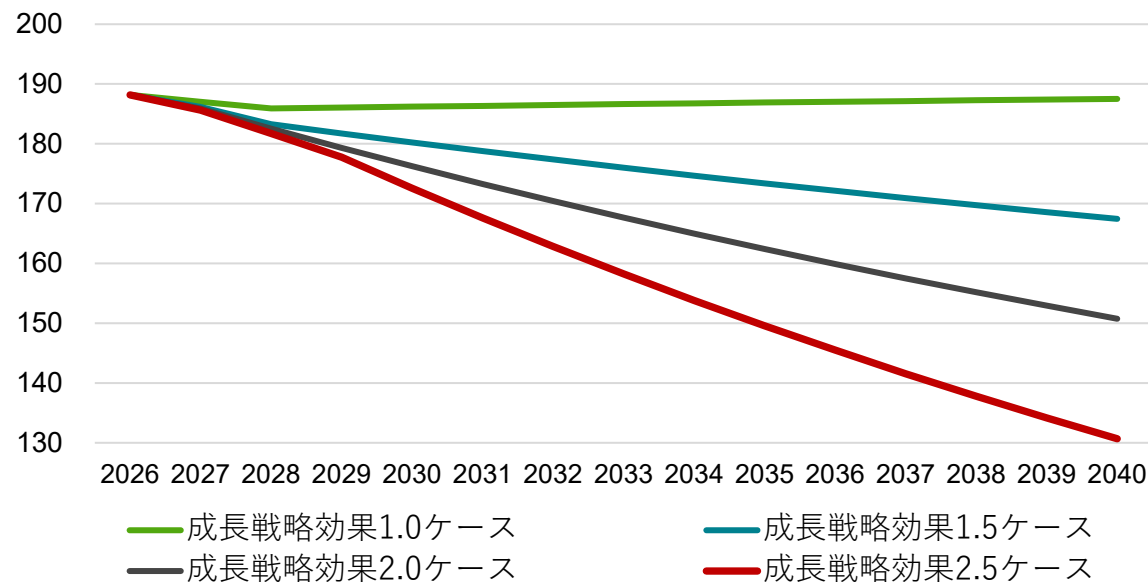
政府の戦略投資拡大による財政赤字は、財政状況を改善させる

- 政府の戦略投資が企業の投資を強く誘発すれば、戦略投資の分だけの財政赤字が残っても、2040年度には名目GDPは1,100兆円程度に、政府の債務対GDP比は150%程度まで改善する見込み。
- 財政健全化優先で戦略投資が不足し、需給ギャップ0%とネットの資金需要0%の緊縮志向の呪縛を乗り越えられなければ、政府の債務対GDP比が上昇し、財政状況は悪化してしまう。

<名目GDP推計（兆円、成長戦略効果別、年度）>



<政府の債務対GDP比（%、成長戦略効果別、年度）>



家計貯蓄率（%GDP、4QMA）= 4.10 - 0.56 ネットの資金需要（%GDP、4QMA）+ 0.24 需給ギャップ（4QMA）- 0.61 円高ダミー（1982年1-3月期-1984年4-6月期、1987年1-3月期-2022年10-12月期に1）；R2=0.90

目指すべき絵姿としての「強い経済」のグランドデザインへ

<内閣府中長期の財政試算：「弱い経済」のグランドデザイン>

貯蓄率（年度）	推計											
	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
家計	2.0	2.2	2.3	2.2	2.2	2.1	2.1	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0
海外（-国際経常収支）	▲ 4.6	▲ 5.3	▲ 5.5	▲ 5.3	▲ 4.8	▲ 4.3	▲ 3.8	▲ 3.5	▲ 3.1	▲ 2.9	▲ 2.6	▲ 2.4
政府（a）	▲ 1.4	▲ 0.8	▲ 0.5	0.7	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1	1.2	1.0	0.8
企業（b）	4.0	3.9	3.7	2.4	1.6	1.1	0.6	0.2	▲ 0.1	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.4
ネットの資金需要（a+b）	2.6	3.1	3.2	3.1	2.7	2.2	1.7	1.4	1.0	0.9	0.7	0.4

注：貯蓄投資バランス：家計+海外+政府+企業=0

積極財政による官民連携の成長投資・危機管理投資 ↓ ダイナミックスコアリング：政府投資→企業投資誘発を最大に

<「強い経済」のグランドデザイン>

貯蓄率（①+②+③+④=0）	
① 家計	上昇してファンダメンタルズの向上
② 海外（-国際経常収支）	安定的に推移
③ 財政収支（a+b）	成長投資と危機管理投資などの新たな投資枠の支出分はマイナス
政府経常的収支（a）	均衡へ
政府投資支出（b）	経常的支出に分別して多年度の新たな投資枠として管理
④ 企業（c）	貯蓄超過（プラス）から投資超過（マイナス）へ
ネットの資金需要（a+b+c）	名目GDP成長率3%台と家計に所得をしっかり回すために-5%

長期にわたる分野横断的な投資の一つの例：先端加速器による新しい社会と産業基盤の形成

AI・データ社会の進展、エネルギー・医療・材料分野の高度化が進む中で、ナノスケール材料評価や精密加工を支える先端加工・計測技術の重要性が高まっています。こうした分野を支える中核技術が電子線、X線、中性子、ミュオンなどを用いた量子ビーム技術であり、その高度化には**先端加速器**技術が不可欠です。

成長戦略分野

① AI・半導体

- 放射光・自由電子レーザーによる超微細・高性能半導体製造
- エネルギー回収型加速器を用いる自由電子レーザーによる次世代半導体製造
- 加速器を用いる不純物イオン高精度注入による半導体製造

⑤ 航空・宇宙

- 2ビーム加速器開発による宇宙空間金属破片探査レーダーの開発
- 加速器による超高温・高圧環境の実現による地球中心状態の再現

⑪ 創薬・先端医療

- 放射光・自由電子レーザーを用いた構造解析による創薬
- 高精度放射線診断・がん治療（X線、陽子線・中性子線、アルファ線、重粒子線治療）
- レーザー・プラズマ加速器開発による最超小型加速器内蔵医療機器の実現

③ 量子

- 加速器ビームが作る高機能材料
- 放射線照射による架橋樹脂・形状記憶樹脂・創傷被覆材の形成

④ 合成生物学・バイオ

- 加速器ビームによる品種改良（作物の遺伝子の一部を改変）

⑨ 資源・エネルギー安全保障・GX

- 加速器を用いたレアアース代替材料の開発
- 核廃棄物消滅処理（大強度陽子ビームによる核変換処理）
- 加速器駆動型未臨界原子炉の実現（無暴走・高安全原子炉）
- 電子線照射による殺菌・物質浄化・環境改善（ダイオキシン・ウイルス・病原菌・ジオキサン・有機フッ素化合物(PFAS)の無害化物質転換）

⑫ フュージョンエネルギー

- 加速器駆動核融合発電炉の実現（粒子・レーザービームによる核融合反応点火）
- 重イオン慣性核融合用加速器開発

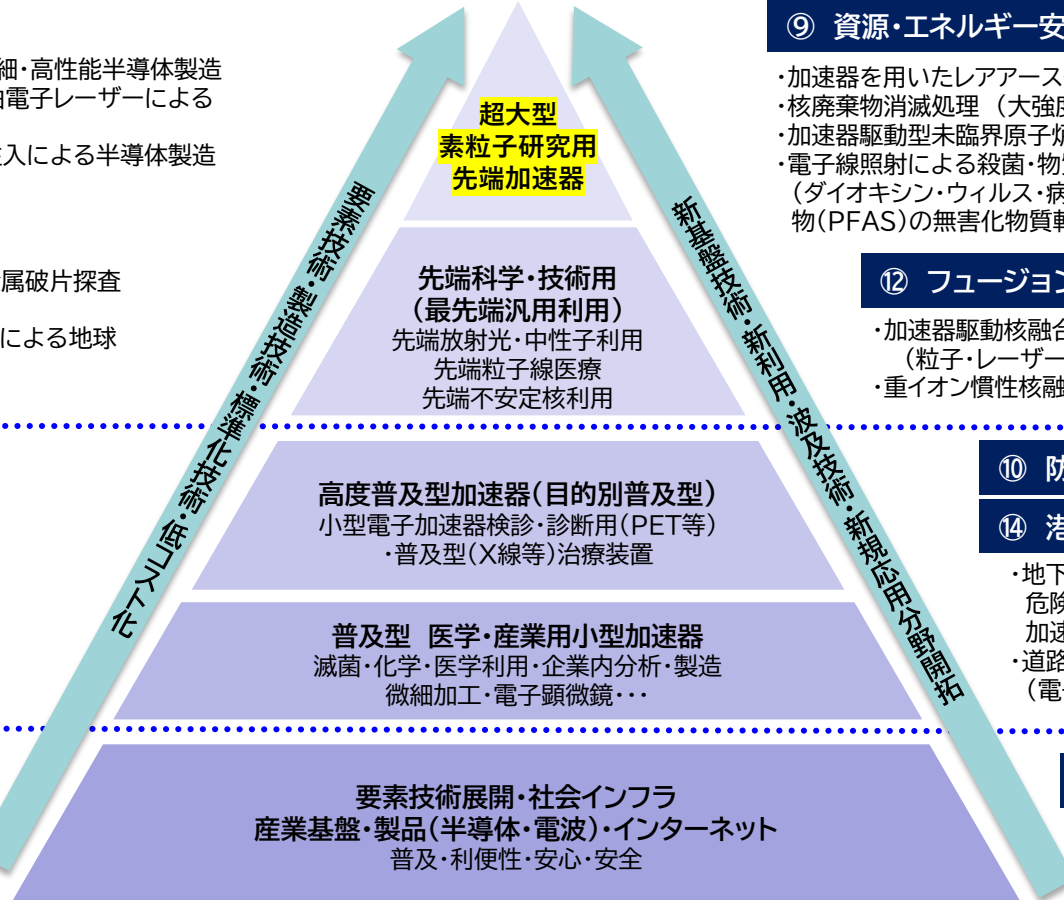
⑩ 防災・国土強靱化

⑭ 港湾ロジスティクス

- 地下埋蔵物、コンテナ内に隠された危険物探知（エネルギー可変型加速器によるミュオン照射）
- 道路橋梁老朽化・非破壊検査（電子、ミュオン、中性子ビーム照射）

⑯ 情報・通信

- 欧州加速器研究所からWorld Wide Web(WWW)が創案（Society5.0先導）
- 世界のコンピューターを繋いで超スーパーコンピューター実現



加速器ビームを直接利用した生産額:年間56兆円(欧州CERN, 米国DOEレポート)