

時論

新たな「財政健全化計画」に求められる視点

6月の策定期限に向けて、政府による新たな「財政健全化計画」の議論が佳境を迎えている。基礎的財政収支(プライマリーバランス)の黒字化はいつを目標にするのか、計画達成のための方策、特に増加が見込まれる社会保障費をどう制御するのか、さらには来年以降の消費税引き上げや東京オリンピック前後での需要変動をどう平準化するのかなど、数多くの論点にすべて答えていく必要がある。

こうした議論の最中の先月、格付会社スタンダード&プアーズ社が日本のソブリン格付の見通しをA+の安定的から、ポジティブに引き上げた。当然、今回の「財政健全化計画」の実効性を先取り評価したものではないが、日本の景気拡大が続くことを背景に、名目成長率が名目金利の水準を上回ることで、当面財政バランスの改善が見込めることが、その理由とされている。

確かに、財政収支の名目 GDP 比率は改善している。IMF の見通しによれば、2018 年の一般政府の同比率は▲3.4%と、5年前の 2013 年の▲7.9%からは半分以下となり、5年後の 2023 年には▲2.0%と、さらに現状の半分近くまで低下すると予想されている。

それでは、同比率の改善傾向をすべて手放しで喜んで良いかというと、甚だ疑問が残る。

それは、日銀の異次元金融緩和によって、利払い費を左右する金利水準が人為的に押し下げられているからである。簡単に試算すると、国債等の残高は 2017 年末で 1,092 兆円であり、日銀による政策的な金利押し下げが、ゼロ金利政策導入時からの▲0.5%ポイント相当と仮定すると利払い費の軽減効果は年間約5兆円、▲1%ポイント相当と見積もると同約 10 兆円にも達する。

内閣府によれば、2016 年に実施予定だった消費税 10%への引き上げ再延期に伴う減収影響が年間約4兆円と見積もられており、政策的な低金利による恩恵は相当大きい。異次元金融緩和の最終的なメリットは、そのかなりの部分が財政バランスの改善となって現れていると言える。

しかも、年々のフローで見た財政バランスは改善しているものの、政府債務残高のストック水準は名目 GDP 対比で 2018 年に 236%と、主要国の中では突出して高止まったままである。債権と相殺したネット債務残高でも 153%と、イタリアの 119%、ポルトガルの 105%をも大きく上回っている。

主要国の中でも、ドイツ、米国、英国、フランスなどが軒並み AA 格以上なのに対し、日本は A 格と中国と同水準である。その一方で、ネット政府債務残高の名目 GDP 比率が日本を大幅に下回るイタリアやポルトガルは BBB 格以下と評価されているのが現実である。

逆に言えば、絶対水準の悪化度合いだけなら、BBB 格以下に引き下げられていても不思議のない日本のソブリン格付が A 格を維持できているのは、それ以外のファンダメンタルズ、すなわち経常黒字を背景にした対外純資産の厚み、国債の国内保有に基づく政府の対外純債務の少なさ、将来的な消費税引き上げ余地の大きさなどが総合的に評価された結果なのである。

それでは、これらの加点項目が今後も盤石かといえ、必ずしもそうとは限らない。

2017 年末現在、日本国債等の最大保有者は日銀であり、金額で 449 兆円、比率で 41%に達する。日

銀の異次元金融緩和が出口に向かう際には、こうした巨額の国債等を肩代わって取得する主体が必要になる。国債保有に魅力的な水準にまで金利水準が引き上がると共に、それでも国内消化できない部分は海外投資家に依存せざるを得ない状況もまったくの想定外ではすまない可能性がある。

実際、日本国債等の海外保有比率は2017年末で11%と、リーマンショック前の2006年末の5%台からは2倍以上に上昇している。主要国の同比率は英国が26%、米国が38%、ドイツが46%、フランスが58%と日本を大きく上回るものの、米国を除けば各国とも国債等残高が小さく、金額換算では日本国債等がすでにドイツ国債等に近い海外プレゼンスを持つことを認識すべきである。

消費税の引き上げ余地も同様である。課税先進国の欧州では消費税(付加価値税)は20%前後が当たり前であり、それとの比較では日本は未だ10%ポイント近い引き上げ余地があるとも言える。

但し、今回10%に向けて2%ポイント引き上げるだけでも、3度目の正直になっていて、しかも景気対策を組み合わせる必要性まで議論されている。本当に今後も、段階的であっても着実に消費税を引き上げていけるかどうか危うい状況である。

さらに中長期を睨むと、人口減少の影響が深刻化してくる。現在、日本の人口1人当たり政府債務残高は約10.1百万円である。今後10年間、人口は年率約▲0.4%で減少していくため、仮に債務残高が不変であっても、1人当たり債務残高は概ね4%は増加する計算になる。実際には、これに債務残高の増加が加わるので、より一層負担感は増すと見込まれる。

一方で、債務返済の原資は1人当たり名目GDPであり、こちらは高齢者や女性の労働参加が高まると共に、より本質的には労働生産性の向上がなければ増加することはない。それらが人口減少と債務増加のペースを上回って初めて、将来的な返済可能性が見通せるのである。

日銀の異次元金融緩和の追加拡張や持続可能性に限界が見える中で、さらなる積極財政を支持する意見も出始めている。しかしながら、マクロ的に見た場合、景気は潜在成長率を上回る堅調さを維持し、多方面で人手不足が深刻化している。雇用の流動化、産業・職種間の人材シフトなどを促す構造改革や成長戦略なくして、旧態依然とした単なるバラマキ的な景気対策では中長期の改善効果は乏しい。

しかも、財政出動の余地もボトムラインをどこに置か次第では思いの外、底が浅い。財政破綻は論外だとしても、先に述べたように、BBB格という水準までには、それほど距離が残されている訳ではない。日本のソブリン格付が投資適格クラスの最下限に引き下げられた場合、国債金利に上昇圧力が掛かるだけでなく、民間企業や金融機関の外貨調達コストが上昇することは間違いない。海外市場の相対的な重要性が高まる中で、企業活動の大きな痛手になる。投資採算の悪化は生産性の向上にもマイナスに響く。

今回の新たな「財政健全化計画」では、支出削減・負担適正化による社会保障費の制御、諸外国の例に倣った消費税引き上げ時の価格転嫁への工夫、その上でプライマリーバランスを黒字化する目標時期、その着実な進捗を担保するための中間目標をしっかりと明示することは避けては通れない。

今こそ、非現実的に高く見積もられた経済成長や、政策的に低め誘導された金利水準に依存しない、将来のわが国経済の身の丈に合った自律的な財政規律の回復を期待したい。

(フェロー役員 調査部長 井上 一幸 : Inoue_Kazuyuki@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。