



「中期的な財政運営に関する検討会」資料

長期の視点に立った改革を

BNPパリバ証券 チーフエコノミスト 河野龍太郎

1 「踊り場」回避の可能性が高まる中、長期の視点に立った改革を

- 日本経済は、財政政策の効果剥落などから成長ペースが多少は鈍化するが、好調なアジア経済の恩恵を受け、輸出増から「踊り場」を回避。2010年度は緩やかな景気拡大が続く見通し。「二番底」や「踊り場」のリスクが低下した現在、日本が行うべきは、短期的な視点の景気刺激策ではなく、中長期の構造政策。
①人々の将来不安を取り除くための社会保障制度改革、②新たな需要・供給創出のための規制緩和、③それらと整合的な中長期の財政再建プラン。
- 景気の先行きに不透明感が残るが、景気拡大が本格化するまで中長期の財政再建プラン策定を先延ばしすれば、歳出・歳入改革を加速させるべき時に、必要な施策が打てなくなる。2002～2007年の前回の景気拡大局面で、前政権が歳出・歳入改革を打ち出したのは、景気がピークに近づいた2006年7月。ほとんど実行できなかった。向こう2～3年は、厳しい経済状況を前提に、財政収支の大幅改善が描けなくても、3～4年目以降、あらゆる歳出・歳入改革の努力により、中長期の目標（公的債務残高の対GDP比の低下を可能とするPB黒字確保）へ向かう経路を示すべき。今後2～3年についても、施策のないケースとの比較を示すことで、改革の効果を明示できる。

日米欧中の成長率・物価の見通し（前年比、%）

		2008	2009	2010	2011
日本（年度）	実質GDP	-3.7	-2.1	1.6	1.7
	CPIコア	1.2	-1.7	-1.6	-0.8
	米国型CPIコア	0.0	-1.0	-1.7	-0.9
米国（暦年）	実質GDP	0.4	-2.4	2.8	2.7
	CPI	3.8	-0.4	2.5	1.1
	CPIコア	2.3	1.7	1.1	0.1
ユーロ圏（暦年）	実質GDP	0.5	-4.0	1.0	1.5
	HICP	3.3	0.3	1.3	0.8
	HICPコア	1.8	1.4	0.6	-0.2
中国（暦年）	実質GDP	9.6	8.7	10.5	8.4
	CPI	5.9	-0.7	4.9	5.3

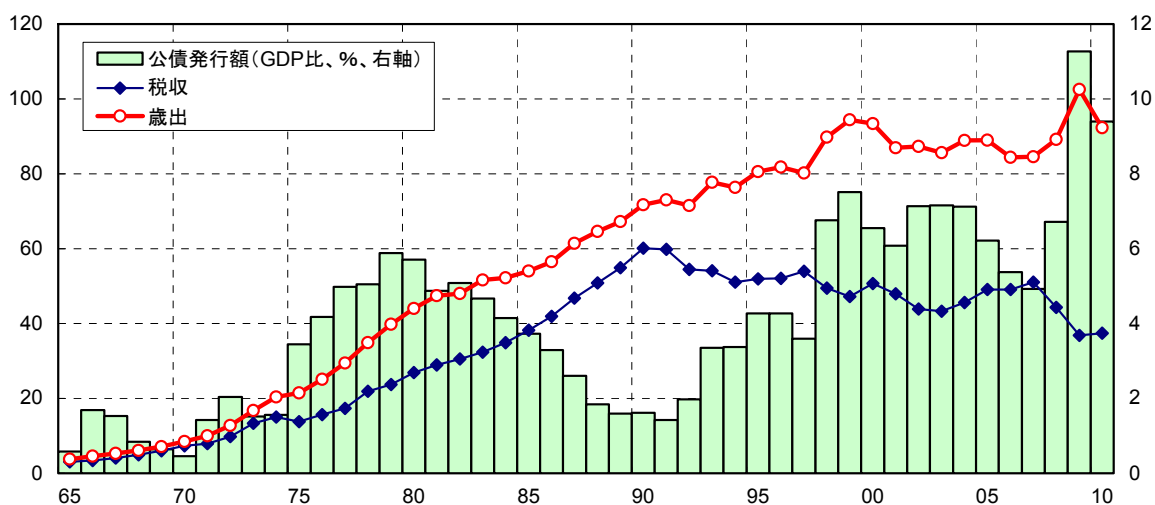
（出所）BNPパリバ証券作成



2 財源を明示した社会保障制度改革が最も有効な景気対策

- 日本経済の構造問題の一つは、過少消費の問題。もう一つの構造問題である非製造業の低生産性問題(人々の望む財・サービスを供給する成長分野が非製造業部門において現れないこと)と互いに影響し合っている。過少消費の原因は、①公的年金制度の不備、②非正規雇用のセーフティネットの未整備、③医療・介護制度の綻びで人々の将来不安が強まっていること。持続可能な社会保障制度を構築することによって、人々の不安を解消することが不可欠。
- 日本の財政赤字が大きいのは無駄が多いからではなく、税収が圧倒的に不足しているため。「低福祉・低負担」型政府を目指すのであれば、現在の「中福祉」と「低負担」のギャップを埋める税制改革が必要。「まずは無駄の徹底的な削減を優先」という精神は健全だが、無駄削減と税制の抜本改革を並行して進めるべき。
- 恒久財源を明示した持続的な社会保障制度改革を打ち出すことは、消費を刺激する最も有効な景気対策となる。消費税に関わった歴代政権の挫折から、消費税引上げは日本の政治家のトラウマになっているが、実はそれを打ち出すことが、かえって国民からの支持につながるのではないか。それとも、財源となる消費税引上げを封印し、再び社会保障制度改革を先送りするのか。

一般会計の歳出と税収の推移 (兆円)



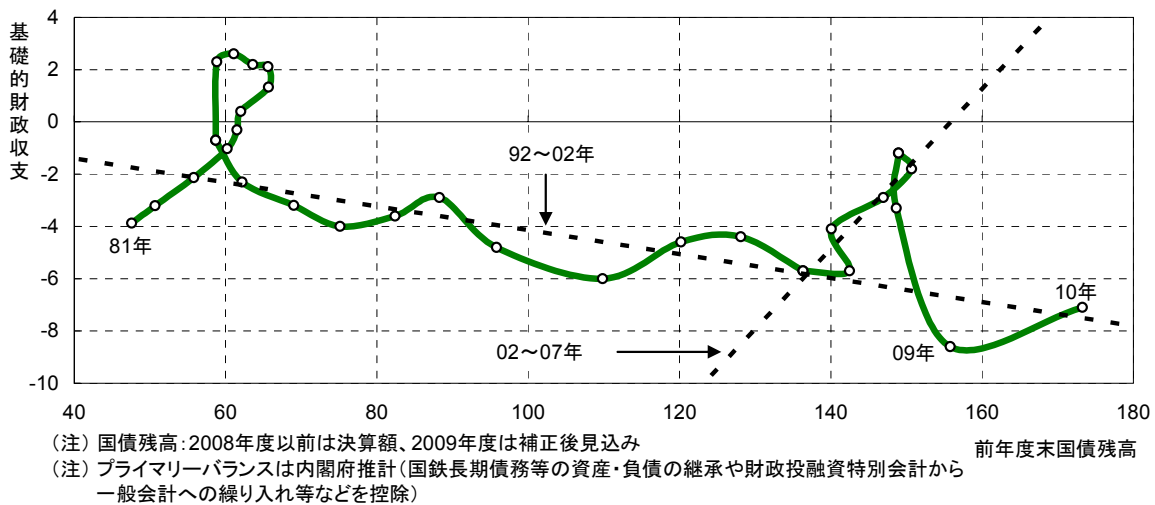
(出所)財務省資料より、BNPパリバ証券作成



3 Pay-as-you-go 原則の確立と長期の財政再建プランの導入が不可欠

- 長期金利は①1 人当たり潜在成長率、②長期の予想インフレ率、③財政リスク・プレミアムの 3 つの要因に分解できる。世界的な信用バブル崩壊を背景に日本の潜在成長率は大幅に低下し、同時に総需要ショックのもたらした需給ギャップの大幅悪化で予想インフレ率も低下。長期金利は大幅に低下しても不思議ではないが、過去 1 年半、総じて横ばい。低下してもよいはずの長期金利が横這いを保っているのは、財政リスク・プレミアムが上昇しているためだと解釈できる。
- チャートは、基礎的財政収支(PB)と前年度末国債残高の対 GDP 比をインプットしたもの。チャートが右上がりであれば財政は持続可能、チャートが右下がりであれば財政は持続可能ではない。前年に政府債務残高が増加した場合、公的債務が維持可能であるためには、今年 PB が改善することが必要となる。10 年度は必ずしも恒久財源の確保に目処が立っていない中で、新たな恒久的歳出が行われる。
- 内需が脆弱な現在、大規模な歳出削減や増税を実施できないのは当然。しかし、このままでは長期金利高騰をもたらす不適切なメッセージを市場に与えてしまう。それを避けるには、長期の財政再建策を早期に打ち出し、現在の悪化があくまで一時的で、将来は持続可能な経路に財政が復帰することを示す必要がある。また、特に、今後 2~3 年については、マニフェストに掲げた残る施策に関し、pay-as-you-go 原則を採ることを明確に打ち出すべき。財政再建に対し強い意志があることを政権は見せなければならない。

基礎的財政収支と前年度末国債残高（中央政府+地方政府、名目GDP比、%）



(出所)内閣府、財務省資料より、BNPパリバ証券作成



4 民主党政権はリカーディアン型政府か、非リカーディアン型政府か？

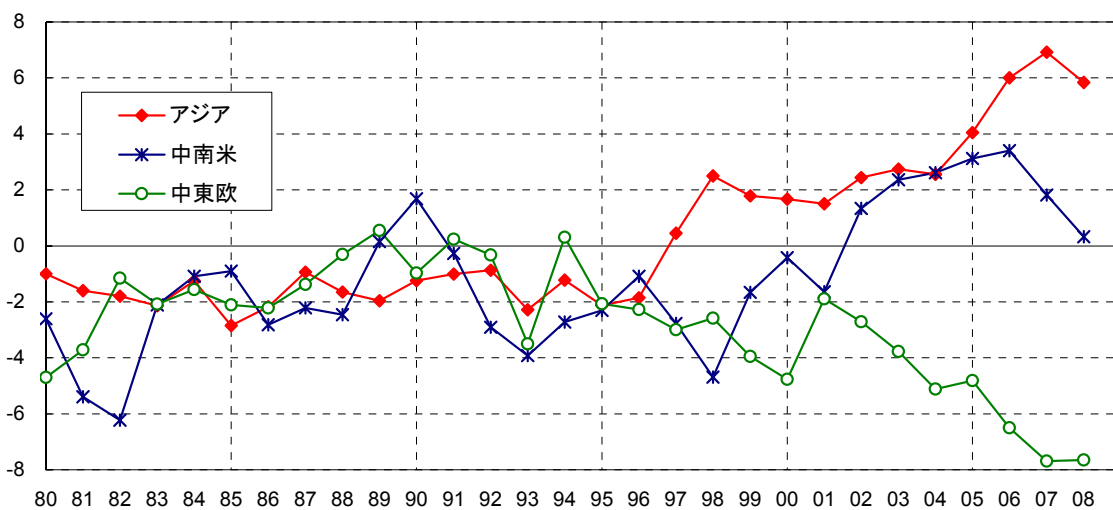
- 長期金利が低位安定を保っている最大の要因は、政府が財政規律を保っていると民間部門が認識していること。この前提があって初めて、日銀の低金利政策によって長期金利を安定させることが可能。金融市場でその持続性に疑念を持たれると、貨幣価値の大幅下落を懸念し、長期金利の上昇が生じることが歴史的に観察される。そうした状況では、長期金利上昇を抑制するために中央銀行が国債を購入しても、事態は悪化するだけ。金融政策同様、人々の期待に働きかける公的債務管理政策が必要（長期の財政プラン導入の必要性）。
- 2010 年度予算では、恒久的歳出が、赤字国債の発行や埋蔵金の費消など恒久的でない財源によって調達される動きが見られる。金融市場は、民主党政権がリカーディアン型政府か非リカーディアン型政府を見極めようとしている。リカーディアン型政府は、公的債務が発生した場合、将来、何らかの方法で税収を増加、あるいは歳出を削減し、債務の返済に必要な財源を確保しようとする。非リカーディアン型政府は、中央銀行にファイナンスさせようとする。
- 金融市場では、日銀の国債購入増額を予想する向きが増えている。不況で財政赤字が拡大しているだけでなく、恒久的歳出のファイナンスで国債発行や埋蔵金の費消が増えている中で、中央銀行の国債購入増額予想が増えていることは、マネタイゼーションを予想する向きが増えていることを意味する。中期財政フレームにおける pay-as-you-go 原則の確立と同時に、長期の財政再建プランを打ち出すことが必要ではないか。



5 長期金利を低下させていた要因は持続するか？

- 90年代末以降、世界的に長期金利が低下し、各国でバブルが頻発したのはなぜか。それまで、世界の資本市場で大規模な資本の借り手であったアジア、中南米などの新興国が、アジア通貨危機などをきっかけに、大規模な資本の貸し手になったこと(MITのリカルド・カバレロ教授の「良質な金融資産の欠乏」仮説)。事後的に需給は一致するが、世界的に長期金利が低下したことを考えると、追加的な貯蓄が新たに発生し、長期金利が低下した可能性大(米国の金融政策がイールドカーブのショートエンドを引下げ、新興国の資本供給はイールドカーブをフラットニングさせた)。
- 公的債務の膨張にもかかわらず、日本の長期金利が90年代末以降、低位で安定していたのは、国内の貯蓄投資バランスの要因だけでなく、世界的な長期金利の低下が大きく影響していたと思われる。アジア、中南米諸国が積極投資したのはトリプルA資産のみだが、米欧と日本の中で金利裁定が生じた。
- 現在、アジア、中南米が輸出主導経済から、内需主導経済へ転換しつつあると見られる。もし、そうなら、アジア、中南米はこれまで輸出していた資本を国内で利用するようになる。現在は、米欧がバランスシート調整を続けているため、対外資本の借入れを増やす状況にはないが、米欧の内需の加速が始まれば、新興国の内需転換は世界の長期金利に大きな影響を与える。知らぬ間に、日本の長期金利の低位安定をもたらしていた要因が消滅する可能性もある。長期金利の先行きは不確かだが、現在の低金利は単に幸運に恵まれているだけかもしれない。

新興国の資本輸出(名目GDP比、%)



(出所)IMF資料より、BNPパリバ証券作成



6 「デフィシット・ギャンプル」の勝率は低下：PB 均衡では不十分

- 長期金利が成長率を下回る状況は、資源が有効に利用されていない状況（動学的に非効率な状況）であり、バブルを生みやすい。そうした状況であったがゆえに、これまで日本の国債価格が下落しなかった可能性もある（国債バブル？）。実際、日本では、株式・不動産バブル崩壊後、バブルが国債に転移した可能性がある（トゥールーズ経済学院のジャン・ティロール教授の「バブル代替の理論」）。
- 金利と成長率の関係は一定ではないが、公的債務を管理する上では、動学的に効率的な環境（金利 > 成長率）を前提とすべき。バブルの生まれやすい環境を前提とした財政再建プランを立てるべきではない。この場合、PB 均衡では公債残高の対 GDP 比の上昇を止めることはできない。それ故、PB 均衡は財政再建の一里塚とはなっても、掲げるべき財政再建の目標とはなり得ない。一定の PB 黒字が達成されてはじめて、公的債務残高の対 GDP 比の上昇が止まる。長期目標としては、公的債務残高の対 GDP 比の安定的な低下をもたらす、例えば 1～2%の PB 黒字と、その大まかな達成時期を掲げるべき。
- 成長率よりも金利が低いことを前提に財政運営を行うことをハーバード大学のグレゴリー・マンキュー教授は「デフィシット・ギャンプル」と呼んだ。歴史的に見ると、潜在成長率が高い場合や、公的債務が大きくない時には、ギャンプルに勝つ場合も少なくない（ただし、火事の確率が高くないから、火災保険に入らないようなもの）。しかし、公的債務が対 GDP 比で見て大幅に拡大していることや、潜在成長率が大きく低下していることを前提にすると、日本におけるデフィシット・ギャンプルの勝率は相当に低下していると考えられる。成長率と金利に関し、保守的な前提において、財政運営を行うというのが基本であろう。

米国の名目成長率と10年債利回り (%)				
	過去 10 年	過去 30 年	過去 50 年	過去 70 年
(1) 名目成長率	5.4	7.0	7.1	7.7
(2) 10年国債利回り	5.0	7.6	6.7	5.4
(1) - (2)	0.4	-0.5	0.4	2.3

(出所)米商務省、Ecowinより、BNPパリバ証券作成

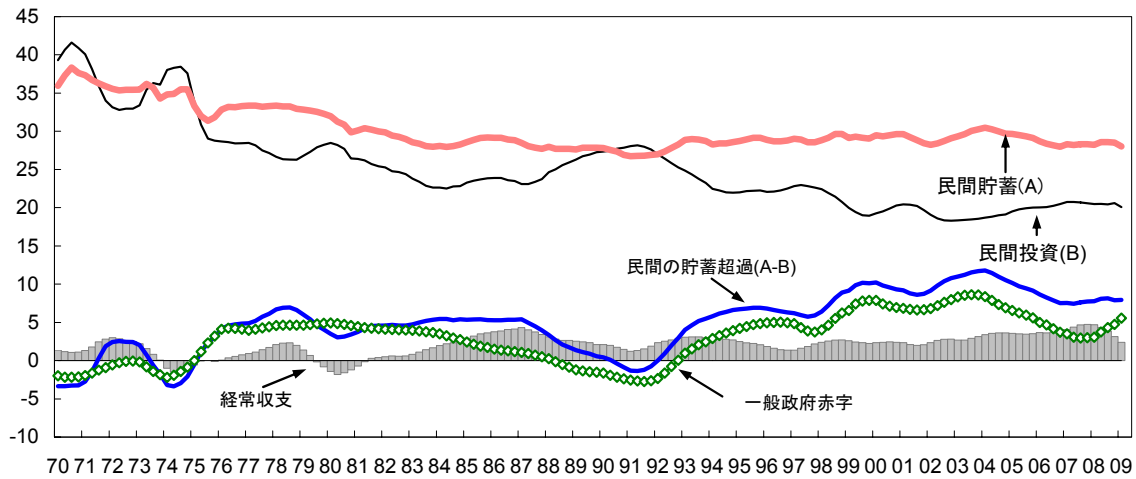


米国の実質金利(10年国債利回り—CPI総合前年比、%)



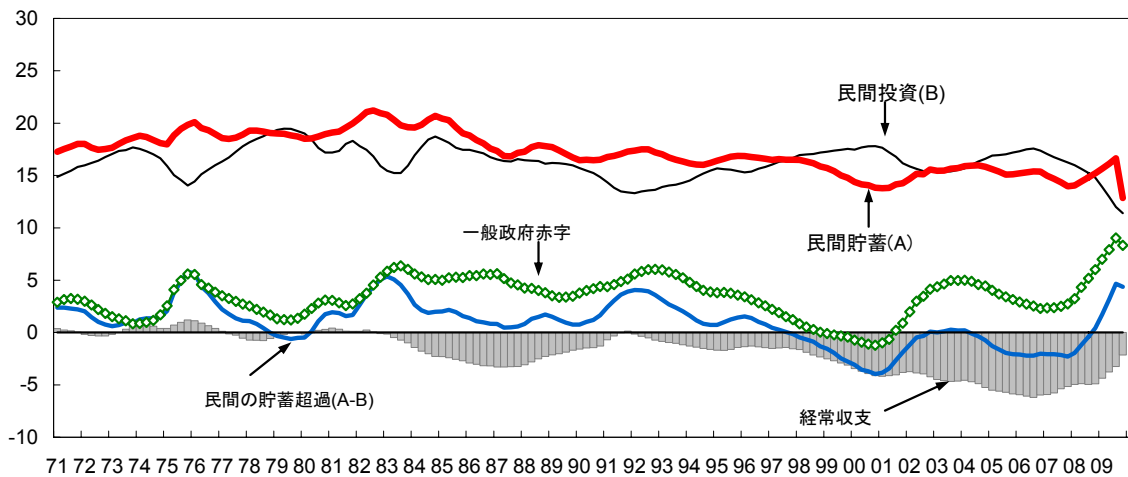
(出所) Bloomberg資料より、BNPパリバ証券作成

日本の貯蓄投資バランス(対名目GDP比率、4期移動平均、%)



(出所) 内閣府資料より、BNPパリバ証券作成

米国の貯蓄投資バランス(対名目GDP比率、4期移動平均、%)



(出所) 米商務省資料より、BNPパリバ証券作成