

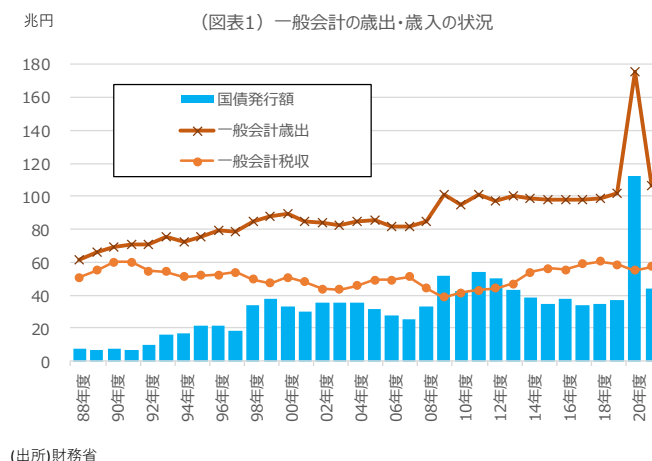
いつまでも逃げられない財政再建

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 財務事務次官の投稿が波紋を呼ぶ

財務省の矢野康治事務次官が月刊誌に、与野党の政策論争はバラマキ合戦と批判した原稿を寄せたことが波紋を呼んでいる。事務次官という立場にもかかわらず、政治の動きに真っ向から異論を唱えた勇氣ある投稿である。大臣には事前に報告済みとのことで、手続きを踏んでいる以上、更迭される可能性は低いだろうが、文面からは、更迭されたらむしろ本望との気迫を感じる。こうした投稿を事前に了承した麻生前財務大臣の度量も印象的である。

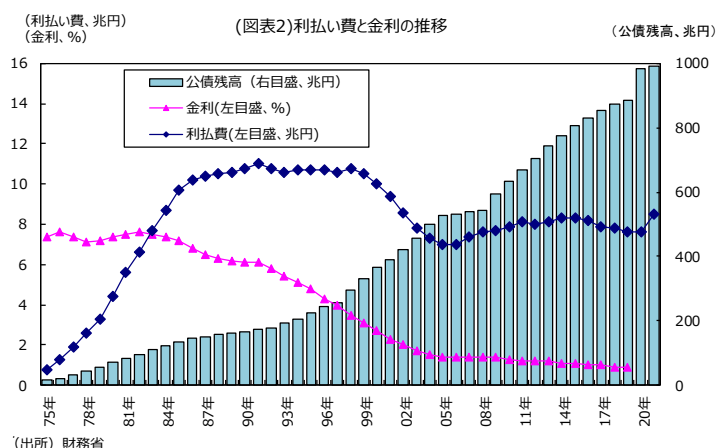
矢野次官の財政タカ派ぶりは有名で、筆者も10年以上前から知っている。政治家から、「総選挙前に言う必要はない」との声が上がるのはもっともだが、このタイミングだからこそ議論を巻き起こすことができる。「政府内での議論が先」というのも筋論だが、それではちがいくはくはない。他にも、「現役官僚のふるまいとして分を超えている」、「政権内のガバナンスの欠如を暴露しているようなもの」等々、もろもろの批判は当然承知の上だろう。ただ、矢野氏には、批判だけではなく、少なからぬ賛同者もいるはずとの計算も働いていたと考えられる。



2. 日本の財政は深刻

日本の財政は危機的状況との矢野次官の意見に筆者も同意する。1990年代以降の日本の財政は、歳出と歳入の乖離幅の拡大トレンドが、「ワニの口」と形容されてきた(図表1)。筆者は知らなかったが、この形容自体、矢野氏が1998年くらいに始めたとのことである。歳出はコロナ直前の2019年度までの30年間で、約1.7倍に増加した。これに対し、歳入は30年前と大差ないレベルにある。この間、通算6度の景気拡張局面を挟んだにもかかわらず、歳入がなかなか伸びてこなかったのは、歳出もさることながら、歳入構造に大きな問題があったことを示している。アベノミクス始動後は、景気拡大局面の長期化と消費増税で下あごが徐々に持ち上がったが、コロナを経て、結局上あごの方が折れてしまった。

1990年代以降、政府債務残高は右肩上がりで増加してきた。しかし、2000年までは利払い費はほとんど横ばいで推移、2000年代前半はむしろ減少傾向をたどった(図表2)。債務残高が6倍以上に拡大したに



もかわらず、金利が6分の1以下に低下したためである。利払い負担が重くならなかったことが、債務拡大の痛みを感じにくくしていた要因のひとつだが、追加的な金利低下余地がもはやほとんど残っていないのに対し、債務残高の増加ペースは加速している。今後、利払い費は増加に転じる可能性がある。

3. 名目成長率>名目金利を前提にすべきではない

自民党総裁選では、名目成長率>名目金利の状態が続けば、財政赤字が続いても政府債務残高/GDPは安定するとの議論も聞かれた。いわゆるド

図表3 ドーマー条件

$$\frac{\text{国債発行残高}}{\text{名目GDP}} \text{の1年間の変化分} = \frac{\text{プライマリーバランス}}{\text{名目GDP}} - (\text{名目GDP成長率} - \text{名目金利}) \times \frac{\text{国債発行残高}}{\text{名目GDP}}$$

(出所) 明治安田総研作成

ーマー条件である(図表3)。小泉政権時代の財政諮問会議でひとしきり盛り上がった議論だが、これも赤字の水準次第である。矢野次官が寄稿で述べているとおり、単年度収支の赤字幅が増えれば、それを相殺してくれるはずの「成長率-金利」の黒字幅との差が開いてしまう。

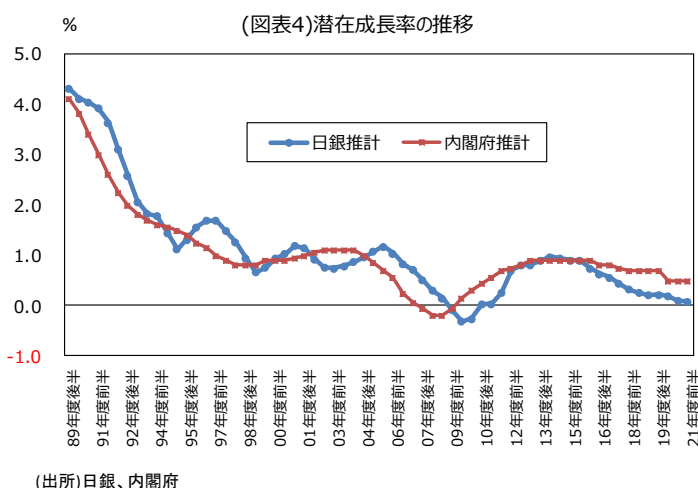
成長率>金利が、将来的にも保証された状態ではないのは当然である。そういう状態を実現しようという意欲と自信を持った人が政策の舵取りを行なうべきではあるが、財政計画が決して失敗の許されない計画であることを考えれば、あくまで成長率<金利という保守的な前提を置くべきである。楽観的な見通しのもとに計画を立て、失敗したら軌道修正では手遅れになる。欧州債務問題の際も、客観的な情勢に大きな変化がないなかで、返済可能性に対する市場の評価が瞬く間に変わった。マーケットが動き出したらあつという間である。

日本の潜在成長率は内閣府の試算でも日銀の試算でも0%台である。中長期的には、均せば潜在成長率以上の成長を続けることはできない。低い潜在成長率の一部は、人口減少という不可避的な要素を反映している。高成長の実現が可能と考えるならば、潜在成長率が高くなるという説得力のある試算を示さなければならない。「今後成長戦略で上げていく」というのであれば捕らぬ狸の皮算用と言われても仕方がない。これまで数多の選挙を経て国会に送り込まれた国民の代表が、揃ってできなかったことを、今後の計画の前提にすべきではない。安定政権を誇った7年間のアベノミクス下でも、潜在成長率は低下傾向を続けてきたことを見逃してはならない(図表4)。

考えてみれば、「景気が回復すれば財政は改善するので増税は不要」という類の主張は昔から常に存在してきた。55年体制のもとでは社会党がそう述べていた。しかし、図表1のヒストリカルデータは、景気回復でもそうならなかったことを示している。

また、矢野次官も述べているとおり、これまでは「金利ボーナス期間」であった。日銀に国債を買わせ続けられ、今後も金利を低位に抑え続けることができると考えたら間違いだろう。これまで日銀の金利操作が成功してきたのは、経済状況(デフレ)も日銀の金融緩和を必要としていたからである。景気が順調に回復に向かうなかでも、なお日銀が国債買取りを続けられ、金利上昇にむしろ拍車をかけることになるだろう。短期金利はともかく、中長期金利を永遠にコントロールし続けることはできない。景気が回復すれば成長率も伸びるが、市場はしょっちゅう行き過ぎる。成長率>名目金利の状態が続くとは限らない。

政府は保有資産も大きいから大丈夫という話もナイーブである。一般政府の資産の約半分は社会保障基金の資



産、その大半は年金の積立金である。固定資産も道路や橋等、換金性に乏しいインフラ設備が多い。また、中央政府の金融資産の約半分は過去の介入結果としてのドル建て債券であり、ドル売り介入になるため勝手には売れない。そもそも純資産ベースで見ても、日本の財政は世界最悪である。

4. 財政破綻の閾値は不明

問題は、どこまで債務が拡大すれば財政が破綻するのか、その閾値が誰にもわからないことである。民間会社であれば、債務超過になればだいたい破綻するが、政府はとくに債務超過である。債務超過どころか、矢野次官が述べているとおり、一般政府（中央政府＋地方政府＋社会保障基金）の債務残高は、GDP の約 2.5 倍で、第二次世界大戦直後を超えている。ではなぜ政府はいまだに破綻していないのか。政府と民間との大きな違いは、政府は徴税権を持っているということである。すなわち、自分の収入を自分で決められる。したがって、政府が正しい財政の舵取りをしてくれるという期待が維持されている限り財政は破綻しない。すなわち投資家は国債を買ってくれる。しかし、その期待は漠然としたもので、何をきっかけに崩れるかわからない。国債の格下げかもしれないし、経常赤字の定着かもしれない。あるいは何もきっかけがないまま、ある日突然天災のように来るものかもしれない。これはある意味大地震の予想に似ている。明日来るかもしれないし、5 年後かもしれないし、10 年後かもしれない。あるいはもっと先かもしれない。ちなみに、政府の地震調査委員会によると、今後 30 年以内に南海トラフで M8～9 クラスの地震が発生する可能性は 70～80% だという。

したがって、人々の危機意識にも大きな差がある。矢野次官のように差し迫った危機感を持つ人から、リスクは無視できないにしてもしばらくは大丈夫だろうと高を括る人、中には財政問題は存在しないと主張する人までいる。ただ、少なくとも天からお金が降ってくるようなうまい話はないはずである。例えば、国内通貨建ての債務はいくらでも出せるという議論がある。何事も極論から入るとわかりやすいが、そうであれば、世の中の税金はすべて廃止し、必要な予算はすべて国債で賄うべきである。それができない以上、どこかに限界があるはずである。誤解されがちだが、MMT も無限に財政拡張が可能と主張しているわけではない。インフレが起きるまではという但し書きがついており、この点、当たり前のことを言っているようにしか聞こえない。

5. 財政再建は禁句か

新型コロナウイルスの影響が残る間は、大胆な財政出動が必要という点では、政・官・財・学・メディアの意見がほぼ一致している。「財政再建」という言葉は半ば禁句になった感さえある。

しかし、コロナ下での新たな経済対策の策定により、2020 年度の経済対策の事業規模は 300 兆円超、財政支出、国債発行額とも 100 兆円超という空前絶後の規模に膨らんだ。議論を封印しても、債務が消えてなくなるわけではない。いずれ財政再建が必要になるという点は、いくら強調してもしすぎるということはない。

日本だけではなく、主要国は皆、財政支出に関しては抵抗感が大きく薄れた状態にある。相対的に安全な国債を見つけるのが難しいため、早期に日本の国債市場が崩れる可能性は低い。いわば「赤信号みんなで渡れば怖くない」状態だが、景気が回復し、経済が正常化に向かった暁には、財政再建が相対的に遅れている国に対し、市場の厳しい目が向けられてもおかしくない。世界金融危機が約 10 年ごとにやってくるという近年の経験則に立てば、10 年後の危機は世界財政危機になるリスクすらある。

6. 先行き楽観的にはなれない

しかし、日本では当面財政再建の議論が浮上することはないだろう。「短期的には財政出動だが、中長期的には財政再建」とコミットするあたりがせいぜいである。ただ、これも歴代の政権が繰り返してきたフレーズである。時間がたてば中長期も短期に変わるため、結局財政再建のタイミングは先送りされる。このまま永遠にやってこ

ない可能性もある。

公明党の竹内政調会長が、矢野氏の寄稿に対し、「政治家はそれ程馬鹿ではない」とツイートしたという。筆者もそう信じるが、わかっているにもかかわらず拡張財政に流れざるをえないのが実態とも考えられる。矢野次官は寄稿で、「みんながみんなバラマキに拍手喝采してなどいない、見くびってはいけない、とのご指摘もたくさんいただいています」と述べているが、「みんながみんな」がポイントで、国民の大勢はバラマキに賛成だろう。それは今回の総選挙の各党の公約が如実に示している。日本では平均で1年半に1度国政選挙がやってくる。財政再建に腰を据えて取り組むには、政治のサイクルは短すぎる。

増税は自分達のためという意識を持つ国民は少数派だろう。議員定数の削減が先とか歳費の減額が先とかいう議論が必ず出てくるのがその証拠で、政治家のために行なうものではない以上、本来それとこれとは別の話である。国民の溜飲を下げる効果はあっても、必要な金額に比べれば雀の涙でもある。無駄の削減が先というのも似た議論である。無駄の削減に不断の努力が必要であることは確かである。しかし、民主党が無駄の削減等で16.8兆円の資金を捻出するとの公約を掲げて政権を奪取したが、国民の喝采を浴びたあの事業仕分けでも、2年間で直接捻出できたのは1兆円に満たなかった。世論の動向を見る限り、国民の広範な支持のもとで財政再建路線に舵を切るためには、一度危機を経験するしかないのではないかと思いたくなる。

バブルは崩壊しないとわからないというが、国債は最後のバブルかもしれない。日本国債の保有構造が強固なのは確かだが、その限界を試すような拡張財政路線が今後も続く可能性は低くない。地震は、先に行けば行くほど、いざ来た時のマグニチュードが大きくなる可能性が高まるとされていることを忘れてはならない。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411