昭和女子大学現代ビジネス研究所ワーキングペーパー
No.20
2026 年 2 月

ブランシャールの積極財政論と日本の財政赤字について

林原 行雄 [1]

Blanchard's ｒ＜ｇ Framework and Its Policy Implications for Japan's Fiscal Deficits

Rimbara, Yukio

I. はじめに - 本稿の要旨

2025 年 12 月 26 日に閣議決定した 2026 年度予算案では、一般会計総額が過去最大の 122 兆 3092 億円となった。この予算案について高市首相は年頭記者会見で、「財政の持続可能性を確保しながら、投資すべき分野には大胆に投資していく。これこそが責任ある積極財政です」と述べた。我が国の債務残高の対ＧＤＰ比（債務比率）は、Ｇ７諸国のみならずその他の諸外国と比べても突出した水準となっているが、財政の持続可能性をどのようにみるかについては、研究者や専門家の意見は分かれているのが現状である。

マクロ経済学の世界的専門家として知られるオリヴィエ・ブランシャール [2]（以下ブランシャールと記載）は、実質安全金利（ｒ）＜実質成長率（ｇ）が持続すれば、政府債務の対ＧＤＰ比率は一定値に収束あるいは低下するという学説（以後ブランシャールｒ＜ｇ論と記載）を提示した [3]。その後ブランシャールは日本を主たる対象にして論じた著書 [4]（以下本書と記載）を著し、日本の成長率は低迷しているが、日銀の金融政策によりｒ＜ｇが維持されており、日本は長期停滞脱却のために財政政策を活用すべきであると述べた。日本の財政赤字にリスクが全くないと言っている訳ではないが、債務残高の対ＧＤＰ比（債務比率）が世界最高水準になったことを、特に問題にする必要はないという意見である。

日銀は 2025 年 12 月 19 日政策金利の引き上げを決め、植田総裁は利上げ路線を続ける意向を明らかにした。実質中立金利や潜在ＧＤＰの推計は幅をもってみる必要があり、予想インフレ率や金利のイールドカーブの形状等不確定要因もあるが、ｇを高めないとｒ＜ｇが維持されなくなる。過去最大の大型予算が組まれ、日銀が利上げに踏み切った今こそ、民間

---

[1] 昭和女子大学現代ビジネス研究所特別研究員。岩井克人東京大学名誉教授からブランシャールの著作をご紹介頂き、本稿執筆にあたり懇切なご指導を頂いた。又匿名の査読者の方からは非常に有益なコメントを頂いた。ここに記して 2 名の方に心より感謝申しあげたい。本稿の意見にわたる部分は筆者のものであり、本稿における誤りはすべて筆者の責任に帰せられる。

[2] ピーターソン国際経済研究所シニアフェロー、MIT ロバート・M・ソロー名誉教授。フランス国籍で米国に在住し、ハーバード大学、MIT 等で教鞭をとり、国際通貨基金（IMF）のチーフエコノミスト、アメリカ経済学会会長等を歴任した。

[3] 米国等を対象に論じた最初の論文は Blanchard, Olivier (2019)。

[4] Blanchard, Olivier J. (2022) 。

企業の投資活動の活性化を図りｇを高めることが、財政の持続性確保と、長期停滞から脱することをあわせて実現する、我が国のもっとも重要な政策課題である。

II. ブランシャールｒ＜ｇ論の定義及び前提

- 実質安全金利（ｒ）：貯蓄と投資が一致する実質金利
- 実質中立金利（ｒ*、自然利子率）：生産が潜在生産量に水準にある時に貯蓄が投資と一致する実質安全金利で、総需要が潜在生産量と一致する実質安全金利でもある。
- 成長率（ｇ）：実質ＧＤＰの年間増加率
- 実質金利＝名目金利－予想インフレ率
- 債務比率：政府債務の対ＧＤＰ比率。（総）債務比率は分子を総債務とする比率、純債務比率は分子を政府債務から保有金融資産を差し引いた純債務とする比率。
- 財政余地：債務の持続可能性の問題が生じるまでその国が債務を増加できる余地。
- プライマリーバランス（以後ＰＢと記載）：基礎的財政収支とも称し、税収・税外収入と、国債費（国債の元本返済や利子支払いの費用等）を除く歳出との収支。
- ＰＢ比率：ＰＢの対ＧＤＰ比率
- 債務ダイナミクス：ｒ＜ｇ持続で債務の持続性は確保されることを示す基本式。
- 中央銀行の責務：貯蓄が投資と一致する、あるいは総需要が潜在生産量と一致するようｒを導くこと。

III. ブランシャールｒ＜ｇ論の主な論点

ブランシャールｒ＜ｇ論は「ドーマーの条件」を、物価変動を組み入れた実質ベースで整理し直し、現代の経済状況に応用したもので、主な論点は以下のとおり。

①　政府債務が増加してもｒ＜ｇならば債務比率は安定する

過去 30 年間先進国は慢性的な民間需要の低迷に陥いり、安全資産への需要のシフトも加わり、中立金利は低下し続けた。このような需要の低迷とそれによる中立金利の低迷は、長期的停滞 (secular stagnation)と呼ばれている。長期停滞下にあってｒ*及びｒはｇ以下に低下しｒ＜ｇとなった。ｒ＜ｇが維持されれば、ＰＢの赤字により債務比率が上昇しても、政府の債務はｒの率で増加し、ＧＤＰはｇの率で増加するので、債務比率は時間とともに低下する。ＰＢの赤字が恒久的に一定額増加された場合でも、債務比率は上昇することはあっても、「爆発」することなく一定値に収束する。ＰＢの赤字の規模次第であるが、債務比率は時間とともに自然に縮小する可能性もある[5]。

②　実効下限制約

[5] 以上はブランシャールｒ＜ｇ論を簡明に記したもので、ブランシャールは原論文で DSGE モデルをはじめとする数理モデルを用いて、財政の持続可能性や影響を厳密に分析している〔Blanchard, Olivier (2019)、Blanchard, Olivier J. (2022)〕。

政策金利はマイナスにならない時代のゼロ金利制約を、政策金利がマイナスになったため修正したのが実効下限制約であり、金融政策の制約条件になった。即ち人々は名目金利がゼロの現金を保有できるため、インフレ予想を高めることにより実現されるマイナス幅より、大幅に低い実質政策金利を実現できない制約が実効下限制約である。政府と中央銀行を一体化した統合政府で見ると、政府債務に中央銀行債務が加わり実効下限制約はより大きくなる。ｒ*が実効下限制約によってもたらされる最低限の金利に近いまたはそれより低い水準になると、金融政策の有効性が低下し、財政政策活用のベネフィットが大きくなる。但し財政政策を使うほどｇに対してｒ*が高くなるので、実効下限制約が厳格に拘束しない程度に、ｒ*を高く維持する財政政策が求められる。

③　持続が見込まれるｒ＜ｇとポリシーミックス

本書執筆時点の 2022 年で、インフレ率の上昇リスクにより先進国中央銀行は利上げを余儀なくされる可能性があるが、過去 30 年間実質金利が低下してきた根本的要因は依然として存在しており、その後は持続的な低金利に戻る可能性が高い。今後 10 年間は先進国ではｒ＜ｇが持続的に継続すると見込まれ、政府債務の持続可能性が深刻な事態に陥ることはないとみるが、全て確率の問題であり深刻な事態を招かないために、以下のような財政政策の２つのアプローチと金融政策とのポリシーミックスを提唱する。

Ａ．純粋財政アプローチ：財政政策は税のひずみの平準化や所得の再分配に焦点を当て、総需要や生産への効果を考慮しない。債務が大きすぎれば債務削減に注力する。

Ｂ．純粋機能的財政アプローチ：財政政策のマクロ経済の安定化に焦点当て、生産を潜在水準に維持するために財政政策が果たす潜在的役割に注目するする。

中立金利が非常に低い場合はＢを採用しマクロ経済の安定化に努め、中立金利が非常に高い場合は、Ａを採用し政府債務の削減に努める。中立金利が低いほど金融政策が生産を安定させる余地は限定的になるので、民間需要の強さに応じて２つのアプローチを相対的なウエートで組み合わせるポリシーミックスが望ましいとする。ｒ*が少なくとも実効下限制約を妥当な幅で上回り、金融政策が生産を維持するのに十分な余地を持てるように財政政策を用いるべきと説く。民間需要の深刻な低迷が続き、中央銀行が実効下限制約に留っているにも関わらず、財政赤字が多額になり、債務比率が上昇し債務の持続可能性に疑問が生じる場合はどうすればよいだろうか。この点についてブランシャールは、、日本の過去 30 年間の動きが参考になるとしており、次にブランシャールの日本の経済政策に対する評価をみてみたい。

Ⅳ．ブランシャールの日本の経済政策に対する評価

①　日本の経済政策は概ね適切であったと評価

ブランシャールは本書を執筆したきっかけは、日本の経験に関する研究を行うことだっ

たと記し、日本の財政政策と金融政策について相当の紙数を使い検証している[6]。1990 年代以降の日本経済と金融・財政政策は、低成長率、インフレ目標の未達、巨額の財政赤字、巨額の公的債務により、大失敗とみなされることがあるが、日本の金融政策と財政政策は概ね適切だったとして、以下のように述べる。

「日本は名目短期金利を実効下限制約に達するマイナスの領域にまで引き下げ、長期国債を購入して長期金利を引き下げた。これだけでは十分でなく、巨額の財政赤字を計上することで需要を維持し、インフレを目標にちかづけようとした。その結果このような政策がなかった場合に比べれば、需要が強くなり経済活動も活発化した。」[7]

より具体的にはブランシャールは日本経済を以下のように診断する。即ち 1990 年代初頭以降の日本の金融・財政政策は、大失敗とみなされることがある。その理由は 1992 年以降の経済成長率はＯＥＣＤ諸国平均 2.0%に対し、日本は平均 0.8%である。財政政策は巨額の財政赤字と債務比率の上昇を特徴としており、2020 年の純債務比率は 171％、総債務比率は 250％に達し、消費者物価上昇率は平均 0.3％で目標の 2％を大幅に下回っているからである。しかし経済成長率の低下は主に人口と労働力の増加率の低下を反映したものであり、労働者の生産性の伸びは米国には劣るものの、ほぼＥＵ19 カ国に等しい。失業率は低水準であり、インフレ目標は大幅に未達であったが予想インフレ率は実際のインフレ率ほど低くなく、生産は潜在水準に近い水準にとどまってきたと述べる。マクロ経済の安定化という面では一応の成功とブランシャールは評価するのである。

それでも大規模な財政赤字が継続し、公的債務が大幅に増加したのは２つの理由による。１つ目は意図的でない理由で、バブル経済崩壊後の成長率の低下と高齢化の進展により、公共支出をカバーするほど十分な税収を確保できなかったことである。２つ目は意図的な理由で、民間需要が低迷し需要と生産を維持するために、財政赤字を活用したことである。この２つの目標の間に緊張関係があり、1990 年代には債務増加抑制と需要維持の相反から、引き締めと緩和を交互に繰り返しストップ・アンド・ゴー型の政策がとられた。2000 年以降政府はＰＢを均衡させる目標を設定し始めた。その間世界金融危機とコロナ危機が加わり、大規模な財政赤字の継続と、公的債務の大幅増加という結果となった。

このようにブランシャールは、大幅な財政赤字による財政政策と、実効下限制約がある金融政策の組み合わせで、民間需要は慢性的に低迷したが、生産を潜在水準近くまで維持することができたのであり、日本は十分に成功したと寛容な評価をする。筆者は日本の債務比率が極めて高くなったにもかかわらず、リスクが顕在化することはなく、日本の政府

[6] ブランシャールは 1990 年以降の日本経済の変遷の詳細な分析は Ito Takatoshi ＆Takeo Hoshi (2020) を参照したと記す。
[7] Blanchard, Olivier J. (2023) 日本語訳 2 頁。

債務の持続性が維持されたことは、ブランシャールのｒ＜ｇ論から説明できることを学ぶことができた。一方ブランシャールの日本経済の診断は、少々寛容すぎるのではないかと感じるところもある。次にブランシャールｒ＜ｇ論を日本に適用する際に、筆者が考える留意すべき点を記載したい。

Ⅴ.ブランシャールｒ＜ｇ論を日本に適用する際の留意点

① 日本の財政の持続性と財政余地

日本の債務比率が国際的に突出して高いにもかかわらず、財政の持続性について懸念する声はあっても、現実にリスクが顕在化することはなかった。これまでは漠然と国力の問題と思っていたが、意識されたかどうかは別にして、ｒ＜ｇが機能したためと理解する。ブランシャールは債務ダイナミクス基本式を用いた計算で、総債務比率が過去最高の 250%、ＰＢ比率が 3.2%になると予測されても、債務比率は安定するので、日本は債務の持続性の問題に直面していないと予測する [8]。貴重な指摘であるが予測の前提は 5 年間の年率計数で、名目金利-0.1%、予測インフレ率 1.0%（実質金利-1.1%）、予測経済成長率 0.8%であり、金利は今後上昇する中、長期停滞を脱却できず成長率が低迷すると、この前提が崩れｒ＜ｇを維持できなくなり、日本の債務比率は「爆発」するリスクが高まることになる。2025 年 12 月 26 日閣議決定した 2026 年度予算案では、一般会計総額が過去最大の 122 兆 3092 億円となったが、我が国の財政支出は国民生活に不可欠な社会保障等の貴重な財源であり、少子高齢化により毎年不可避的に増加を余儀なくされる。その上安全保障対策等今後多額の財政支出を要するものが少なくない。予算編成過程では新たな施策を検討する際に、財源が問題になったケースが多かった。財政余地の検証は優れて定量的問題であり、債務ダイナミクス基本式をベースに、確率変数を用いた定量的予測により、説得性のある検証がなされることを期待したい。同時に「財政余地」について、政治家はもとより国民はもっと関心持つべきとも思う。

② 目指すべきはｇの上昇ではないか

求められるのが「ｇ－ｒ」の幅の維持・拡大であるならば、今しばらく金利は上昇すると見込まれることもあり、ｇを高めることが何より重要である。ｒ*は自然利子率とも呼ばれ、いくつかの仮定を置くと長期的には潜在成長率の水準に一致するとされる。末尾図表１が示す日銀推計による日本の潜在成長率は、1990 年代以降大きく低下した。近年やや上昇しているとはいえ、2025 年度第 2 四半期の水準は 0.66%でまだ低水準にある [9]。潜在成長率や中立金利の推計は、十分な幅を持って評価する必要があるが、我が国が長期停滞にあること

[8] Blanchard, Olivier J. (2022)6-2（日本語訳(224 頁)。
[9] 参考図表１「需給ギャップと潜在成長率」参照。日銀の研究者の調査では、我が国の推定潜在成長率の多くはマイナスにとどまっている（杉岡優、中野将吾、山本弘樹(2024)。

は間違いなく、成長率を高め長期停滞から脱却することが最大の経済課題である。図表２が示すように、またブランシャールも指摘するように、2000 年代の日本の成長率は、イタリアを除く他の先進国と比較してかなり低位にある[10]。実質中立金利が低位あるいはマイナスの時は、ｒ＜ｇが成立しても経済成長率が低位に留まれば、長期停滞脱却に繋がらないのではないか。後記するように昨年 12 月に日銀は金利引き上げに踏み切り、植田総裁は利上げ継続方針を表明しており、ｒ＜ｇを確保するためにはｇの上昇は必須の要件である。

③　近年の日本の低成長は主に供給サイドの要因にあるのではないか

ブランシャールは日本経済の長期停滞は主として需要不足によるもので、供給要因は労働力不足のみを記載する。確かに図表１の日銀が推計する需給ギャップは、1990 年代以降需要が供給を下回るマイナスの需給ギャップの期間が長かったが、2013 年頃以降は需給ギャップのマイナス幅は．世界金融危機やコロナ禍が蔓延した時期を除いて 1%未満である。問題はその間潜在成長率がほぼ一貫して低下し、直近ではやや上向くが依然として 0.5～0.6%に低位にとどまっていることだ。その理由は多々あるが、主たる要因は経済成長を牽引する民間設備投資、特に新規の純投資（総固定資本形成―固定資本減耗）が少なかったことにあると考える。即ち 1990 年代以降の民間設備投資は量的に少なく需要不足の主たる要因になったが、質的にも生産性向上に資する新規の投資が不足し、2000 年代に供給力の低下を招き潜在成長率が低下したと考える。その上労働力不足、人的投資の不足、賃金の停滞、時代に合わない雇用慣行等、主として供給要因により長期停滞を招来したように思う。2013 年以降マイナスの需給ギャプはほぼ解消されても、ＴＦＰの低下に集約される供給面の要因で、潜在成長率の低下が続いているように思う。

④　金利上昇への対処

金利が大幅に上昇による債務の持続性への影響に関して、債務の平均残存期間が長いほど一時的な金利上昇影響を受けない。日本の国債の平均残存期間は 8.2 年だが、国債の 45%は日銀が保有し、日銀はそれに対応する満期ゼロの当座預金をもっており、統合政府債務の平均残存期間は国債の平均残存期間の約半分で、日本政府は相当の金利リスクにさらしているとブランシャールは警告する。この問題については以下の理由であまり心配はないと考える。2025 年末現在日銀保有の国債残高は 540 兆円、日銀当座預金残高合計は 471 兆円であり、表面的には 471 兆円全額に満期ゼロの当座預金が対応している。しかしこの当座預金は異次元の金融緩和のもと、「政策的に」国債購入のために増加したものであり、内超過準備に相当する 454 兆円に 0.1%付利されている。日銀は徐々に正常化を図ると思われるが、金融市場の安定は最優先の課題であり、国債が金利リスクにさらされるこ

[10] ドイツ経済は、2023 年と 2024 年にマイナス成長を記録し、2025 年もほぼゼロ成長と予測されてるが、2026 年には 1%を超える回復が見込まれている。

とは回避される筈である。逆に日銀当座預金残高を「正常」水準に戻すことは簡単ではなく時間を要するのではないだろうか[11]。 尚外国人投資家が保有する日本国債の割合は 13%に過ぎないことが多いが、大口投資家やトレーダ―は国籍に関係なく、自己の利益を目的にポ ジションを持つことを記載しておきたい。

⑤ 日本のポリシーミックスについて

ブランシャールが説くⅢ.③で記載したポリシーミックスに関連して、我が国のポリシー ミックスにも触れておきたい。2013 年 6 月に明示されたアベノミクスでは、「大胆な金融政策、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略」が、「三本の矢」として政策運営の 柱に位置付けられた。財政支出については高齢化に伴う社会保障支出やグリーン投資などをブランシャールは重視するが、それぞれ重要な意義があることは認識するが、ｇの上昇へ の効果は限定的のように感じる。政府の「骨太方針」に「ワイズスペンディング」が記載されてから久しいが、メディアで報道される新規の財政政策は、「ワイズ」と言えないものが多いように感じる。財政政策はブランシャールの見方とは異なり、我が国ではフィスカルポリシーとしてはあまり活用されなかったのではないだろうか。成長戦略にいたっては成長を阻害する要因を除去する施策をうちだせず、結局不発のままで終わってしまった。経済成長率を高める政策として専ら金融政策に期待が集まったように思える。日銀は先進国の中で最も新機軸の金融政策の遂行に努めた中央銀行であり、マイナス金利導入や資金供給量を大幅に増やして人々の期待に働きかけ名目金利を大きく引き下げる「異次元の金融緩和」等、大胆な金融政策が進められた。しかし 2%の消費者物価上昇率の目標は未達に終わった。結局円安とコストプッシュ要因により消費者物価上昇率は 2%を超えることになった。ブランシャールの評価とは異なり、バブル経済崩壊後の過去 30 年余の、我が国の成長率を高める経済政策としては、金融政策及び財政政策とも十分機能しなかったように思える。

⑥ 債務比率が上昇しないよう管理する必要性は変わらない

ブランシャールが日本について言いたいことは、長期停滞からの脱却は金融政策の余地を残し、財政政策との最適なミックスで行われるべきで、ｒ＜ｇ が続くなら債務比率は

[11] 日本では政府が直接日銀に新規発行国債を売却することは禁じられており、政府は新規発行国債をまず市場で銀行等投資家に売却し、日銀は市場で国債を購入する。従来日銀当座預金は付利されなかったが、2008 年 10 月に日銀が受け入れる当座預金等のうち、日銀に預託することが義務付けられている所要準備は金利ゼロ、所要準備を超える超過準備に 0.1%の利息を付す補完当座預金制度が開始された。準備預金に付利するのは、短期金利が極端に低くなりすぎることを避け、短期金融市場の流動性を維持するためと説明される。さらに 2016 年 1 月に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」導入され、日銀当座預金は 3 階層に分割され、それぞれの階層ごとにプラス 0.1%、ゼロ金利、マイナス 0.1%の金利が適用されるようになった。プラス 0.1%が適用される「基礎残高」は、短期金融市場の安定性確保のため導入されたもので、金融機関ごとに過去の実績を基に算出され総額 200 兆円強に事実上固定された。2024 年に金融政策の枠組みの見直しが決定され、階層構造は廃止され所要準備はゼロ金利、超過準備にプラス 0.1%の金利が適用されることになった。

上昇しないので財政政策を活用すべきで、プライマリーバランス黒字化を常に目標とする必要はないということと理解する。但しブランシャールは財政赤字を放置してかまわないと言っているわけではない。むしろ予期せぬ形で深刻な需要不足が生じ、財政赤字の急増や金利の急上昇が顕在化した時のリスクについても警告している。ブランシャールがチーフエコノミストを務めたＩＭＦも、日本の財政赤字や債務水準について、放置すればリスクが高まるとして、中期的な財政健全化の必要性を繰り返し促している。筆者が作成した総債務比率及び純債務比率は図表３の通りである。格付機関は債務比率の上昇にしたがい、日本国債の格付けを引き下げてきた。格付けがもうワンランク下がると、日本国債の格付けはトリップルＢに落ちてしまうが、そうなれば国債だけでなく、銀行等の資金調達コストが上昇し、我が国の国益を損なう。幸い総債務比率は近年低下傾向にあるが、これは物価上昇等により税収が増加しているためで、本質的に政府債務の健全化が進んでいるわけではない。今後も我が国は債務比率が上昇しないよう管理する必要があることを忘れてはならない。

Ⅵ. 日銀の利上げについて

① 政策金利誘導目標の 0.５％から 0.75%に引き上げ

日銀は昨年 12 月 19 日の金融政策決定会合で、政策金利の無担保コール翌日物金利の誘導目標を 0.5％から 0.75%に引き上げると決めた。近年日銀は政策金利の変更を、中立金利との対比で説明することが増えたが、今回の利上げでも総裁自ら政策金利を中立金利との比較を述べており注目される[12]。日経報道を基に日銀の考えを要約しｒ＜ｇのインプリケーションを考えてみたい。

② ｒ＜ｇの維持が難しくなる

植田総裁は記者会見で、「名目中立金利の推計値は相当なばらつきがあり、水準を前もって特定するのは難しく、かなりの幅をもってみる必要がある。」と断りつつ、「政策金利は名目中立金利の推計値の下限にはまだ少し距離がある」と述べ、利上げ路線を続ける意向を示した。日経報道によれば日銀はこれまで名目中立金利の推定値は「1～2.5%の間に分布」と説明してきたそうで、0.75%の政策金利は名目中立金利の推計値の下限（1%）にはまだ少し距離があることを述べたものである。日銀の想定予想インフレ率は不明ながら、仮に 2%と想定するとｒ*は-１％～0.5%と推定される[13]。2025 年 7～9 月期四半期別ＧＤＰ速報（2 次速報値）によると、2024 年度実質成長率は 0.5%、2025 年 7～9 月期実質年率成長率は-2.6%

[12] 「日本銀行は、20 年近くに及ぶゼロ金利制約との闘いの中で、初めて実質金利を自然利子率より有意に低い水準まで引き下げることに成功しました」と黒田総裁は 2017 年スイス・チューリッヒ大学における講演で述べた【黒田東彦(2017)】。

[13] 「実質政策金利はマイナス 1%台半ばか」(2025 年 12 月 19 日付日本経済新聞による清水功哉編集委員)。

であり、利上げによりｒ＜ｇが維持されているか極めて微妙である。植田総裁は 「現在の実質金利が極めて低い水準にあることを踏まえますと、経済・物価情勢の改善に応じて、引き続き政策金利を引き上げ、金融緩和度合いを調整していくことになると考えています」と述べる[14]。物価上昇が国民生活を苦しめていることに加え、日銀の主管事項ではないが国益を損ねているという声が大きくなり、円安是正も頭にあるのだろう。今後も利上げがあることを考えると、ｇが上昇しｒ＜ｇが維持されず、政府債務が爆発するリスクが大きくなる。日銀には引き続き難しいかじ取りが求められる。

③　超短期金利と政府債務の金利を同列に論じることへの違和感

日銀は 2024 年 3 月イールドカーブ・コントロール（YCC）解除の決定をしたが、ｒ＜ｇ論で本来重要なのは政府債務の実質平均金利とそれに対応する中長期実質成長率であり、日銀の政策金利操作が、長期金利にどの程度波及するか、イールドカーブ全体をどう変形させるかという視点が、本書でも日銀の利上げ発表の中でも十分に明示されていないため、利上げの効果の正確な判断ができないことを指摘しておきたい。

VII. 終わりに-ブランシャールのｒ＜ｇ論で考えること

優れた理論家であり各国の財政金融政策にも精通するブランシャールが提示したｒ＜ｇ論は、長期停滞論の提唱者ハーバード大学教授のローレンス・サマーズをはじめ、欧米で支持者が増えていると言われる。全米経済学会の会員に対する調査では、積極的な財政政策の有効性と有用性に関する認識は、時を経る中でポジティブなトレンドを示しているとのことである。今後ブランシャールのｒ＜ｇ論は国が財政政策を遂行する上で、政策遂行者が考える理論的規範の一つになるのではないかと考える。

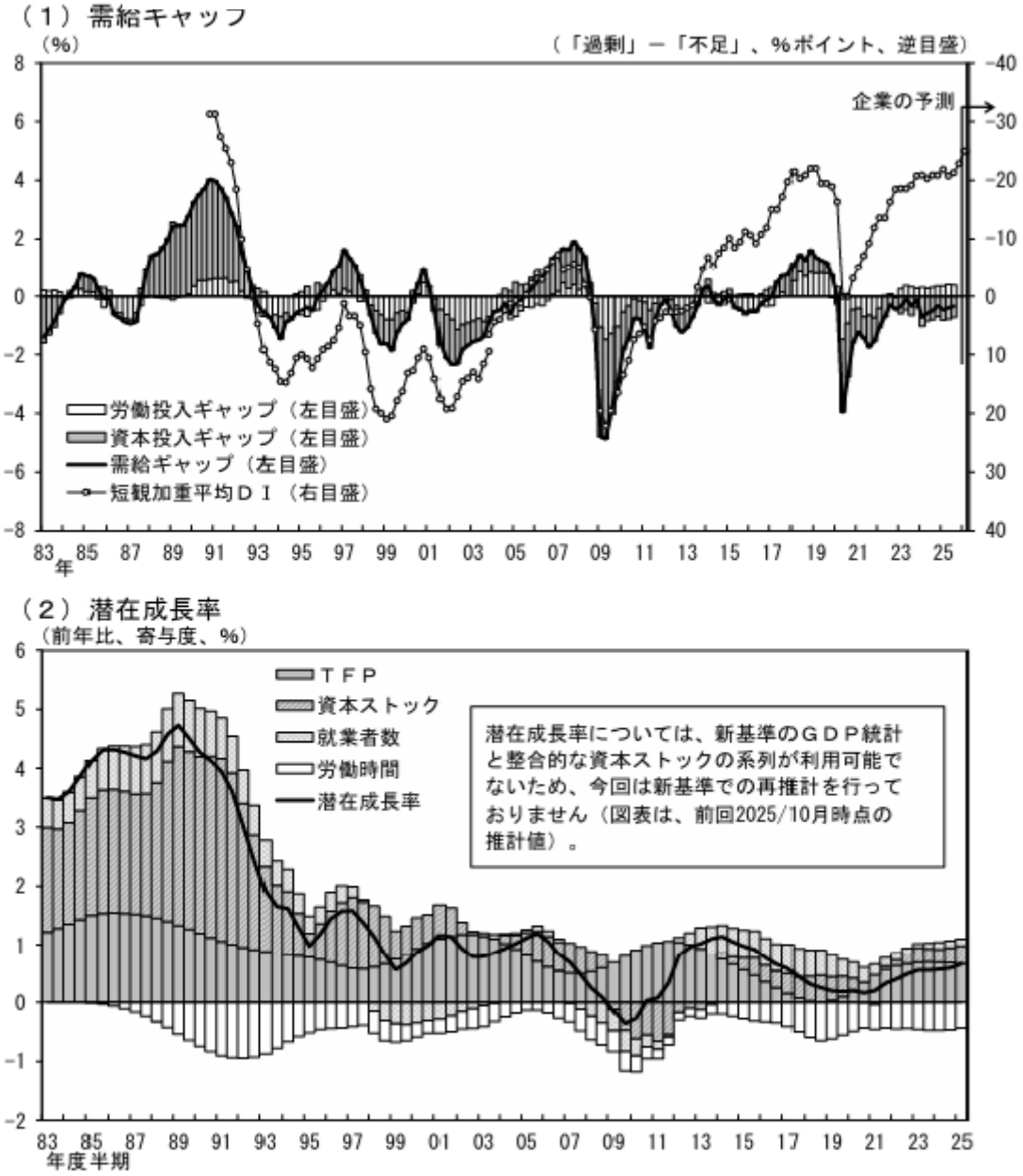
ブランシャールのｒ＜ｇ論を学習して、改めて今日本に求められることは、経済成長率（ｇ）を高めることであると感じた。それではどうしたらよいのであろうか。アベノミクスに準じて言えば、不発におわった「民間投資を喚起する成長戦略」こそ今求められていると強く感じる。勿論財政と金融のサポートは必要であるが、「民間投資を喚起する成長戦略」の担い手は民間企業である。率直に言ってバブル経済破綻後の日本企業の行動は総じて保守的に過ぎたように思う。日本は金利のある時代に戻り、今後さらなる金利上昇が見込まれる。積極的な民間企業の投資活動によりｇの上昇を図ることは、財政の持続性確保と、長期停滞から脱することをあわせて実現する、我が国のもっとも重要な政策課題である[15]。

---

[14] テレビ朝日「グッド！モーニング」（2025 年 12 月 26 日放送分より）
https://news.yahoo.co.jp/articles/ad5ebff7356ba3752cab5bad1111590c35d5e196

[15] 企業が民間投資を喚起する成長戦略については別の機会に私見を述べたい。尚日本企業が財務政策において保守的であったことについては林原行雄（2018）、林原行雄（2024）を参照願いたい。

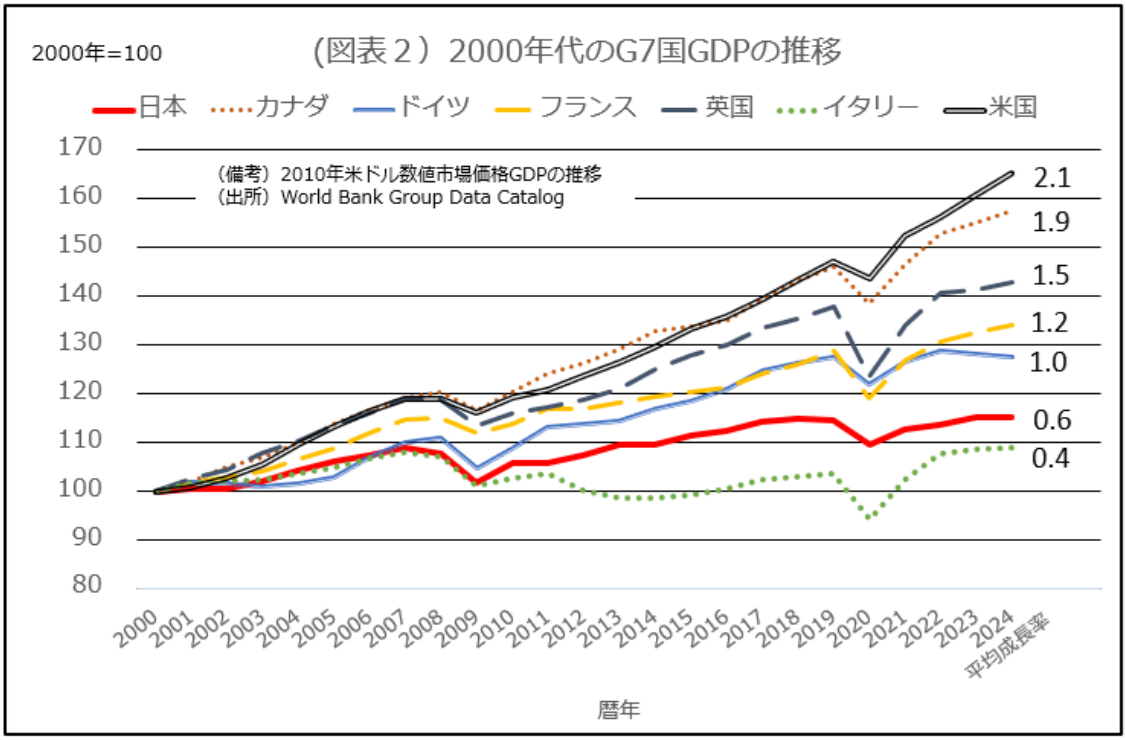
（図表１）　需給ギャップと潜在成長率

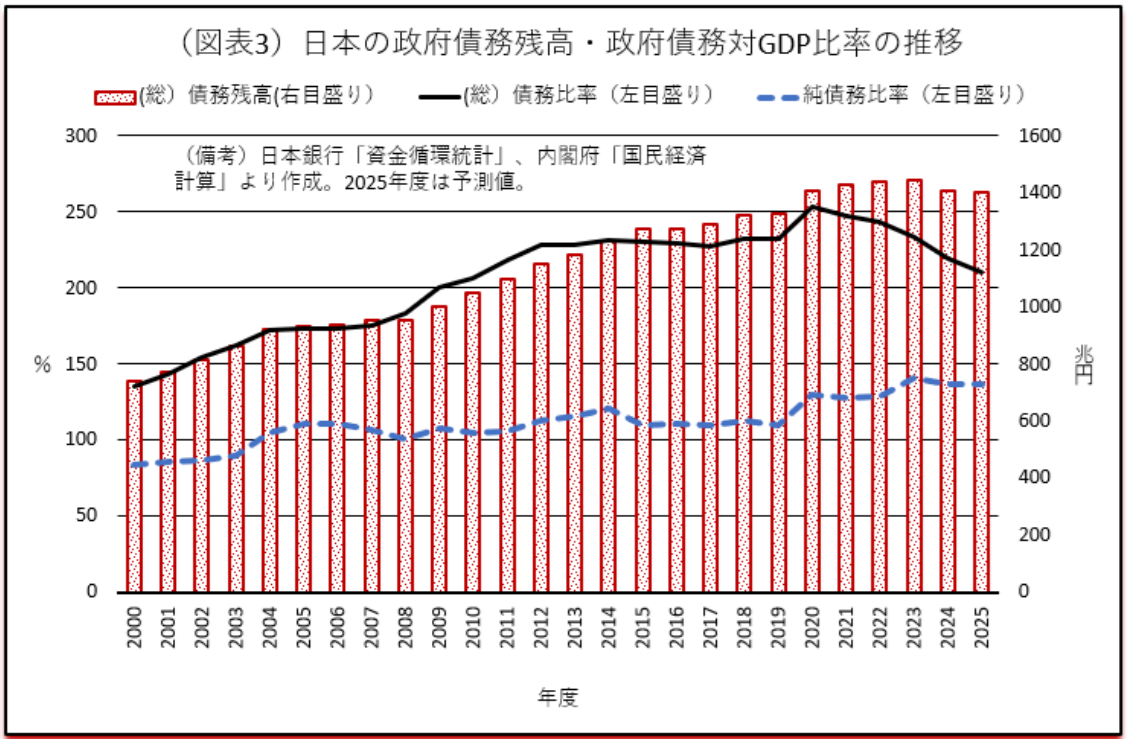


（注）1.　需給ギャップおよび潜在成長率は、日本銀行調査統計局の試算値。
2.　短観加重平均ＤＩ（全産業全規模）は、生産・営業用設備判断ＤＩと雇用人員判断ＤＩを資本・労働分配率で加重平均して算出。なお、短観の2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
3.　2025年度上半期は、2025/2Qの値。

（出所）内閣府、日本銀行、総務省、厚生労働省、経済産業省

（作成）日本銀行


2000年=100
（図表２）2000年代のG7国GDPの推移
日本
カナダ
ドイツ
フランス
英国
イタリー
米国
（備考）2010年米ドル数値市場価格GDPの推移
（出所）World Bank Group Data Catalog
170
160
150
140
130
120
110
100
90
80
2.1
1.9
1.5
1.2
1.0
0.6
0.4
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
2016
2017
2018
2019
2020
2021
2022
2023
2024
平均成長率
暦年


（図表3）日本の政府債務残高・政府債務対GDP比率の推移
(総）債務残高(右目盛り）
(総）債務比率（左目盛り）
純債務比率（左目盛り）
（備考）日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算」より作成。2025年度は予測値。
300
250
200
150
100
50
0
%
1600
1400
1200
1000
800
600
400
200
0
兆円
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
2016
2017
2018
2019
2020
2021
2022
2023
2024
2025
年度

【参考文献】

- Blanchard, Olivier (2019) “Public Debt and Low Interest Rates” American Economic Review 増.
- Blanchard, Olivier J. & Takeshi Tashiro (2019)” Fiscal Policy Options for Japan” Peterson Institute for International Economics (PIIE).
- Blanchard, Olivier J. (2022) “Fiscal Policy Under Low Interest Rates” Massachusetts Institute of Technology（日本語訳「２１世紀の財政政策」田代毅訳、日本経済新聞出版刊)。
- Ito, Takatoshi ＆ Takeo Hoshi (2020) “The Japanese Economy 2nd Edition, MIT Press.
- 杉岡優、中野将吾、山本弘樹(2024)「自然利子率の計測を巡る近年の動向」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、2024 年 8 月。
- 黒田東彦(2017)「量的・質的金融緩和」と経済理論」スイス・チューリッヒ大学における講演の邦訳　日本銀行。
- 林原行雄（2018)「企業の財務政策は保守的すぎないか　―望まれる超低金利負債の有効活用―」昭和女子大学現代ビジネス研究所ワーキングペーパー No.1、2018 年 5 月。
- 林原行雄（2024)「2000 年代における企業の財務パフォーマンスに関する一考察―ファイナンス理論から PBR1 倍割れを考える」昭和女子大学現代ビジネス研究所ワーキングペーパー No.10、2024 年 1 月。