

高市総理の掲げる「責任ある積極財政」が市場から厳しい評価を浴び円安、金利高の状況が続いている。

総理は国会で、単年度プライマリーバランス(PB)黒字化目標の見直しを明言し、目標の確認サイクルを複数年度に変える旨の発言をした。背景にある考え方は、名目成長率(g)が長期金利(r)より高ければ債務残高GDP比は安定し破綻はしないというもので、経済財政諮問会議の民間議員に任命されたリフレ派の学者やエコノミストの主張と符合する。

金利(r)と名目成長率(g)の関係を論じたのは米国の経済学者ドーマーで、 g が r を上回る状況ではPBが多少赤字でも債務残高GDP比は一定値に収束し、財政の持続可能性は維持できるというドーマー定理を提唱した。

問題は、 g が r を常に上回るという前提が現実的かという問題だ。実際に長期金利と名目経済成長率の関係をG7諸国で調べてみる

と、1992年から2017年の25年間で g が r を上回った例が39%、わが国では23%と少数となっている。わが国ではコロナ後の直近3年間は、 g が r を大きく上回っているが、これは日銀の金融緩和の影響が続いているためである。

実はこの論点は、20年前の2006年2月1日の経済財政諮問会議で、竹中平蔵氏(当時総務大臣)と吉川洋氏(当時東京大学教授)がそれぞれの立場から議論した経緯がある。この「成長率・金利論争」は、小泉純一郎総理(当時)が「マンキューだがサンキューだが知らんが興味深い議論だった」と引き取ったので、「マンキュー・サンキュー論争」とも呼ばれている。

竹中氏が「現実には長期で見ると、マンキューやサマーズの議論は常に名目成長率のほうが名目金利より高かったという歴史的なファクトか

らの主張だ」と主張したのに対して、吉川氏は「経済理論では長期金利はマーケットで決まるもの、理論の世界では金利のほうが成長率よりも高いというのが通常理解だ」と反論した。

この論争の背景には、PBの黒字化の達成だけでは財政再建は不十分で、GDP比2%程度の財政黒字が必要という「財政規律派」と、経済成長すれば財政は再建されるという「上げ潮派」の考え方の相違があった。それにしても、当時は政権におもねらない学者が客観的な分析

による侃々諤々の議論を総理の前で行っていたという事実には驚かされる。

わが国のように債務残高のGDP比が2倍を超える状況下では、何かのショックで r が g を上回る状況が生じると大きな財政リスクが生じかねず、金利と成長率の関係は極めて重要なポイントである。一方 r と g の関係は経済学でも理論的に解明されていない。そうである以上、わが国経済の将来を語るには、同水準で推移すると考えておくこと

が望ましい。

リフレ派は、デフレこそがわが国経済長期低迷の原因という前提に立ち、デフレは貨幣現象であるため大胆な金融緩和によってマネーを供給すれば、インフレ期待が高まりデフレからの脱却が可能になるという。これに対しオーソドックスな経済学者は、急速な高齢化や人口減少など構造的な問題の結果生じたのがデフレで、労働分配率が上がり賃金の低迷が続いたことや国内への投資が低迷した企業行動などに経済の長期低迷の原因があると考えます。

いずれにしても r と g の関係は、市場の信認など多くの不確実性に左右される。政権におもねる楽観的な見通しに基づき経済政策を議論すれば、市場から手痛いしっぺ返しを食らう可能性がある。すでにそのような事態が生じつつある。

連載

第
226
回

繰り返される
「マンキュー・サンキュー」論争

税制之理

森信茂樹

東京財団シニア政策オフィサー