

消費税増税の是非に関する判断基準とは<sup>1</sup>神戸大学 経済経営研究所  
准教授 柴本 昌彦

## 概要

- 日本経済における最大のリスク要因は国債価格が暴落すること
- 我々は、国債価格が暴落するかどうか事前には「分からない」
- 政府の将来の債務維持可能性の確保への約束とそれに向けた明確な説明責任が、人々の国債市場価格に関する期待形成において重要
- 消費税増税の判断において重視すべきことは、短期的な景気対策ではなく、政府の長期的な財政再建への道筋

消費税の増税が行われるべきか否かという議論が、国政審議における大きな争点の一つとなっている。我々はどのような判断基準を持って本件の是非を判断すべきなのか。本稿では、現在の日本経済に直面している最大のリスク要因とその不確定な要素、そして、それらに関わる財政政策運営に関する論点を整理し、私が考える本件の主要な視点を提示したい。

現在の日本経済には、国債価格が暴落(金利が急騰)するという最大のリスク要因が存在している。もし金利急騰が起これば、国債を保有している金融機関は大きな損失を被り、金融機関自身や金融機関からの借入に頼っている企業等の倒産が相次ぐということになることが予想される。政府も債務に対する金利支払いの額が膨らむだけでなく、新たな国債を発行することもできなくなるかもしれない。更に、膨大な政府債務の実質的負担を帳消しするように一般物価水準の調整が生じる結果、制御できないインフレ(ハイパーインフレーション)が起こる可能性もある。これらの金利リスクが実際に顕在化した際に予想される最悪な経済状況は、実際に起こった過去の事例に基づいており、単に短期的な景気後退が起こるだけだとの見方を支持する方が難しい。

では、どういった場合に上記のようなリスクが顕在化すると考えられるのか。この点に関して、東京大学伊藤元重教授が非常に簡潔かつ包括的にまとめているので紹介しておこう<sup>2</sup>。長期金利が上昇する要因として、少なくとも、①物価上昇、②景気拡大による資金需要の拡大、③海外での金利高騰が日本にスピルオーバーするケース、④国債の信用不安、が挙げられる。伊藤教授が指摘するように、①から③による長期金利上昇は、日本経済に深刻な問題が生じる可能性は低い。また、④に関しても、当面の liquidity 問題(短期的に資金繰りが上手くいなくて破綻するケース)と構造的な solvency 問題(長期的な財政再建運営そのものに問題があり破綻するケース)があり、前者であれば、リーマンショック後の中央銀行が行ったケースと同様、危機対応として流動性を供給し長期国債を短期的に買い支えることで、金利の急騰を回避することが可能と考えられる。金利高騰リスクが顕在化するケースとは、後者の構造的な solvency 問題が生じた場合と考えられる。財政問題が手の施しようがないほどの破綻状況にある場合、あるいは、そのことを市場参加者が予想した場合、たと

<sup>1</sup>本稿を作成するにあたり、財務省大矢俊雄氏、神戸大学高槻泰郎准教授、日本銀行山岡浩巳氏との議論が非常に有益であった。ここに記して謝意を表す。

<sup>2</sup>伊藤元重(2014)「膨大な政府債務を抱えた日本の金利上昇リスクを考える」『日経BP』、2014年7月4日、及び伊藤元重(2014)「日本の構造的破綻リスクを抑える財政健全化プロセスとは?」『日経BP』、2014年7月15日。

え中央銀行が短期的に国債価格を買い支えようとしても、市場が中央銀行に国債を売り続けるといった信用不安の連鎖を食い止めることはできない。

市場参加者は、現在の日本の財政状況が手の施しようがないほどの破綻状況にあるとは判断していないようである。そもそも、金利高騰リスクの顕在化が必然であれば、すでに金利は高騰しているはずである。しかしながら、現在のところ国債残高/GDP比率は200%を超えているにも関わらず、国債価格は高水準(長期金利は低位)に保っている。このことは、市場が、現在の時点で、上記シナリオの中の信用不安の連鎖が生じるとは判断していないことを示唆している。

ただし、このことは、「現在の先進国の日本では国債価格が暴落しない」ということではなく、「国債価格が暴落するかどうか事前には分からない」という不確定な要素に直面しているということを意味している。公的債務が将来破綻する可能性を指摘した研究は数多く存在する<sup>3</sup>。一方、国債価格(もしくは、株に代表される資産価格)の暴落を事前に察知できる方法を明らかにした研究は存在しない。現在明らかなのは、結局のところ、国債価格や資産価格の突然の暴落ということがいつ起こっても不思議ではない、ということだけに過ぎない<sup>4</sup>。このような事実認識は、「今回はこれまでの危機とは異なる」「これまでのようなことは起こりえない」といった楽観視している状況で起こったこれまでの経済危機を繰り返さないためにも非常に重要である<sup>5</sup>。

現在、経済学で研究が進められているのは、不確定な要素を伴う資産価格の暴落をどのようにしたら防ぐことができるのかということに焦点が当てられている。もし事前に防ぐことができるのであれば、「国債価格や他の資産価格は暴落しない」ことを実現できるのかもしれない。

金利高騰リスクが顕在化しないために重要なことは、日本政府が現在の債務に関する利払いを将来も続けるかどうか、ということである。特に、政府債務をある将来時点で完済するかどうかは問題ではなく、日本政府が現在抱えている債務に関する利払いを、将来永劫行い続ける意志を持っていると人々に信じてもらうこと自体が重要なのである。金利高騰リスクが顕在化するのとは、そのような日本政府に対する信頼が崩れた時点であると考えられる。もし政府が債務利払いを将来のどこかで滞らせると予想された場合、国債を保有している人々は、将来の評価損を恐れ、急いで国債を手放そうとする。それが連鎖的に起こることで、国債価格の暴落が足元で起こるものと考えられる。

では、どのようにしたら日本政府は上記の信頼を市場に保持させ続けることができるのか。私の考える答えは、以下の2点である。

#### (1) 将来の債務維持可能性の確保を長期的な政策目標にすると約束すること

<sup>3</sup>例えば、Doi, Takero, Takeo Hoshi, and Tatsuyoshi Okimoto, "Japanese Government Debt and Sustainability of Fiscal and Monetary Policy," *Journal of the Japanese and International Economies*, 25(4), 414-433, 2011, Sakuragawa, Masaya and Kaoru Hosono, "Fiscal Sustainability in Japan," *Journal of the Japanese and International Economies*, 25(4), 434-446, 2011.

<sup>4</sup>例えば、Hoshi and Ito (2014) や Matsuoka (2015) は、民間金融資産と政府債務の差として捉えた国内資金余剰に着目し、国内資金余剰が潤沢な現状においては国債価格暴落を伴う財政危機に陥る可能性は低いものの、このまま国内資金余剰が減り続ける状況が続けば近い将来に財政危機に陥ることも考えられると主張している。また、Arslanalp and Tsuda (2012) は、政府債務維持の問題を考える際の国内外投資家における需要サイドの重要性を指摘している。Hoshi, Takeo and Takatoshi Ito "Defying Gravity: Can Japanese Sovereign Debt Continue to Increase without a Crisis?," *Economic Policy*, 29(77), 5-44, 2014, Matsuoka, Hideaki "Lessons from the European Sovereign Debt Crisis to Japan: Finding the Tipping Point from a Dynamic Panel Threshold Model," *mimeo*, 2015, Arslanalp, Serkan and Takahiro Tsuda "Tracking Global Demand for Advanced Economy Sovereign Debt," *IMF Working Paper*, 12(284), 2012.

<sup>5</sup>Reinhart, Carmen M. and Kenneth Rogoff, *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009.

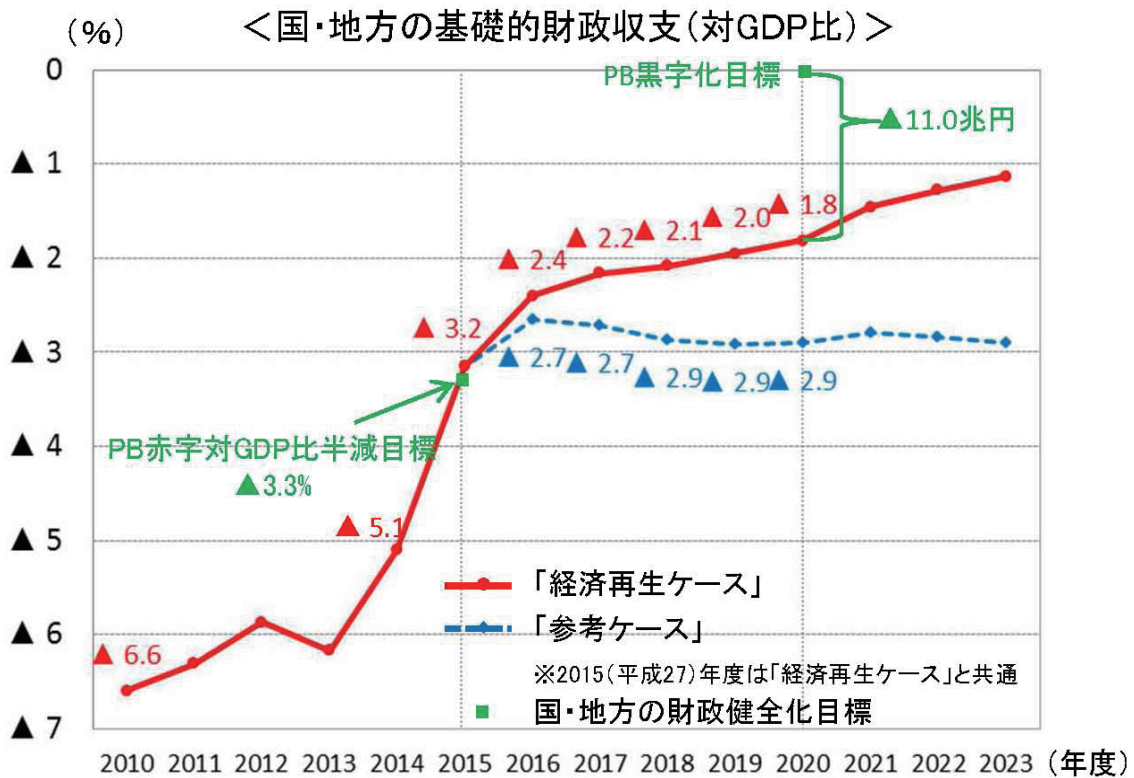
(2) (1) を進めるための道筋を明確に示すこと

財政当局は、(1) と (2) を実行することで、「国債価格が暴落するかは事前には分からない」という不確定要素を伴う金利急騰リスクを含む将来の国債価格に関する人々の期待を、ある程度、管理することができると考えられる。

(1) は、景気対策としての財政出動の際の景気安定化という政策目標とは異なり、現在抱えている債務に関する利払いを将来必ず行い続けるという約束である。政府が約束通り将来の債務利払いを続けるならば、国債保有者が一斉に国債を手放す理由は特にないと考えられる。

ただし、政府が将来の債務利払いを約束したところで、その約束を本当に守れるかどうかは自明ではない。市場の信頼を得るためには、政府は、その目標を達成させるまでの道筋を説得的に説明するという (2) が必要となる。

図 1: 内閣府による将来の基礎的財政収支 (対 GDP 比) の試算



出所: 内閣府『中長期の経済財政に関する試算』(平成 26 年 7 月 25 日、経済財政諮問会議提出)

では、政府は、(2) の政府債務維持の仕方をどのようにして明確な形で示すことができるのか。日本政府は、経済・財政面の前提を基に、現状において考えられる『中長期の経済財政に関する試算』を公表している<sup>6</sup>。経済前提では、「経済再生ケース」を例に挙げると、将来 10 年間の平均成長率が名目 3%程度、実質 2%程度を想定したシナリオを考えている。ま

<sup>6</sup><http://www5.cao.go.jp/keizai3/econome/h26chuuchouki7.pdf>

た、財政前提では、2015年度は、一般会計のプライマリーバランスを少なくとも4兆円程度改善すること等を想定し、2016年度以降は、社会保障歳出は高齢化要因等で増加するものの、それ以外の一般歳出は物価上昇率並みに増加することを想定したシナリオを考えている。『中長期の経済財政に関する試算』では、2015年度の基礎的財政収支(プライマリーバランス)を半減させ、そして2020年度までには黒字化を達成させるという中長期的な数値目標達成に向けて、政府が財政・経済前提を基に将来のプライマリーバランスの道筋を現状どのように考えているのかということを数量的に理解することができる。図1で分かるように、平成26年7月25日に経済財政諮問会議に提出された試算を見る限り、2020年度時点でプライマリーバランスの黒字化を実現させるためには、増税・歳出削減といった財政健全化の推進、そして経済再生のための長期的な経済成長の促進といった双方の更なる努力が今後必要なようである。必ずしも「2020年度時点でのプライマリーバランスの黒字化」が債務維持可能性の必要条件であるかどうかは自明ではないが、この道筋を見ることで、政府債務維持の仕方に対する政府(財務省)側の認識をある程度理解することができると思われる<sup>7</sup>。

消費税という政策手段と関連づけて財政再建に向けた道筋を考えると、少なくとも3つの将来の経済・財政状況を想定することができる。第1のシナリオは、当初の予定通りに消費税を増税した場合である。現在のところ債権市場が安定していることから明らかなように、景気の腰折れは起こることはあるが、上記のリスクが顕在化される可能性は低い。第2、第3のシナリオは、景気の腰折れが懸念されるために消費税増税をやめる(もしくは延期する)場合である。この場合、一方では、消費税増税を避けることで財政再建シナリオに関する信頼が崩れ、金利高騰リスクが顕在化するという確率が一層高まるというシナリオが考えられる。もう一方では、消費税増税を避けることによって、景気の腰折れを避けることが可能となり、それに伴う法人税・所得税等の税収増を通じて、財政再建への道筋がより好転するというシナリオも考えられるだろう。

ここまでの論点に基づいて、消費税増税の是非の判断基準を考えてみよう。大事なことは、今後数年間の景気対策といった短期的な視野だけでなく、将来の債務維持可能性の確保という長期的な視野に基づいて日本政府の将来に向けた財政再建シナリオがより説得的なものであるかを評価するという点である。消費税増税によって景気がある程度腰折れすることがほぼ自明である以上、景気対策という観点だけだと、消費税増税を回避すべきことは間違いない。しかし、消費税増税の議論で避けて通ることができないのは、金利高騰リスクの顕在化という日本経済に抱える最悪のシナリオを如何に防ぐのかという論点である。この論点に基づいた際、もし消費税増税による短期的な景気後退が財政再建への道筋における深刻な弊害であると人々に明確かつ説得的な形で説明可能であれば、消費税増税を避ける(もしくは、延期する)べきだろう。一方、それができないのであれば、金利高騰リスクの顕在化の可能性を回避するためには、約束通り、消費税を上げざるを得ないと考えられる。

近年の金融政策における議論と同様、マクロ経済は現在のみならず将来の経済政策に関する市場の期待に依存している。もちろん、金融政策運営と財政政策運営は政策目標が異なる。金融政策の場合、「インフレ率を安定的に2%に推移できるようにする」という長期的な目標を達成するには、デフレ下からインフレ環境へ期待を誘導するために量的質的金融緩

<sup>7</sup>政府債務を維持し続ける上でどのような具体的な目標を設定することが最適かどうかは、私自身答えを持ち合わせておらず、今後の重要な研究テーマの一つである。これは、中央銀行が金融政策運営を行う上で、どのような政策目標を持つ(例えば、「インフレ目標政策」)ことが最適かどうかという議論とともに、今後の研究成果が待たれる。

和を通じた足元の景気刺激を行うことが必要不可欠であったと考えられる。一方、消費税増税の議論における財政当局が目指すべき目標は、債務維持可能性を確保するというものであり、その目標を達成する過程において短期的な景気刺激が必要かどうかは自明ではない。短期的な景気の腰折れが債務維持可能性の確保という長期的な目標の達成を妨げる要因として深刻であるならば、それを明確な形で人々に伝えることで、人々の期待をより望ましい方向に導くことが可能であろう。しかし、そうではない場合、景気腰折れという短期的な要因によって、以前に決めた「将来の消費税増税」という形での長期的な目標の達成に関する約束を政府が破った、と市場参加者が判断する可能性もある。もし本当にそうなれば、財政当局の財政再建シナリオに対する市場の信頼は崩れ、日本経済における最大のリスクが顕在化するという可能性もあるということを十分に認識しておく必要がある。

一般論として、政治家は、足元の景気の腰折れを極力避けようと景気対策を重視する傾向にあると考えられる。政治家は数年間に1度行われる選挙によって選出されるため、短期的には望ましい経済状態と思われやすい景気拡大を念頭に、今後数年間といった短期的視野で政策運営を行う誘因(インセンティブ)を潜在的に有する。昨年4月に行われた消費税増税後の経済状況を見れば明らかなように、消費税増税は(増税前の消費の上昇からの反動があるとはいえ)景気を急激に冷え込ませる。そういった場合、「以前」行った「将来の」消費税増税という政策ツールを用いた長期的な債務維持可能性の確保という約束を、「現在の時点で」破るインセンティブが強いと考えられる<sup>8</sup>。それにより、長期的な債務維持可能性の確保に関する目標は先送りされる、といったことが生じやすい構造となっていると考えられる。

日本経済にとって最悪な経済状況を顕在化させないためには、政治家に長期的な約束を破るインセンティブを起こさせないメカニズムが必要不可欠である。政治家が景気循環変動を念頭にした今後数年間といった短期的な視野で政策運営を過度に重視する場合、将来の債務維持可能性を確保するといった長期的な約束を反故にしようとするインセンティブを持ちうる。しかしながら、現在の所、政治家がそのような約束を破ったとしても、特に法律に基づいて罰せられるわけでもなく、我々国民が政治家を罰する以外方法がない。つまり、もし政治家が長期的な約束を破ろうとする、もしくは、破った場合は、我々国民が選挙で厳しい評価を下す以外方法がない。

我々国民が考える将来の日本経済の長期的な見通しに関する情勢判断が、今後の日本経済の行方を左右するといっても過言ではない。日本政府に社会にとって望ましい方向で政策運営を行わせるためには、我々国民が正しい判断基準に基づいて政治家を評価しなければならない。その判断基準を誤ることで、経済が望ましくない方向(最悪の経済状況)に行くことすらありうる。最近の消費税増税の是非に関する議論の行方は、そういった意味でも日本経済にとって重要な岐路に立たされていると言えるのではないだろうか。

平成 27 年 4 月 16 日

<sup>8</sup>経済学で言うところの時間的非整合性の問題が生じやすい。