

テーマ：景気配慮の財政再建が必要な理由② 2018年4月23日（月） ～プライマリーバランスが全てではない～

第一生命経済研究所 経済調査部

首席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

(要旨)

- G7諸国でプライマリーバランス黒字化を達成しているのはドイツとイタリアのみだが、赤字の国も財政危機的な状況になっていない。名目成長率が国債利回りを上回っていれば、プライマリーバランスが赤字でも政府債務残高/GDPが上昇するとは限らない。
- 理論的に最適成長する場合には実質長期金利>実質経済成長率が必要とされるが、ここでいう実質長期金利は社債や株なども含めた実質資本収益率であり、国債利回りはリスクプレミアム分だけ低くなる。歴史的事実関係を見ても、多くの主要国で名目成長率>国債利回りを満たしていること等もあり、ドーマー条件が満たされる可能性が高い。
- 日本は政府純債務/GDPだけではOECD諸国の中でイタリアに次いでリスクが高いが、「経常収支/GDP」「対外純資産/GDP」「政府債務対外債務比率」の3指標も合わせてみれば、相対的に財政リスクが高い国ではない。
- 過去20年間の税収弾性値(2.9程度)を前提とすると、税収という卵を産む鶏すなわち経済成長を殺すような緊縮財政をすれば、却って財政健全化は遠のきかねないことになる。
- 日本経済が早期に正常化して消費税率が予定通り引き上げられるのがベストだが、2019年度後半は経済的なリスクが高いことからすれば、予算編成後も消費税率引き上げの先送りが可能となるよう、景気条項を付帯することも有力な手段といえる。ただ、それが物理的に困難であり、予定通り上げる場合は効果的な景気対策が必要と考えられる。

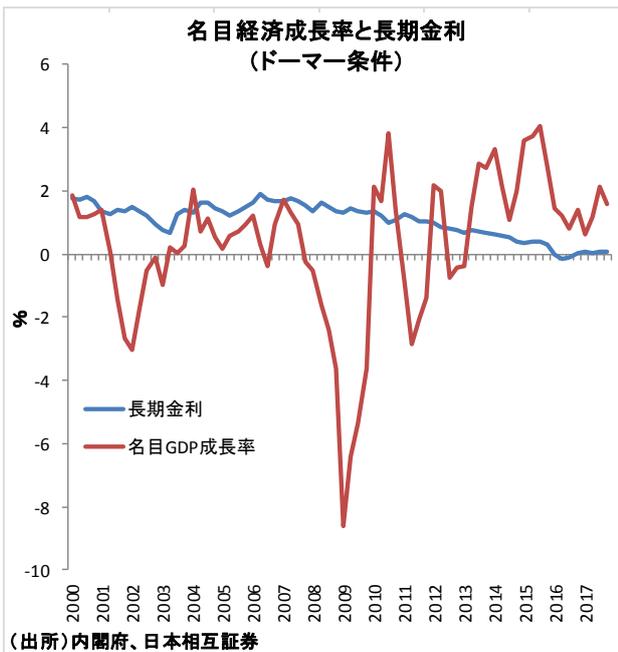
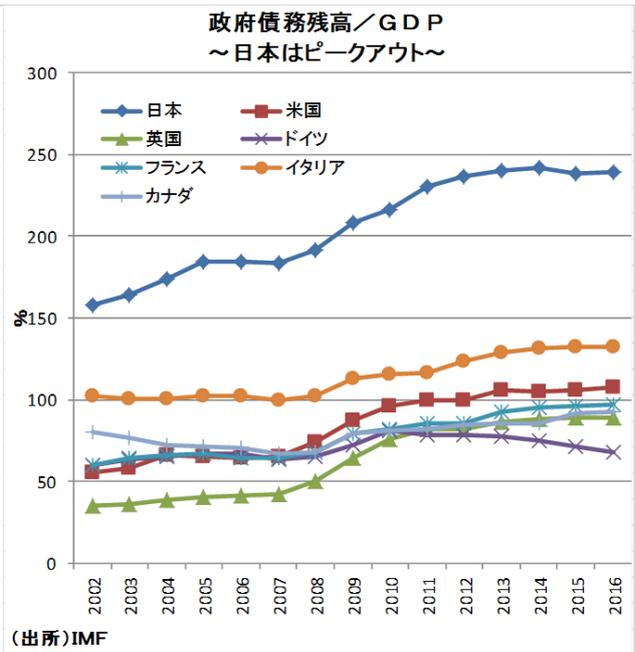
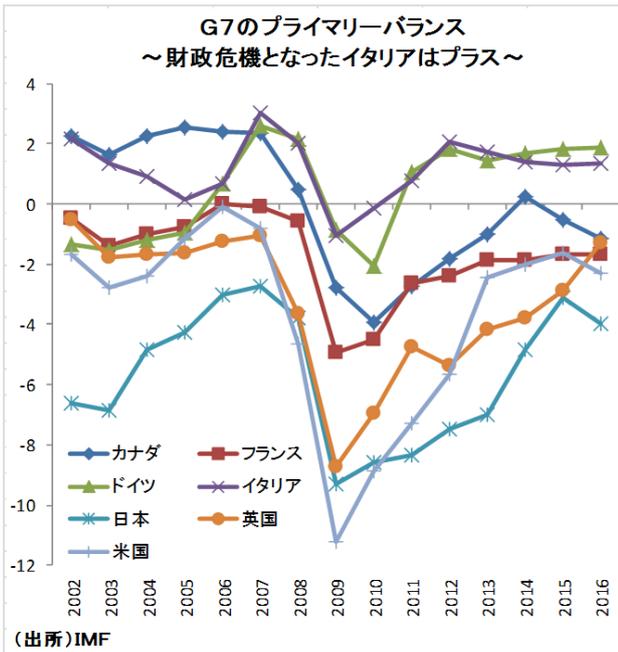
●プライマリーバランスが全てではない

プライマリーバランスを早期に黒字化しないと財政危機が訪れるという議論があるが、これはそのまま日本には当てはまらない。なぜなら、G7諸国のプライマリーバランスを見ると、黒字化を達成しているのはドイツとイタリアのみであるが、赤字国はいずれも財政危機的な状況になっていない。プライマリーバランスの赤字だけでは政府債務残高/GDPを悪化させることになるが、名目成長率が国債利回りを上回っていれば、プライマリーバランスが赤字でも政府債務残高/GDPが上昇するとは限らない。これは非常に重要なポイントである。

●長期金利>名目成長率とは限らない

更に筆者は、政府が前提としている長期金利>名目成長率というのには違和感があり、長期金利<名目成長率の可能性も十分にありうると考えている。理由としては、理論的に最適成長する場合には実質長期金利>実質経済成長率が必要とされるが、ここでいう実質長期金利は社債や株なども含めた実質資本収益率であり、国債利回りはリスクプレミアム分だけ低くなるためである。また、長期的な歴史的事実関係を見ても、多くの主要国で名目成長率>国債利回りを満たしていること等もあり、こ

うしたドーマー条件が満たされる可能性が高い。



ドーマー条件の誤解

経済理論に基づけば、長期的に最適な成長を促す場合には、金利は成長率よりも高くなるが示される。

これは、マクロ経済学の最適成長論の考え方によれば、資本や労働力といった生産要素が全て同じ率で成長する状態において、長期的に最適な成長を促す場合、労働分配率が目先の消費を最大にする場合よりも小さくなる。

つまり、最適成長の場合は相対的に少ない資本で賄う分、資本の効率性で決まる実質長期金利が、実質経済成長率よりも高くならなければいけない。

ただ、ここで言う実質長期金利とは、民間企業の発行する長期社債の利回りや株式の資本収益率も含んでいるため、財政再建に関わる長期国債の利回りは、リスクプレミアム分だけ民間の長期社債等の実質利回りよりも低い。

したがって、経済理論によって民間の金利が成長率より高いからといって、国債金利のほうが成長率より高くなるとは必ずしもいえない。

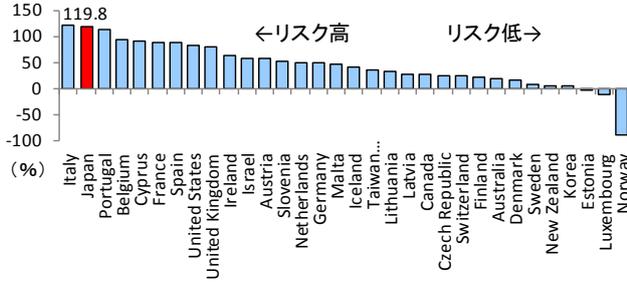
また、長期的な歴史的事実関係を見ても、多くの主要国について名目成長率が国債金利を上回るというドーマー条件を満たしている。

●日本の財政リスクは相対的に高くない

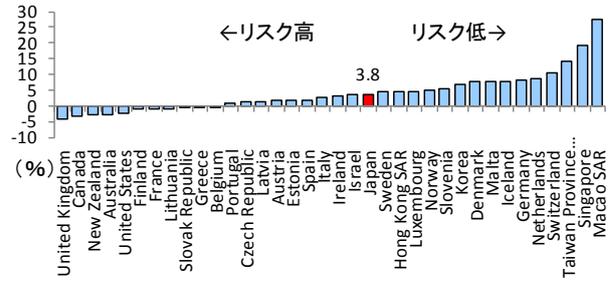
以上を踏まえて、各国国債の信任を左右するとされる4指標について国際比較をした。具体的には、OECD諸国における「政府純債務/GDP」「経常収支/GDP」「対外純資産/GDP」「政府債務対外債務比率」の四指標をリスクの度合いで並べ替えた。結果は、日本は政府純債務/GDPだけではイタリアに次いでリスクが高いが、それ以外の3指標で見れば圧倒的にリスクが低く、相対的に財政リスクが高い国ではないという結果になる。

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。

一般政府純債務 (GDP比) 2016年末

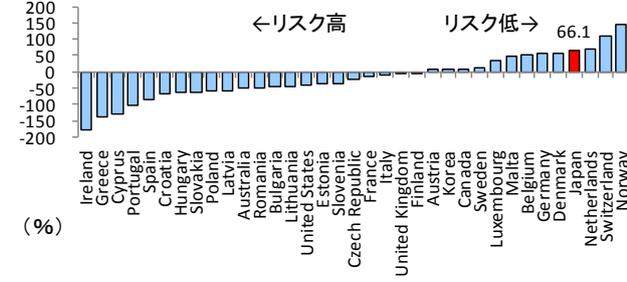


経常収支 (GDP比) 2016年末



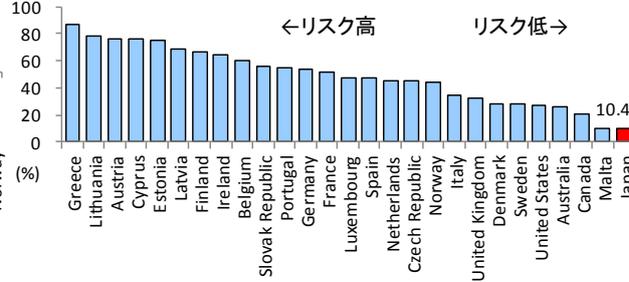
(出所) IMF「World Economic Outlook」

対外純資産/債務 (GDP比) 2016年末



(出所) IMF「World Economic Outlook」

一般政府債務の対外債務比率 (2017年6月末)

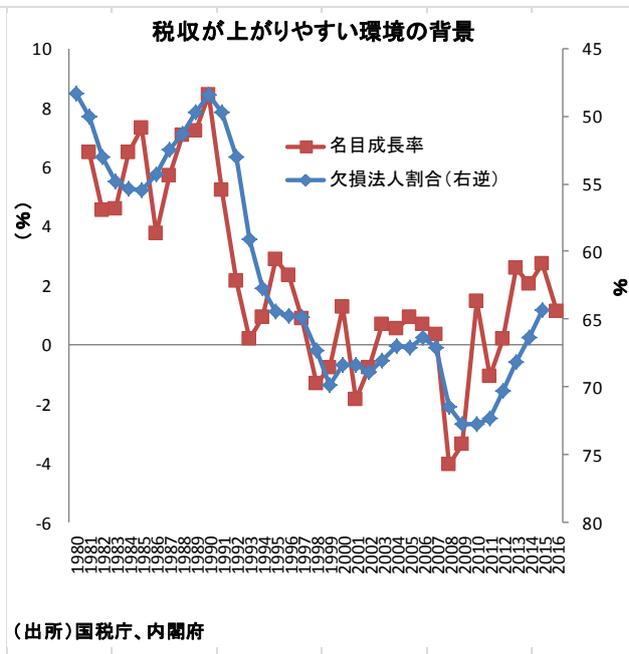
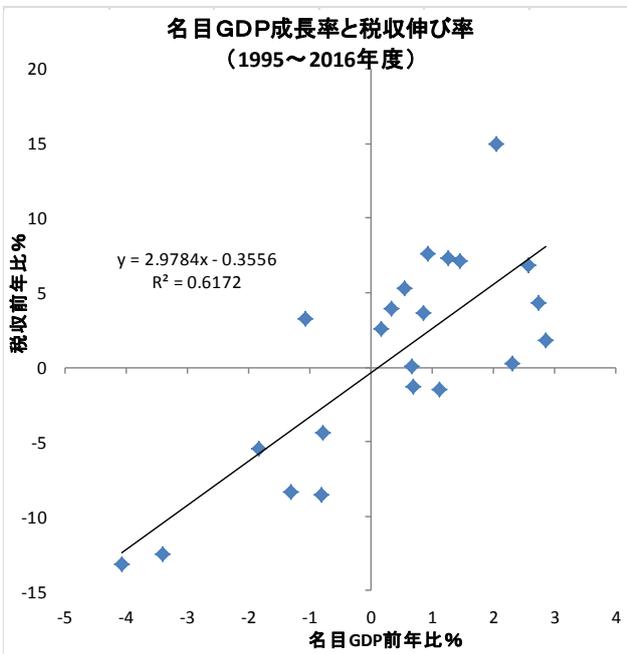


(出所) 各国統計より第一生命経済研究所作成。

(出所) World Bank

●想定より高い税收弾性値

また、過去 20 年間の税收弾性値 (2.9 程度) を前提とすると、緊縮財政を実施しても名目成長率が下がってしまえば、税收がその分増えるとは限らない。つまり、経済成長と税收の関係を鶏と卵に例えれば、税收という卵を産む経済成長、すなわち鶏を殺すような緊縮財政をすれば、却って財政健全化は遠のきかねないことになる。



●まとめ

以上をまとめると、日本経済が早期に正常化して消費税率が予定通り引き上げられるのがベストだが、2019 年度後半は経済的なリスクが高いことからすると、予算編成後も消費税率引き上げの先送

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。

りが可能となるよう、景気条項を付帯することも有力な手段といえる。ただ、それが物理的に困難であり、予定通り上げざるを得ない場合は効果的な景気対策が必要と考えられる。

具体的な補正予算のメニューとしては、公共事業が一般的だが、公共事業については足元でも問題になっている、いわゆる建設労働者の不足により需要が出現しにくいところもある。このため、公共事業のみに頼るのは危険である。効果的と考えられるのは投資減税で、短期で需要を出すためにはある程度時限措置的な、もしくは減税率を段階的に縮小していく減税措置をやれば前倒しで需要が出現して悪影響を軽減しやすいと考えられる。

また、今回の消費税率引き上げは逆進性の問題緩和のために、軽減税率が導入されることになっている。しかし、軽減税率については中小企業に対する負担も大きく、既に導入している欧州諸国では様々な問題が生じていることからすれば、景気対策を導入する代わりに軽減税率の導入を取りやめること等も検討に値しよう。更に、今期の企業業績が駆け込み需要等により押し上げられることが予想されることを考えると、来年10月からの消費増税の悪影響を最大限軽減するためには、来年の春闘も重要である。そうした意味では来年はさらなる春闘への働きかけや企業の賃上げに対するインセンティブを誘発させる政策も必要になってくると考えられる。

結局、その後も消費税率の引き上げが必要であることを考えると、2014年4月の消費税率の引き上げが失敗したこともあり、今回の消費増税は非常に重要である。つまり、今回の消費増税でいかに景気への悪影響を軽微にできるかが証明できれば次の消費増税も実施しやすくなるが、逆に失敗してしまうと次の増税が困難になる。そういう意味でも、今回は非常に慎重な景気への配慮が必要ではないかと考えられる。