

Financial Trends

経済関連レポート

名目成長率と長期金利はどちらが高いか

発表日：1月12日(木)

～ドーマー定理を巡る論争に隠れた意味～

(No. FT-24)

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

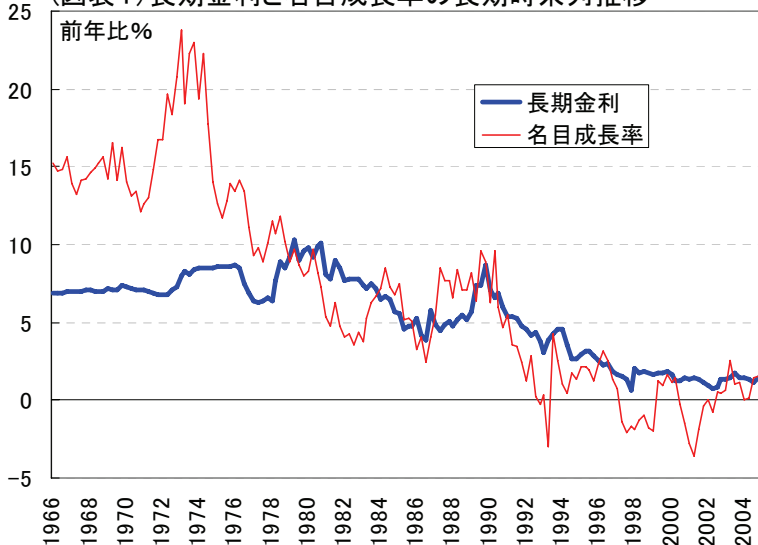
80年代以降は、長期金利が名目成長率を上回っている。この状態は実質成長率が低いことが原因である。長期金利が名目成長率よりも高いという前提に立つと、プライマリーバランスを黒字化した後も、長期金利が上回っている分だけ増税が必要になる。これに対して、金融政策を使って名目成長率の目標に釘付けにしておく方法も考えられるが、仮にこの政策が裏目に出てインフレ期待が長期金利を押し上げると、債務管理には不都合になる。むしろ、インフレ期待を助長せずに金融緩和を据え置いてどこまで実質成長率を引っ張っていけるかが債務管理では肝要だ。

名目成長率と長期金利の論争

名目成長率と長期金利の関係を巡ってどちらが高いかという論争がある(図表1、2)。12月26日の経済財政諮問会議では、与謝野経済相が「長期金利が名目成長率を日常的に下回ることはない」(同議事録)とし、各国のここ20年間の実績をみても「うまい具合に長期金利が名目成長率を下回ったというのはオーストラリアをはじめ数か国ではないか」(同日の記者会見)と言っている。一方、竹中総務相は、「日本の場合、戦後の時期を見ていくと名目成長率の方が高かった」(同議事録)とし、「きちんと経済運営すれば、名目金利が名目成長率を長期にわたって上回ることはないと思う」(12月6日議事録)とも語っている。

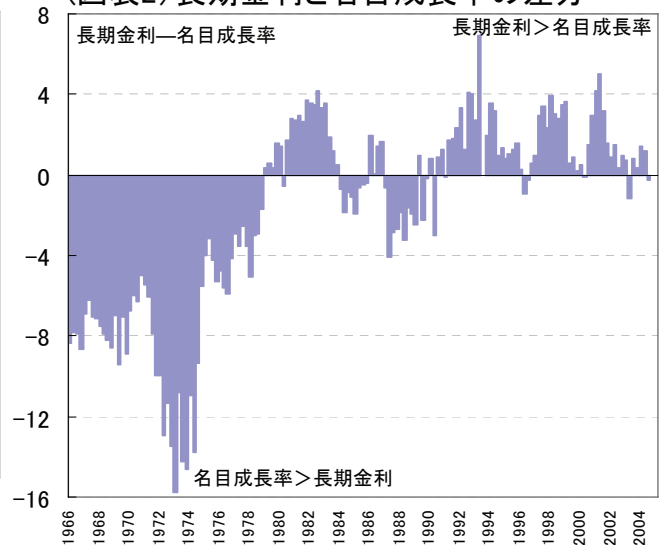
この議論は、今回の「改革と展望」における2010年代初頭までの長期見通しの前提条件についての見解の違いに端を発するが、議論の中身は、今後の財政・金融政策の重要なポリシーミックスについて語ったものだ。筆者は、この論争に関して与謝野経済相が言うように、「財政再建をやるときに、長期金利の方が名目成長率より低いという楽観(名目成長率>長期金利)でやるのか、その逆に悲観的(長期金利>名目成長率)にやるのか」(12月26日議事録、かっこ内は筆者の注記)という認識が全くその通りだと感じる。以下では、手始めに、この論争の実体が何であるのかを敷衍していくことにしよう。

(図表1) 長期金利と名目成長率の長期時系列推移



出所：内閣府

(図表2) 長期金利と名目成長率の差分



出所：内閣府

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

公債残高の収束条件

上記の議論が依拠するのは、ドーマーの定理という政府債務の収束条件に関する考え方である。

まず、財政が破綻しないための原則として、公債残高（国債発行残高）の対名目 GDP 比率を一定割合に管理することを考えよう。この原則に沿えば、公債残高が増えても、経済規模（＝名目 GDP）がそのペースを上回れると公債残高の相対的な規模を小さくできるということになる。すなわち、

$$\text{公債残高} \uparrow / \text{名目 GDP} \uparrow \uparrow = B/Y (\text{相対的な債務規模}) \downarrow \quad B: \text{公債残高} \quad Y: \text{名目 GDP}$$

という理屈である。

言い換えれば、債務管理では、①公債の元本返済を進めることと、②名目成長率を高めてこの比率を間接的に低めることが志向されるということになる。債務負担の変化を式で表すと、

$$\text{相対的な債務規模の変化} = \text{公債残高の削減} / Y - \text{名目成長率} \times B / Y$$

となる。この式をさらに展開していくと、公債残高の削減が利払費と元本削減に分けられるから、次のように展開できる。

$$= (\text{元本削減} + \text{利払費}) / Y - \text{名目成長率} \times B / Y$$

$$= (\text{元本削減} + \text{利率} \times B) / Y - \text{名目成長率} \times B / Y$$

$$= \text{元本削減} / Y + (\text{利率} - \text{名目成長率}) \times B / Y$$

ここでの元本削減は、プライマリーバランス（＝PB）の改善のことを指す。

この式で示された債務負担の変化がゼロ以下になって、債務負担が収束していくためには、

$$0 \geq PB / Y + (\text{利率} - \text{名目成長率}) \times B / Y$$

という条件式を満たす必要になる。

つまり、日本の政府債務の持続性を保つには、①プライマリーバランスを黒字化（ $PB \geq 0$ ）することに加えて、②名目成長率が利率を上回っている状態（ $\text{利率} - \text{名目成長率} \geq 0$ ）が必要ということになる。

$$0 \geq PB / Y \quad 0 \geq \text{利率} - \text{名目成長率}$$

一般にドーマーの定理と言われるのは、後者の式だ。

日本の債務負担をどうやって管理するかを考えると、2011年度までにプライマリーバランスを均衡しても、利率が名目成長率を上回っている分だけ、増税で債務を減らさないと、債務残高の相対的な規模を管理できないということになる。

竹中総務相の言うように、名目成長率が長期金利を上回っているのが普通の状態とみなせば、プライマリーバランスの黒字化さえ達成できれば、追加的増税は必要ないということになるし、与謝野経済相の長期金利が名目成長率を上回るのが普通ということであれば、プライマリーバランスの黒字化に加えて、追加的な増税幅を念頭に置く必要があるということになる。よくみると、両者の論争は、以前、増税よりも歳出削減を優先すべきという竹中総務相と、増税を先送りし続けられることは幻想だと喝破する与謝野経済相の論争が、姿を変えて再度行われていると理解できる。

低成長時代は、長期金利が相対的に高くなる

ところで、名目成長率と長期金利の関係が、どちらが高いかを判断することはできるのだろうか。データの推移をみる限り、1980年頃までは竹中総務相の言うように、名目成長率が長期金利を上回っているが、1980年以降は与謝野経済相の言うように、長期金利の方が上回っている（前掲図表1、2）。筆者の見解では、1980年以降に名目成長率の方が低くなったのは、低インフレ率になったこともさることながら、実質成長が低くなったことも大きいと考えられる。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

少しわかりにくいので、思考のステップとして、まず、名目成長率を実質成長率とデフレーターに分解してみる。そして、その各々を長期金利と比べると、1980年以降の長期金利はデフレーターとの高い相関があるように見える(図表3)。一方、長期金利は、足元の物価変動とそれを除いたリスクプレミアムで構成されていると考えられる。このプレミアムは、先行きのインフレ期待や財政の信用度などで形成される。

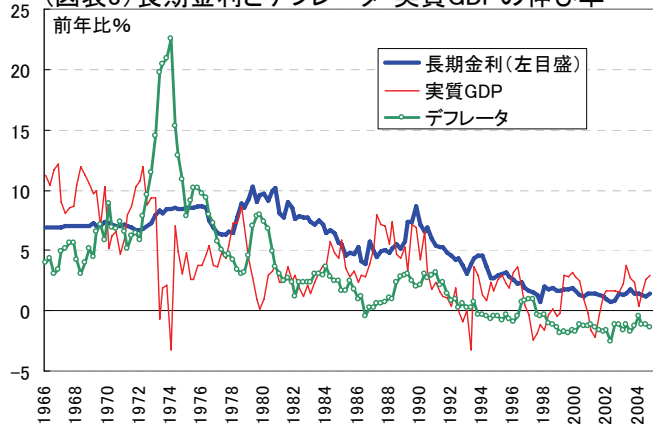
$$\text{名目成長率} = \text{実質成長率} + \text{デフレーター}$$

$$\text{長期金利} = \text{足元の物価} + \text{リスクプレミアム}$$

そこで、名目成長率と長期金利の関係を、それらを要因分解してもう一度見比べると、デフレーター \approx 足元の物価と考えて、実質成長率とプレミアムの関係に置き換えられる。この図式に基づくと、1980年以降は、実質成長率が低下する低成長時代に移行したので、景気低迷に伴って実質成長率がプレミアムを下回ることが多くなり、結果的に名目成長率よりも長期金利の方が高くなった場面が一般的になったと理解することができる(図表4)。

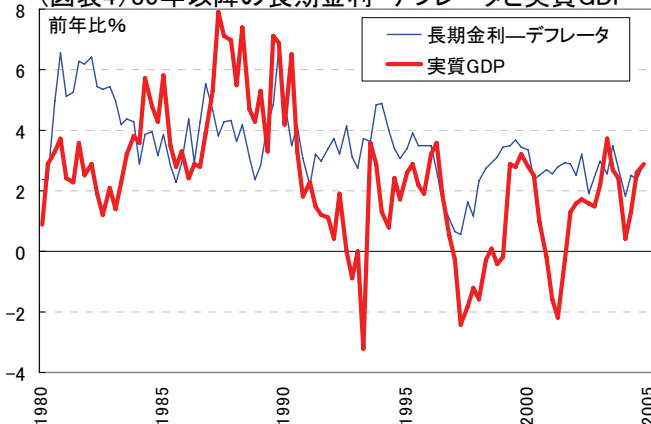
1980年以降 実質成長率<リスクプレミアム

(図表3) 長期金利とデフレーター・実質GDPの伸び率



出所: 内閣府

(図表4) 80年以降の長期金利・デフレーターと実質GDP



出所: 内閣府

名目成長率と金融政策の関係

債務管理を考えると、長期金利を名目成長率に対比させて、金融政策によって抑え込む発想も出てくる。つまり、金融政策で増税のコストをなるべく軽減する方法である。具体的には、日銀に名目成長率が2%に達するまで量的緩和解除を禁じるという方法などが挙げられるだろう。

しかし、この発想に基づき、日銀にターゲットとして課する名目成長率のハードルを引き上げすぎると、長期金利が上昇して、やぶへびになるリスクがある。先に、長期金利は、足元の物価とリスクプレミアムによって構成されると指摘したが、そのプレミアムは将来物価の予想に影響を及ぼす意味で、金融政策のスタンスにも影響を受ける。仮に、インフレが起こる蓋然性が高くなるまで金融政策が身動きできないように縛っておくと、どこかの時点で将来物価に対する予想が変化してリスクプレミアムが上昇し始める。過去のデータをみていると、従来のプレミアムは、1980年以降、おおむね2~4%の範囲で推移しているので、インフレ予想があまり織り込んでいるようには見えない(前掲図表4)。しかし、将来の金融政策のスタンスが変化すれば、このプレミアムが上昇して、長期金利も跳ね上がる結果を引き起こす可能性は十分にある。そうすると、実質成長率よりもプレミアムの方が上回る状態(実質成長率<プレミアム↑)が起こって、ドーマーの定理における債務収束の条件(名目成長率<利率)を満たせなくなる。

常識的に言って、日銀が金融緩和解除を慎重に進め、実質GDPが極力上昇するようにすべきだということは当然だとしても、やりすぎてインフレ予想を高めるまで金融政策を制約することは、債務管理には都合が悪くなる。

ドーマーの定理が見落とす論点

ここまで、論争の前提になっているドーマーの定理に同意しながら、政府債務管理のためのポリシーミックスを考えてきた。しかし、筆者は、ドーマーの定理をあてはめる通説にいくつかの問題点を指摘したい。

まず、名目成長率と利率の関係を議論するとき、暗黙のうちに、利率＝長期金利とイメージしているが、厳密には正しくないのではないかと。政府の資金調達、

長期金利の10年とは限らず、発行期間を分散しているので、利率は国債の加重平均デュレーションに対応する金利にあるはずである。さらに言えば、多年度で考えると、単年度の利払負担は過去の発行年限に影響されているので、単年度の長期金利では決まってい

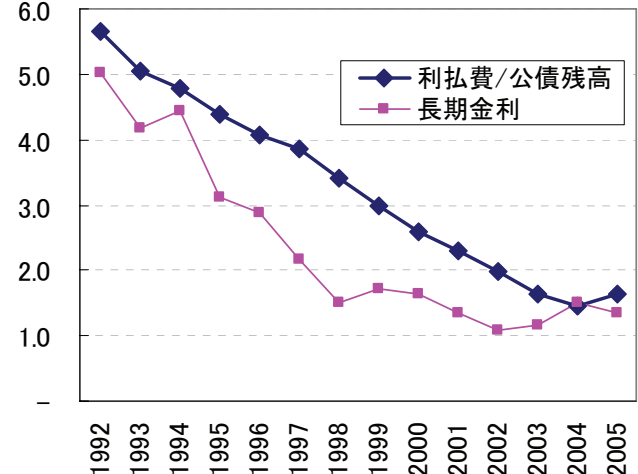
そこで、単年度の利払費を公債発行残高で割って、みなし利回りを計算すると、10年の長期金利よりもやや高めの利回りになっていた(図表5)。これは、金利低下局面では、政府の平均調達利回りが、直近の調達利回りよりも高く出ているためだと考えられる。

もうひとつ、政府債務を名目GDPで比較することで、債務規模を測ることも本当に正しいかどうかは異論の余

地がある。債務を返済するのは、税金なので、名目GDPではなく、税金のスケールで返済能力を図る方法がよいという見方もできる。一般的に、税金の弾力性は名目成長率よりも大きいので、名目成長率がプラスになるとき、税金がより大きく伸びて債務返済年数は低下する。逆に、ここ数年のようにデフレ下では、税金が名目成長率以上に落ち込むので、政府債務の持続性はより悲観的に評価される(図表6、7)。

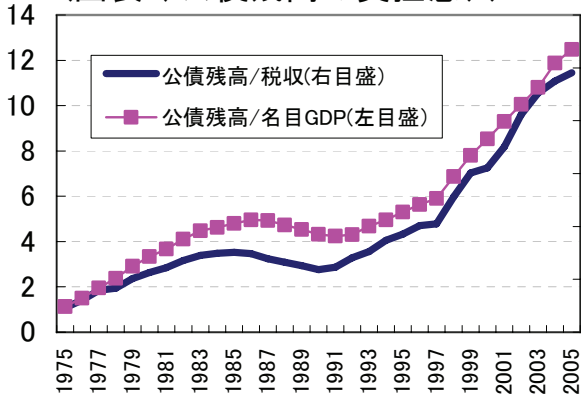
こう考えると、債務管理のためには、名目成長率の数値目標で金融政策を縛り付ける発想とは別に、税金の弾力性をどうやって上昇させるかという発想の方が大切だと考えられる。つまり、長期金利が上昇しても、税金の伸びが大きければ、利払負担は軽減できる。今後の財政再建では、景気が拡大すれば、税金を支払わないでいる経済主体が少なくなるようなかたちで、課税構造を見直していくことも重要になる。増税政策を進める前に、担税力を高められる課税構造を再検討することも必要である。

(図表5) 長期金利と公債利回り



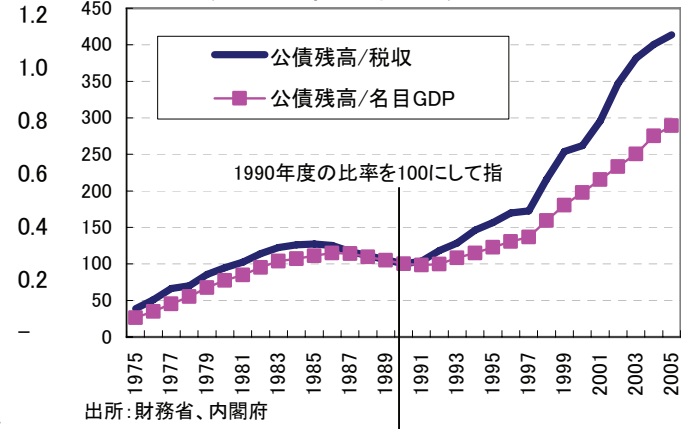
出所:財務省

(図表6) 公債残高の負担感(1)



出所:財務省、内閣府
ただし、2005年度の名目GDPは第一生命経済研究所の予測値(1.5%)、

(図表7) 公債残高の負担感(2)



出所:財務省、内閣府