■論 文———■

成長戦略と財政の持続可能性をいかに両立させるか

一橋大学政策大学院・経済学研究科 教授
佐藤　主光

はじめに

高市総理は「強い経済」の実現に向け、「我が国において圧倒的に足りないのは、資本投入量、すなわち国内投資」であるとして、「責任ある積極財政」によって「未来への投資不足の流れ」を転換する方針を示している（国会施政方針演説、2026年２月20日）。長期的な経済成長を実現するために、民間投資を促進するとともに、政府が教育、研究開発、社会インフラなど将来の生産性向上に資する分野へ資源を投入することには、経済政策上の合理性がある。ただし、投資額の拡大それ自体が成長を保証するわけではない。成長戦略と財政の持続可能性を両立させるためには、支出総額の多寡だけでなく、限られた資源をどの分野、主体、事業に振り向けるかという資源配分のあり方が問われる。換言すれば、成長戦略において焦点となるのは「投資の規模」だけではなく、「投資の質」である。

〈目　次〉

はじめに
1．成長戦略のミクロとマクロ
2．財政政策と金融政策
3．成長によって財政問題を解決できるのか
4．財政余力をどのように確保するか
5．財政規律を制度化する
6．おわりに

この点を考える上で財政支出のマクロ的効果と、個別の資源配分がもたらすミクロ的効果を区別する必要がある。J.M.ケインズは、有効需要が不足している状況では、たとえ経済的生産性の低い公共事業であっても、政府支出を通じて雇用と所得を創出し、それが消費を誘発することで経済活動を刺激し得ると論じた。いわゆる「乗数効果」である。しか

し、需要不足への対応を目的とする財政支出と、中長期的な供給能力や生産性を高める「成長投資」は同一ではない。前者については景気安定化という政策目的に照らして評価するのに対し、後者については、投入された公的資源が将来どの程度の生産性向上や社会的便益を生み出すかという観点から評価される。「投資」という名称が付されていること自体が、その支出の経済的価値を保証するわけではないのである。

同様のことは、企業向け補助金や設備投資支援にも当てはまる。既存企業の設備更新を一律に支援するだけでは、新規参入や技術革新を十分に促進できず、結果として既存の産業構造を温存する可能性がある。経済全体の生産性を高めるためには、資本や人材が生産性の低い部門から高い部門へ移動すること、すなわち資源の再配分が不可欠である。したがって、「未来への投資」であるか否かを判断する際には、支出額ではなく、その支出がどのような資源移転をもたらし、どの程度の追加的な生産性向上を生み出すのかを検証しなければならない。

1．成長戦略のミクロとマクロ

財政学では、財政の基本的機能として、資源配分、所得再分配、経済安定化の三つが挙げられる。経済安定化機能は、景気後退時に需要を下支えし、過熱時には需要を抑制することによって、マクロ経済の変動を緩和する。一方、資源配分機能は、市場メカニズムだけでは十分に供給されない公共財・公共サービスを提供するとともに、教育、研究開発、社会インフラなど、外部性や公共性を有する分野に資源を配分する役割を担う。成長戦略において、この二つの機能を混同しないことが肝要だ。景気刺激を目的とする支出と、生産性向上を目的とする投資では、政策効果が現れる経路も時間軸も異なる。前者については短期的な需要創出効果が評価対象となるのに対し、後者では将来の供給力や人的資本、技術進歩への寄与が評価されるべきである。この区別を曖昧にしたまま、財政支出の増加を一括して「成長投資」と位置付ければ、政策効果の検証が困難になる。

政府は新たな成長戦略において、AI、半導体など17の戦略分野に官民合わせて370兆円規模の投資を行う方針を示し、分野ごとの投資目標を設定している。しかし、「分野」を指定することは、マクロとミクロの中間に位置するセミマクロ的な資源配分にとどまる。前述の通りここでいう「マクロ」とは経済全体の投資規模や需要・供給への影響を指し、「ミクロ」とは個々の企業・事業・研究開発プロジェクトにおける資源配分を指す。その中間に位置するのが、特定の産業・技術分野を対象とする政策的資源配分である。実際の投資判断は、最終的には個々の企業、事業、研究開発プロジェクトなどの単位で行われる。したがって、政府が重点分野を指定し

て投資総額を拡大したとしても、それだけで資源が高生産性部門へ効率的に移転するとは限らない。

繰り返すが、成長戦略の評価においては、マクロ的な「投資総額」とミクロ的な「資源配分」を明確に区別することが肝要だ。政府がどれだけ資金を投入するかと、その資金が最終的にどの主体・事業へ配分されるかは別個の政策課題である。後者を適切に設計するためには、競争的な資源配分、市場からの退出と新規参入、研究開発の成果評価などを通じて、資本と人材がより生産性の高い用途へ移動する仕組みを整備することが必要となる。

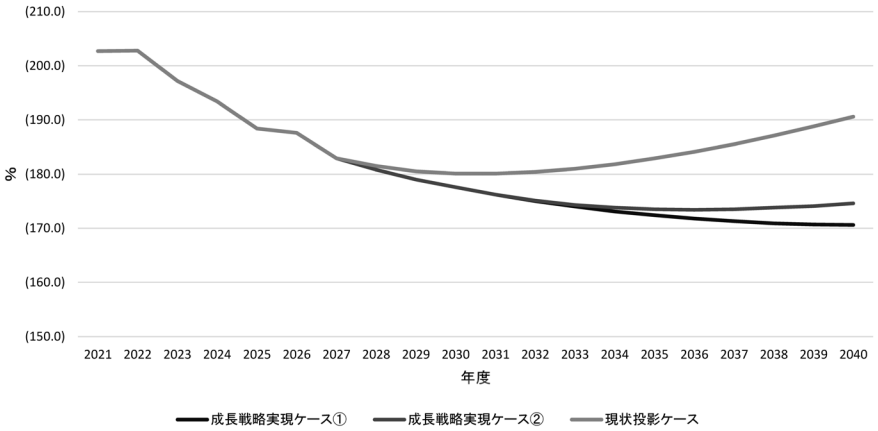
2．財政政策と金融政策

成長投資の拡大を検討する際には、財政政策だけでなく金融政策との相互作用にも注意されたい。財政支出の拡大は、景気や物価だけでなく国債市場における需給にも影響を及ぼし、長期金利を通じて政府の将来の利払い負担を左右する。国内債券市場では長期金利の上昇が続いてきた。今後、日銀の追加利上げ観測に加え、財政運営に対する懸念や海外金利の上昇圧力が重なれば、長期金利が一段と上昇する可能性もある。実際、2026年９月１日には新発10年物国債利回りが30年ぶりに３％を突破した。金利上昇は既発債の借換え等を通じて政府の利払い費を増加させ、中長期的には財政収支を圧迫する要因となる。

「基本方針2026」は「強い経済」の実現に向けて「『安定的な物価上昇』の実現に資する適切な金融政策運営が行われることが非常に重要である」とする。物価安定を目的とした金融政策への期待を示すものと解釈できる一方、財政拡張に伴う金利上昇を抑制することへの期待と受け取られる余地もある。仮に財政拡張を支えるため、中央銀行が国債購入等を通じて金利上昇を抑制することになれば、財政政策と金融政策の境界が曖昧になる懸念がある。政府や中央銀行が市場で形成される水準よりも低い金利を維持することによって公的債務の負担を軽減する現象は、一般に「金融抑圧」と呼ばれる。また、中央銀行による国債購入が政府の財政赤字を実質的に補填する構造となれば、市場からは財政ファイナンスと見做されよう。

この問題は、Sargent and Wallaceが論じた「マネタリストの不愉快な算術」とも関連する。財政政策が拡張を続ける一方で、中央銀行が物価安定を優先する独立した金融政策を維持できなくなれば、最終的には財政上の制約が金融政策の選択を規定するかもしれない。さらに、企業や家計が「将来的には財政赤字を処理するために金融緩和が行われる」と予想するようになれば、中央銀行の政策への信認が低下し、インフレ期待の安定にも支障を来しかねない。インフレ率は政府が直接決定できる政策変数ではなく、企業や家計の期待、賃金、需給環境など複数の要因によって形成される。期待インフレ率が物価安定目

（図表１）国・地方の公債残高対GDP比の推移



2040年度までの中長期的推移	名目GDP成長率	実質GDP成長率
成長戦略実現ケース①	３％台半ば	１％台後半
成長戦略実現ケース②	３％程度	１％台半ば
現状投影ケース	２％程度	０％台前半

（出所）内閣府「中長期の経済財政に関する試算」（2026年７月30日）

標を持続的に上回れば、賃金や価格設定を通じて物価上昇が定着する可能性がある。したがって、財政政策と金融政策の組み合わせがインフレ期待の形成に与える影響にも留意する必要がある。日銀の「経済・物価情勢の展望」（2026年７月）でも、企業や家計の期待インフレ率は「全体として２％に向けて緩やかに上昇」しているとされ、物価上昇率が目標を上振れるリスクが指摘されている。

３．成長によって財政問題を解決できるのか

政府は、成長投資や研究開発投資の成果が十分に発現し、生産性が大幅に向上することで、実質成長率を1.8％まで高める「成長戦略実現ケース」を想定している。このシナリオが実現すれば、名目GDPの拡大を通じて債務残高対GDP比が低下するとともに、供給能力の拡大によって物価上昇圧力が緩和され得る。しかし、高い経済成長を前提として財政問題を解決しようとする政策シナリオには、慎重な検討が求められる。

そもそも成長率は政府が直接操作できる政策変数ではない。研究開発や成長投資を増加させても、それが直ちに高い生産性上昇につながるとは限らない。研究開発成果が実用化され、市場に普及し、マクロ経済全体の成長率を押し上げるまでのプロセスには不確定な要素が少なくない。したがって、成長投資の

成果と財政健全化を機械的に結び付けることには大きなリスクが伴う。とりわけ、「成長によって財政問題を解決する」という考え方を財政支出拡大の根拠として用いる場合には、論理が逆転する危険性がある。すなわち、将来の高成長を前提として現在の財政赤字を拡大し、その成長が実現しなかった場合には、想定されていた税収増が得られないまま債務だけが積み上がるリスクが残る。成長戦略を財政健全化の前提に据えるのであれば、成長率が政府の想定を下回った場合の代替シナリオと、それに応じた財政調整策をあらかじめ準備しておくことが不可欠である。

政府は成長戦略に関連して年間10兆円規模の財政支出を想定する。また、「基本方針2026」では、危機管理投資や成長投資を強化し、国の歳出規模を「経済の成長力強化と名目の経済規模の拡大にふさわしいもの」とする方針が示されている。同時に、「伸ばすべき歳出と見直すべき歳出を峻別する、規律ある資源配分を実現する」としている。しかし、その実効性は、既存支出を実際に縮減できる制度的能力に依存する。成長投資を拡大しながら財政規律を維持するには、「何を伸ばすか」だけでなく、「何を削るのか」を具体的に示さなければならない。したがって、「責任ある積極財政」の「責任」は、単なる政治的スローガンではなく、財政支出の優先順位と調整手続きを制度として明確化することによって裏付けることが望ましい。

4．財政余力をどのように確保するか

財政健全化の重要な役割の一つは、将来の危機に際して財政支出を機動的に実施できる「財政余力」を平時から確保することにある。2008年前後の世界金融危機や2020～22年の新型コロナウイルス感染症の拡大に際しては、大規模な財政支出が求められた。今後も、感染症だけでなく、南海トラフ地震や首都直下地震などの大規模自然災害、さらには安全保障環境の変化に伴う有事など、巨額の公的支出を要する事態が発生する可能性は否定できない。こうした不確実性に備えるためには、平時から財政的なバッファーを形成しておくことが求められる。IMFも、不確実性に対処するためのバッファーを構築することの意義を指摘している。危機が発生した場合、家計や企業の資金需要が高まる一方、政府も復旧・復興や景気下支えのために追加的な資金調達を迫られる。その際、国債市場から安定的に資金を調達できるかどうかは、平時における財政運営への市場の信認に大きく左右される。

つまり、財政健全化は単に「政府が節約すること」を意味するものではない。それは、将来の危機に際して政策対応の選択肢を残すという、いわば保険としての意味を持つ。財政余力が乏しい状態で国債発行額が高止まりし、さらに金利が上昇すれば、危機時に追加

的な資金調達を行う余地が狭まる。平時における財政規律は、危機時の積極的な財政政策を実効可能にするための前提条件でもある。その意味で、「責任ある積極財政」の「責任」とは、現在の成長率を引き上げるだけではなく、将来の危機に対応するための財政余力を残すことを意味する。成長投資を実施するのであれば、その投資が将来の生産性や税収にどの程度寄与するのかを検証するとともに、期待された成果が得られなかった場合に財政運営を修正する仕組みを併せて構築していくことだ。

5．財政規律を制度化する

そのためには、個別の行政改革だけではなく、歳出の優先順位を継続的に見直す制度的枠組みがあって然るべきだろう。政府は、租税特別措置や補助金等について点検・見直しを行い、施策の優先順位を洗い直して重点化する方針を掲げている。これは、成長に資する支出を確保する一方で、政策効果の乏しい既存支出を縮減し、財政赤字の拡大を抑えるという考え方である。その具体的な取り組みとして注目されるのが、2025年11月に内閣官房に設置された「日本版DOGE（租税特別措置・補助金見直し担当室）」である。これは、トランプ米政権下でイーロン・マスク氏が率いた政府効率化省（DOGE）を念頭に置いた仕組みであり、政策効果の乏しい租税特別措置や補助金を省庁横断的に検証し、縮減・廃止することによって財源を確保する役割が期待された。しかし、その実効性については疑問が残る。

各省庁による自主点検の対象となった約120件の減税等優遇制度のうち、廃止方針が示されたのは１件にとどまったとされる。その制度も、2024年度の開始以来、申請実績のない企業の事業再編に係る登録免許税の軽減措置であり、財源確保という観点からの効果は限定的である。この結果について、政府効率化省の担当大臣でもある片山財務相が「我々査定官庁から見て是認されるものではない」と不満を示したという。

ここでの制度的な課題は、日本版DOGEによる点検・見直しに、それ自体として事業の廃止や予算削減を強制する法的拘束力がない点にある。現行制度では、基本的に各省庁による自主的な点検を基礎としており、実際に事業を廃止・縮減するためには、予算編成や国会における審議、場合によっては法改正を経る必要がある。この構造では、行政事業の見直しを継続的かつ実効的に進めることには限界がある。

そこで、補助金や租税特別措置について、原則として期限を設定し、期限到来時に自動的に失効させる「サンセット方式」を導入するのが一案だ。さらに、新たな租税特別措置や補助金を創設する際には、それと同額の歳出削減または増収措置を求める「ペイ・アズ・ユー・ゴー（Pay-as-you-go）原則」を適用することも選択肢となる。これらは成長

（図表２）財政ルール

ミクロ＝個別事業を対象	・サンセット方式 ・ペイ・アズ・ユー・ゴー原則
マクロ＝総額をコントロール	・財政目標が未達のときの「ペッキング・オーダー」による歳出削減・増税等

投資を抑制するための制度ではなく、限られた財源の中で新規政策を実施する際に、その財源を明示させるための仕組みである。

日本版DOGEの実効性を高めるためには、各省庁の自主点検に依存するのではなく、政府全体として見直しの優先順位と実施期限を設定する仕組みも検討に値する。例えば、規制改革において用いられている「規制改革実施計画」のように、政府として見直し事項を決定し、具体的な期限と担当主体を明示した実施計画を閣議決定する。現在、総理を議長として行政事業レビューを担っている行政改革推進会議を活用し、事業評価から予算編成までを一貫して接続する仕組みを構築する。

合わせて財政目標と具体的な政策対応をあらかじめ連動させる「財政ルール」の導入も考えられる。例えば、債務残高対GDP比が一定期間にわたって上昇した場合、まず政策的経費の伸びを抑制し、それによっても改善が見られないときは、社会保障給付や税制上の優遇措置を見直す。さらに財政状況の改善が不十分であれば、所得税の控除縮小や消費税率の引上げなどを実施するといった、段階的な財政調整の手順をあらかじめ定めておく方法である。このように、財政目標が未達となった場合の政策対応の「ペッキング・オーダー（優先順位）」を事前に明確化しておけば、目標達成が困難となった際に政府がどのような政策手段を、どの順序で講じるのかについて、国民や市場の予見可能性を高めることができる。財政規律を実効性のあるものとするためには、単に財政健全化を「努力目標」として掲げるだけではなく、目標未達時に発動される具体的な調整措置まで制度的に定めておくことが重要だろう。

無論、歳出削減や増税といった調整措置は経済に悪影響を及ぼす懸念もあろう。他方で、これまでの財政運営において、経済成長に対する楽観的な見通しを前提として、将来的に必要となる歳出削減や増税といった政治的コストの高い改革が先送りされてきた側面も否定できない。これを踏まえれば、成長率が当初の想定を下回った場合には、一定の増税や歳出抑制を財政調整として求めるルールを設けることには、財政規律を強化することに加えて、成長戦略そのものの実効性を高める効果も期待できる。すなわち、財政目標の未達を回避するために、規制改革や税制改革、生産性向上に資する政策など、経済の供給力を高める構造改革に政府が継続的に取り組むインセンティブを与えるのである。その意味で、目標未達時の調整措置までをあらか

じめ制度化した財政ルールは、財政規律と経済成長を両立させるための政策的コミットメントを促す仕組みとして位置付けることができる。

おわりに

財政支出を増やすことと経済成長を実現することは同義ではない。とりわけ、重点分野を指定して巨額の投資目標を設定したとしても、それが個々の企業や事業における生産性向上へ結び付くとは限らない。また、成長率の上昇を前提として財政赤字を拡大すれば、期待された成長が実現しなかった場合に、財政負担だけが残る可能性がある。成長戦略において問われるべきなのは、財政支出をどこまで拡大するかという量的側面だけではない。どの分野・主体に資源を配分し、どの政策を縮減し、その結果としてどれだけの財政余力を将来に残すのかという、資源配分と財政規律の設計こそが核心となる。

余談だが、背景には言語の問題もあるのかもしれない。日本語には英語のような単数形と複数形の違いがない。いずれも「投資」と一括して表現されることで、その異質性が意識されにくい。「投資」がすべて経済成長に資するわけではなく、政策目的に適うものもあれば、効果の乏しいものもある。マクロ的な「投資」とミクロ的な「個々の投資」の区別が曖昧なため、両者が玉石混交となりやすい。

政府は「拡大均衡」という成長シナリオによって、財政赤字だけでなく、格差を含む経済の諸問題も解決できると期待しているように思われる。しかし、その前提となる高い成長が実現する保証はない。「楽観的」というよりも、むしろ「希望的観測」が過ぎるだろう。繰り返すが、積極財政を正当化する成長率の実現を前提とするのではなく、成長が期待を下回る場合にも財政の持続可能性を確保できる制度をあらかじめ構築しておく必要がある。すなわち、「積極財政」の正当性は支出規模によってではなく、明確な政策目的、厳格な費用対効果の検証、選択と集中を可能にする資源配分、そして目標未達時に機能する財政調整メカニズムによって担保されなければならない。

「責任ある積極財政」の「責任」とは、単に現在の成長を促進することではなく、将来世代の政策選択肢を損なわない範囲で資源を配分し、経済状況に応じて機動的な財政対応を可能とする余力を維持することにある。そのためには、「何を増やすか」だけでなく、「何を縮減するか」「成長が実現しなかった場合にどう調整するか」まで含めた財政運営の制度設計が求められる。