

財政再建を巡る最近の動き

2015年4月2日

2月12日に開かれた経済財政諮問会議において、内閣府は、マクロ経済に関する①経済再生ケース、②ベースラインケースという2つのシナリオを用意し、基礎的財政収支に関する試算を発表した。財政面では、①消費税率が2017年（平成29年）4月1日より10%に引き上げられること及び社会保障制度改革の実施などによっても一定の歳出増が生じること、②2016年度以降の期間についても、社会保障歳出は高齢化要因等で増加し、それ以外の一般差歳出は物価上昇率並みに増加すること、③復興財源確保法等を踏まえ、今後も復旧・復興特別税の実施、復興債の発行が継続されること、を想定した。

図表1 基礎的財政収支試算の前提

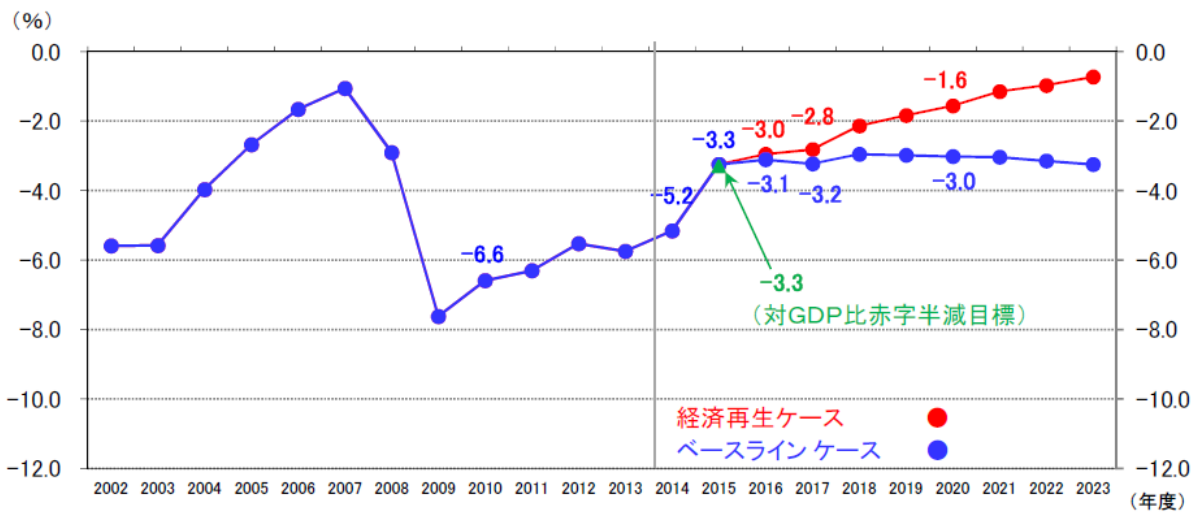
	経済再生ケース	ベースラインケース
前提条件	①大胆な金融政策、②機動的な財政政策、③民間投資を喚起する成長戦略の3本の矢の効果が着実に発現	経済の足元の潜在成長率が将来にわたり推移
経済成長率	実質2%以上、名目3%以上	実質1%弱、名目1%半ば
消費者物価上昇率 ^(注)	中長期的に2%近傍で安定	0.5%前後

(注) 消費税率引き上げの影響を除く。

これによる主な試算結果によれば、2015年度の国・地方の基礎的財政収支（復旧・復興対策の経費及び財源の金額を除いたベース、以下同じ）の対GDP比は▲3.3%程度となり、2010年の水準からの対GDP比赤字半減目標（対GDP比▲3.3%）を達成する見込みである。

しかし2020年度における国・地方の基礎的財政収支の対GDP比はベースラインケースの場合は▲3.0%程度（16.4兆円）と現状並みにとどまり、デフレ脱却・経済再生を達成する経済再生ケースの場合でも▲1.6%（9.4兆円）と、総選挙前に総理大臣が公約した2020年度にプライマリーバランスの黒字化は実現が困難と見込まれていて、財政健全化に向けたさらなる社会保障制度改革をはじめとした歳出削減、追加増税が俎上に上がることになる。

図表 2 国・地方の基礎的財政収支（対 GDP 比）



(注) 復旧・復興対策の経費及び財源の年額を除いたベース。

(出所)『中長期の経済財政に関する試算（平成 27 年 2 月 12 日 経済財政諮問会議提出）』内閣府

次に 3 月 10 日の日経経済教室「財政健全化への焦点（下）」では富士通総研経済研究所の早川秀男エグゼクティブ・フェローが、現在の原油価格の急落という僥倖を奇貨として、これを財政再建の契機として活用すべきだと強調する。今回の原油安は第一に、消費者物価上昇率をゼロ近くまで押し下げる効果をもつため、当面マイナス金利や家計資産の海外逃避の目安になる 2%インフレを心配せずに国債管理政策を行える条件が与えられること、原油安は大幅な減税と同様の効果を持つので、景気回復のすそ野が広がり、景気を心配することなく財政再建に注力できる条件が与えられることを指摘する。

こうした中で早川氏が財政再建を急ぐよう警告するのは、異次元金融緩和が早晚遭遇する 2%（あるいはそれを超える）インフレが、市場参加者の日本財政の維持可能性に対する信頼を棄損する恐れを否定できないと見るからである。2%インフレ下で国債の買い支えの継続により、円安とインフレのスパイラルが繋がり、短期金利をゼロ近くに押しとどめてマイナスの実質金利状態を無理やり維持しようとするれば、物価高、家計資産の海外逃避、資産バブルが避けられないと見るためだ。

これに関連して 2 月 25 日の日経経済教室「長期金利が示すもの（下）」において、カーメン・ラインハートハーバード大学教授が次のような警告を発していることが注目される。やや長くなるが、掲載記事の重要部分を断片的に引用しよう。

「過去 3 回の持続的なマイナス金利のうち 2 回までが 2 度の世界大戦及び戦時国債の大量発行によりもたらされている。マイナス金利は政府に隠れた税収を与え、第二次大戦が残した巨額の政府債務の解消に寄与するとともに利払いの負担を大幅に軽減したのである。こうした手法は金融抑圧（financial repression）と呼ばれ、一般に政府、中央銀行、金融機関の強い連携によって成り立つ。過去の事例を基に、債務削減を促すという視点から、金融抑圧を成功させる条件を読み取ることができる。それは、第一には、国債への投資を余儀なくされる「囚われの投資家（captive audience）」を多数創出・維持すること、第二には、マイナスの実質金利を維持してこれらの投資家に事実上の「税」を一貫して課すことである。国債市場では日米欧及び主要新興国の中央銀行など、市場外の参加者が目立って増えており、

リスクプロフィール（リスクの状態）に関してどんな情報が価格に織り込まれているのか疑わしくなっている。リスクとかい離した国債金利の設定は金融抑圧が行われた場合に共通する現象である。いずれにせよ、債務再編や恒久的緊縮が容認し難いのであれば、低金利政策による金利負担の軽減（あるいはマイナス金利による緩やかな債務削減）にも一考の価値がある」

繰り返されてはならない回避すべき忌まわしい過去と考えられていた「金融抑圧」による財政再建が、異次元金融緩和の継続の下での財政膨張を可能としながら、意外なことであるが、次第に忍び足で現実味と実現可能性を高めながら、頭をもたげてきているかのようである。

我々は黙して（あるいはやむを得ない選択として）金融抑圧を通じたインフレ容認論に与するのか、それとも、本能的に増税を忌避する世論・民意に対抗して、欧米諸国がチャレンジを試みる次世代に投票権の重みづけを置いた選挙制度改革や、世代間の公平を視野に入れて賢明な判断を行いうる第三者機関の関与を通じた財政収支バランスの回復を模索することにより、これに楔を打ち込むことができるのか、大きな岐路にあるといっても決して言い過ぎではないように思われる。

3月15日日経朝刊は、2001年から2期10年にわたり日銀政策審議委員を務めた須田美矢子氏への2年を超えたアベノミクスに対する評価インタビューを行っている。須田氏の警鐘のコメントは以下のとおりである。

「最大の懸念は、財政の節度が失われる中で、日銀の国債購入が財政ファイナンスに繋がり、物価上昇に弾みがついてしまう可能性だ。残念ながら、政府の財政健全化に向けた姿勢には疑念を持たざるを得ない。」「財政の節度が失われると、将来の増税も想定されなくなり、人々はお金をどんどん使おうとする。物価上昇が2%を超えても、国債価格が急落していたら金融システムの安定のために国債を買い続けねばならない事態もありうる。円安、高金利、物価高の悪循環になる恐れは消えない。」「一刻も早く出口に備えた議論を始めるべきだ。2%の物価上昇が見えてからでは遅すぎる」

ここから見えてくる須田氏が懸念する確率の高いシナリオは、異次元金融緩和継続→満期構成が長期の国債にシフトした日銀による国債購入継続→金融抑圧といわれる国債買支えによる人為的（官製の）低金利政策継続（特にイールドカーブの低位フラット化）→異次元金融緩和の持続可能性への疑念→（そう遠くない将来に）人々のインフレ期待の点火→金利とそのボラティリティの連鎖的上振れリスクの顕在化（→手遅れとなる出口政策）→円安、高金利、物価高の悪循環である。

（荒井 俊行）