

アベノミクス 実は財政が貢献

伊藤元重 学習院大学国際社会科学部教授



世界的な長期金利低下の原因は低金利政策ではなく、実体経済の弱さにある。低金利経済では、財政健全化を急げばデフレに陥るリスクが高くなる。安倍内閣の財政健全化のスピードは案外好ましいように見える。アベノミクスの成果は金融政策だけではなく、財政の役割も非常に大きい。

この30年ほど、世界の主要国の長期金利は低下を続けている。日本だけではない。米国でもドイツでも同じような傾向が強く見られる。日本の長期金利である10年物の国債利回りから消費者物価上昇率を引いた実質金利でみると、1990年の初めは3.45%であったのが、現在はマイナスである。なぜこのような金利低下のトレンドが続いているのか。そして低金利は今後も当分続くのだろうか。これらの点は、今後の経済政策運営を考える上でも重要な鍵となる。

長期金利が実質値で低下を続けているということは、資金の需要が弱い、あるいは資金の供給が増えているというのが背景にある。そのような資金の需給の動きには様々な要因が考えられるが、その中でも経済の成長力が弱くなっているという点に注目すべきだ。長期停滞と呼ばれる現象とも関わっている。要するに主要先進国の潜在成長率が低迷して、金利が非常に低くなっているのだ。日銀の低金利政策がこうした長期金利のトレンドの原因ではない。因果関係はむしろ逆なのだ。長期金利が低下をつづけるほどに実体経済が弱いので、経済をデフレにしないためにも日銀は低金利政策を続けざるをえなかったのだ。

こうした超低金利という異常な事態の結果、マクロ経済には2つの正反対のリスクが生まれている。1つはデフレに陥るリスクだ。日本はすでにこれを経験している。大胆な金融緩和策でなんとかそこから脱したが、かりに再度強い経済の下方圧力があればデフレに陥ることだってありうる。米中経済摩擦は、下方への圧力となりうる。問題は、そうした事態になったとき、金融政策でどこまで対応できるのか不安があるということだ。

もう1つのリスクは資産市場の過熱や過剰な債務の積み増しによって起こりうるバブル崩壊のリスクだ。これは金利が異常に低いことによって生まれたリスクだ。長期金利が非常に低くなるほどに実体経済は弱

いのだが、低金利が資産市場を過熱させかねないのだ。主要国の政府の公的債務が膨れ上がっていること、中国で過剰な債務が積み上がっていることが気になる。そうしたリスクを軽減するために金利を上げればよいということにもならない。それではデフレに落ち込むリスクが大きくなる。

結局のところ、いまの日本経済がそうであるように、デフレにもならず、バブルを起こすような過熱にもならないような狭い道を進んでいくことになる。それだけマクロ経済政策の運営の巧拙が問われる。金融政策が重要な意味を持つのはいうまでもない。デフレからの脱却という意味では日銀は重要な役割を果たしてきた。ただ、これから先、さらに踏み込んだ金融緩和がどこまで可能なか。あまり楽観的になれないのは私だけではないだろう。

興味深いことに、こうした環境の中で、財政政策の役割が問われることになる。確かに日本は国内総生産（GDP）比で200%近い公的債務を抱えている。これ以上財政支出を増やす余裕はない。それが定説だろう。ただ、かつて3%を超えていた国債の実質利回りは、いまやマイナスだ。利回りがマイナスということは、足元で債務が増えても、財政的には負担が非常に少ないということだ。経済理論では、現在から未来までの政府の財政支出の現在割引価値の総額は、税収の割引総額に等しくなくてはならない。政府が現在抱えている債務は将来の財政黒字の割引総額に等しくなくてはならない。容易に想像できるように、割引に利用される金利が低いほど、債務の将来負担も小さくなる。つまり、債務が大きくなるとの経済的負担は小さくなるのだ。

誤解がないようにしたいが、最近話題になることが多い「MMT」（現代貨幣理論）を指しているのではない。MMTは財政赤字をいくら出しても構わないというような議論である。これはかなり危ない議論だと思う。私がここで言っているのは、債務の

財政負担は、金利が低ければそれに応じて軽くなるということだ。ひとつ間違えると経済がデフレに陥るリスクがあるとき、そして金融政策に過度な期待ができないときには、一時的な財政政策の出動があってもおかしくない。財政赤字は減らしていかなくてはいけないが、足元の公的債務の動きに振り回される必要はない。もし低金利が当分続くと考えるのであれば、公的債務と財政収支を区別する必要がある。

低金利の経済では、財政健全化の最適スピードはどのようなものになるのか。金利が低いということは、財政健全化のスピードを速めれば、デフレに陥るリスクが高くなる。また、金利が低ければ巨額の公的債務でも利子負担は小さい。安倍晋三内閣が実行しようとしているプライマリーバランス（PB）改善のスピードは、毎年、平均的に見てGDP比で0.5%ほど改善だ。赤字削減のスピードとしては遅すぎるという批判もあるようだが、いまのような低金利経済では案外好ましいスピードであるようにも見える。

アベノミクスの成果はもっぱら金融政策によるものという意見が多い。しかし、PBの赤字幅の縮小スピードをコントロールしてきたという意味では、財政政策運営の役割も非常に大きかった。これからはそれがさらに重要になるのではないだろうか。

*この記事・写真は日本経済新聞社の許諾を得て転載しています。無断転載、複製を禁じます。

いとう・もとしげ 1974年（昭和49年）東大経卒。東大大学院経済学研究科修士課程中退、米ロチェスター大学院経済学部博士課程修了。93年から東大経済学部教授、96年から2016年3月まで東大大学院経済学

研究科教授も兼務。同4月から学習院大国際社会科学部教授。13年から経済財政諮問会議の民間議員も務める。著書は「日本経済を創造的に破壊せよ!」「経済を見る3つの目」など多数。静岡県出身、67歳。