

門間 一夫の
経済深読み



物価2%で政府の借金軽減？ ～「中長期試算」のマジックとは～

みずほリサーチ&テクノロジーズ
エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2024年2月26日

政府債務残高の二つの将来

図表1を見てもらいたい。「中長期の経済財政に関する試算」(以下「中長期試算」と略す)に示された政府債務残高(名目GDPに対する比率)の将来である。「中長期試算」は内閣府が年に2回、経済財政諮問会議に提出する討議用資料であり、図表1は本年1月22日に提出されたデータから作成した。

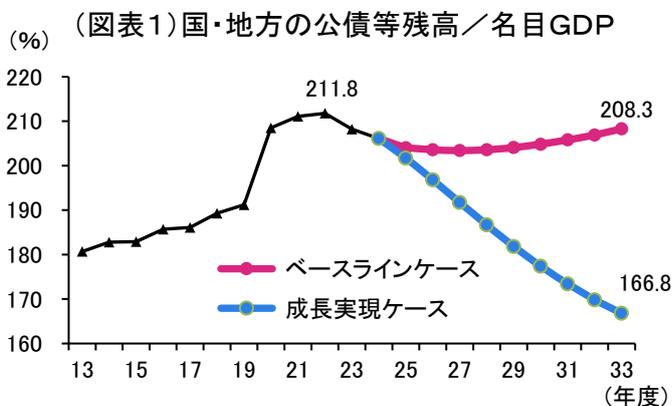
日本の財政は危機的状況にあり、このままでは破綻するとも言われている。その理由とされるのがこの政府債務残高/名目GDPの高さである。

この数値の高さと財政の持続性との関係はそう単純ではないと筆者は考えるが、多くの識者が今の水準は「高すぎる」と見ており、政府もその緩やかな低下を目指している¹。

そういう文脈を改めて意識すると図表1の含意は重い。ベースラインケースでは、政府債務残高/名目GDPがコロナ禍前(2019年以前)を大きく上回った水準で高止まるので、国家財政は破綻のリスクを抱え続けるという話になる。一方、成長実現ケースでは、政府債務残高/名目GDPは順調に低下を続け、10年も経てば10年前の水準をも大きく下回っていく。ベースラインケースも成長実現ケースも財政再建努力の特段の強化は想定されておらず、その点で二つのケースは同じである。それなのに政府債務残高の将来がこれほど大きく分かれていくのは、かなり驚くべきことである。

成長実現ケースはルール違反の疑いあり

そもそもこの二つのケースは何が違うのかと言うと、経済成長率と物価上昇率の中長期的なパスの仮定が違う。ベースラインケースでは、概ね2010年代のような低成長が続き、消費者物価の上昇率もゼ



(資料) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」(令和6年1月22日
経済財政諮問会議提出)

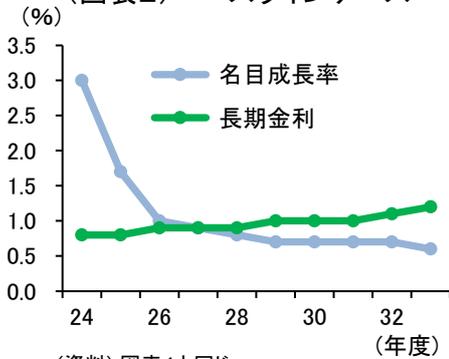
¹ 財政の持続性を巡る筆者の見解は拙著『日本経済の見えない真実』(2022年、日経BP)の第5章。

ロ%台後半にとどまると仮定されている。日銀の2%物価目標は達成されないので、金利も低いままとなる。コロナ禍前のような経済・物価・金融情勢が続くという仮定なのだから、政府債務残高/名目GDPにさしたる変化が起きないのは当然である。このベースラインケースが望ましいわけではないが、仮定に無理がないので腹落ちするシナリオではある。

一方、成長実現ケースでは、日本経済の生産性上昇率が1980~90年代の平均まで回復すると仮定されている。この期間はデフレ期と呼ばれる時期に先立つ約20年間に相当し、米欧諸国との摩擦が絶えないほど日本の産業競争力が強く、バブルまで起きて日本がとても元気だった時代である。そんな時代の生産性上昇率が復活し経済が強くなるのだから、2%物価目標も実現する、というのが成長実現ケースの仮定である。楽観的という批判はあるだろうが、政府が行う試算なので、「成長戦略で目指す姿」をあえて野心的に描いたもの、というぐらいに受け止めておけばよいだろう。

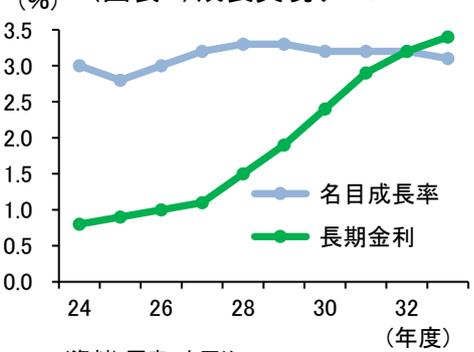
そう寛容に受け止められないのは、長期金利に関する不自然な仮定である。図表2と3は、ベースラインケースと成長実現ケースのそれぞれについて、名目成長率と長期金利の仮定を示したものである。足元のインフレ局

(図表2)ベースラインケース



(資料) 図表1と同じ。

(図表3)成長実現ケース



(資料) 図表1と同じ。

面を抜けた後、ベースラインケースでは名目成長率が1%程度へ低下していくとされる一方、成長実現ケースでは3%の名目成長率が中長期的に定着するとされる。

成長実現ケースが野心的なシナリオであることは前述のとおり問わないとしても、野心的なシナリオを描くなら長期金利の仮定もそれと整合的なものにすべきではないか。名目成長率が持続的に3%の経済なら、長期金利も持続的に3%近くにはなると考えるのが自然である。ところが、成長実現ケースの長期金利は、名目成長率に追い付く時点がはるか先の2032年度であり、それまで何年もの間「長期金利は名目成長率を大幅に下回る」と仮定されている。

よく知られている通り、長期金利 (r) と名目成長率 (g) の大小関係は、政府債務残高/名目GDPの動学にとって決定的に重要である。財政の持続性を巡る議論は、「r と g のどちらが大きい」の議論に置き換えられると言ってもよいぐらいである。その r と g の大小問題については決定的な答えがなく、少なくとも中長期的には不確実性が大きいと理解されている。ならばその大小関係には強い先入観を持ち込まず、概ね同水準と仮定するのが、この種のシミュレーションの基本ルールではないだろうか。

図表3を見ずに図表1だけを見た人は、「高い名目成長率さえ実現できれば政府債務負担は大幅に軽くなる」と強く印象づけられる。するとそこから先の議論は「いかに高い名目成長率を実現するか」に絞り込まれていく。実際、この資料が提出された1月22日の経済財政諮問会議の議事要旨を読むと、金利の仮定を巡る議論はとくになく、主に経済成長の実現性を巡る議論が展開されている。

名目成長率（とくにそのうち実質成長率の部分）を高めるにはどうすればよいか、という議論はそれ自体として重要である。しかし、名目成長率さえ高まれば図表1のようなペースで政府債務が軽くなっていく、と思いつむのは誤りである。成長実現ケースに描かれた政府債務残高／名目GDPの大幅な低下は、「今後何年にもわたって $r < g$ であり、しかも両者の差はかなり大きい」という根拠なき仮定が生んだマジックである。整合性に欠ける仮定を置いて都合の良い結論を導くことは、楽観的かどうか以前の問題としてルール違反の疑いがある。

ルール違反でないとすれば「インフレ税」の恒久化

あえてという話にはなるが、図表3の長期金利の仮定にそれなりの妥当性があるとするれば、どういう場合であるかを考えてみたい。長期金利は基本的に、日銀が金融政策で決める短期金利の将来パスを反映する。したがって、図表3のような名目成長率と長期金利の大幅乖離が起きるとすれば、2%物価目標が達成されているにもかかわらず、日銀がそれほど金利を上げない場合ということになる²。

ただ、そういうシナリオは、2%インフレが本当に定着した場合、すなわち2%物価目標の「クリーンな実現」の場合には、やはり考えにくい。「クリーンな実現」の場合はインフレ率が2%超へと上振れていくリスクもあるわけだから、金利がインフレ率よりも大幅に低い状態、つまり実質金利が大幅にマイナスという超緩和状態を、日銀は長く放置しておくわけにはいかない。成長実現ケースは物価目標の「クリーンな実現」を念頭に置いていると思われるので、長期金利が何年も低いままという仮定にはどうしても無理がある。

一方、成長実現ケースを少しだけ変えて、物価目標の「グレイな実現」、すなわち「インフレ率が1～2%程度にはなるが、2%がしっかり定着したとまでは言えない」という場合を考えてみる。その場合、日銀があくまで「クリーンな実現」にこだわれば、利上げには慎重にならざるをえない。すると、1～2%のインフレ分だけ名目成長率が高まっても、長期金利はそれと並行的には上がらず、図表3ほどの差はつかないにしても「 $r < g$ 」が長く続く可能性が出てくる。

このように、成長実現ケースが描く政府債務残高／名目GDPの急低下に近い状況は、物価目標が「クリーンな実現」ではなく「グレイな実現」なら起きる可能性はある。ただし、経済の大原則として「フリーランチ」はない。特段の追加努力なしに政府債務の負担が軽くなるという「うまい話」は、実際には誰かが知らず知らずのうちにそのコストを負担させられることで可能になる。

このケースでコストを負担するのは家計である。長期にわたり金利がインフレ率よりも低い、すなわち実質金利がマイナスであり続けるということは、家計の金融資産がインフレの分だけ目減りし続ける一方、それを補うほどの金利収入増はないということを意味する。これは「インフレ税」とでも呼ぶべき新たな負担が家計に課されるのと同じであり、金融資産への「課税」であるから「物価に負けない賃上げ」で取り戻すことはできない。ただでさえ弱い個人消費はさらに落ち込んでいくだろう。

² 以下の記述に関連する論考として、門間一夫の経済深読み「日本の金利はどこまで上がる？ ～2%物価目標が内包するカオス～」(2023年10月24日)。

幸か不幸かこのシナリオには相応の現実味がある。日銀の内田副総裁は2月8日の講演で、マイナス金利を解除しても「どんどん利上げをしていくようなパスは考えにく」と述べている³。要は日銀自身が、2%物価目標は「グレイな実現」ととどまりそうだと見ていて、その先の「クリーンな実現」に向けて低金利を続けると言っているのである。もしそうなら日銀は、意図した効果ではないだろうが、家計への「インフレ税」を半ば恒久化し、それを「財源」に国の財政を助けることになる。図表1の成長実現ケースに近い形で政府債務が軽減されていくとすれば、それは成長実現の場合というより、「2%」にこだわる金融政策が結果的に「恒久増税」として働く場合だ、という認識は持っておきたい。

金利上昇へのストレステストを

一方、可能性は低いながら2%物価目標がクリーンに実現すれば、日本経済も本格的な「金利のある世界」になる。その時に日本の財政は耐えられるのか、という声が最近多くの識者から上がっている。しかし、中長期試算にその問題意識は乏しいようだ。

前述のとおり中長期試算では、2%物価目標は「成長実現ケース」のもとでのみ実現されることになっている。逆に言えば、日本が輝かしかった時代の生産性上昇率を回復しない限り、2%インフレになることはないと仮定されているのである。しかし、最近のインフレは日本経済の強さではなく、①世界的な資源価格の上昇、②円安、③高齢化による人手不足、などによって起きている。日本経済そのものは、個人消費が3四半期連続マイナス成長で4年前の水準すら回復できないなど、コロナ禍前よりさらに弱くなっている。物価上昇の一因である円安も、金融緩和の影響に注目が集まりがちだが、貿易・サービス収支の長期悪化傾向などを踏まえると、産業競争力の構造的弱体化を反映している面がある。

たとえ成長力が一段と弱まっているのだとしても、他の理由で（あるいはそれが理由で）インフレが本格的に高まるなら、物価の安定を責務とする日銀は金利を上げなければならない。日本の現状を見る限り、「成長未実現」ケースなのに「金利のある世界」になるリスクを完全には無視できない。それは中長期的に「 $r > g$ 」の可能性が出てくるということであり、財政にとっては最も都合の悪いシナリオである。そういうストレス・シナリオにおける財政状況のチェックこそ、経済論壇の一部にある問題意識に沿うものであり、中長期試算が本来果たすべき役割ではないだろうか⁴。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。

³ 内田眞一「最近の金融経済情勢と金融政策運営 ―奈良県金融経済懇談会における挨拶―」（2024年2月8日）。

⁴ 中長期試算では長期金利が0.5%上振れるリスクシナリオも示されているが、0.5%ではこれを成長実現ケースに適用しても依然として大幅な「 $r < g$ 」の期間が長い。「 $r > g$ 」へのストレステストには全くなっていない。