



消費税率引上げについての私見

2013/8/27

BNPパリバ証券株式会社
投資調査本部長
チーフクレジットアナリスト
中空 麻奈 03-6377-1707
mana.nakazora@japan.bnpparibas.com



総論 社会保障・税一体改革の一環としての消費税率引き上げは“避けられない”

1. “社会保障・税一体改革の一環”としての消費税率引き上げの徹底

2. 世代間公平の是正 “若年層”の視点も重視

- ・水平的公平、垂直的公平だけでなく世代間公平も重要なポイント
- ・将来世代と退職世代で(場合によっては)1億円近い世代間格差が存在するという事実
- ・若年層が持つ「払っただけの年金はもらえない」「税金を払うのは意味がない」という見方を変えていくための制度変更

3. 二段階で2015年までに10%に引き上げる予定通りのやり方に従う

- ・すでに公約であり明確な論拠がない以上、段階的な適用は意味を持たない
- ・1%ずつの引き上げでは“実体経済が支払うコスト”は大きくなってしまう(ex:2000年問題)

+ α ・低所得者層などへの徹底した、かつ、実態に即した配慮

- ・投資減税や住宅取得者向け優遇措置など景気下振れ抑制策も同時実施



① 増税はすべきかどうか？ - 4p

② 消費税増税であるべきかどうか？

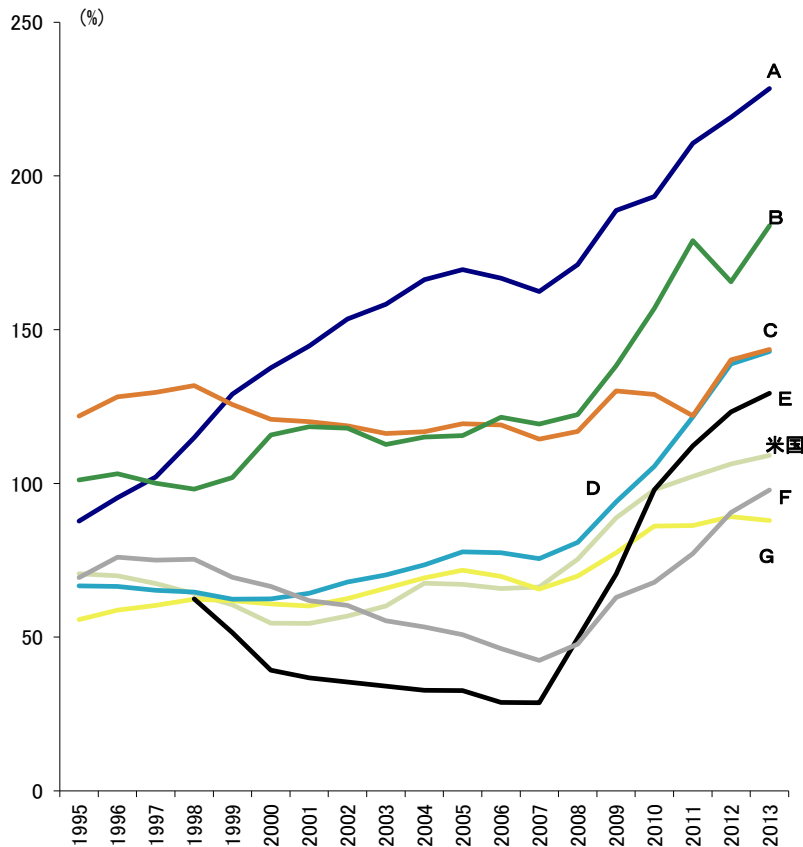
消費増税のリスク	消費増税見送りのリスク
・景況感の腰折れ可能性 - 5p	・世代間格差是正の機会 - 6p
・不人気政策	・国内外からの信用リスクの増大 - 7p
	・歯止めのかからない財政赤字 - 7p
	・日本国債格下げ懸念の増大 - 8p
	・(短期的な)マーケットのネガティブな反応

③ リスク極小化とリスクカバー効果の極大化



増税は避けられないのが現実

■ 各国の債務残高対GDP比



・債務削減は必達



・歳入を増やし、歳出を減らす



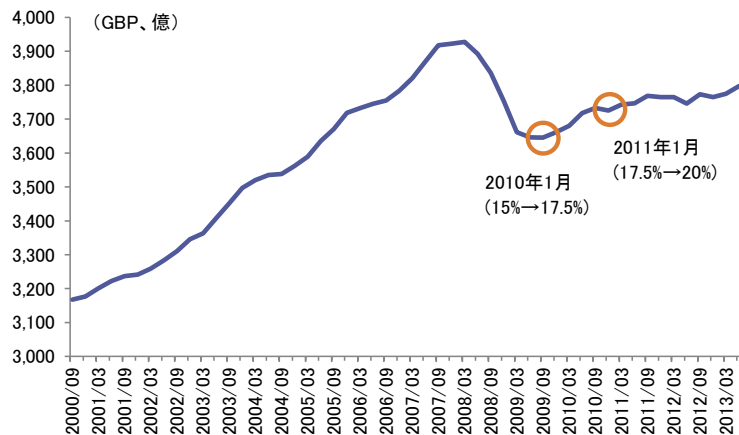
・社会保障と税の一体改革は不可避であり、いかなる方法であれ増税も避けられない

出所: OECD Economic Outlook No90、BNPパリバ証券
数値は一般政府ベース

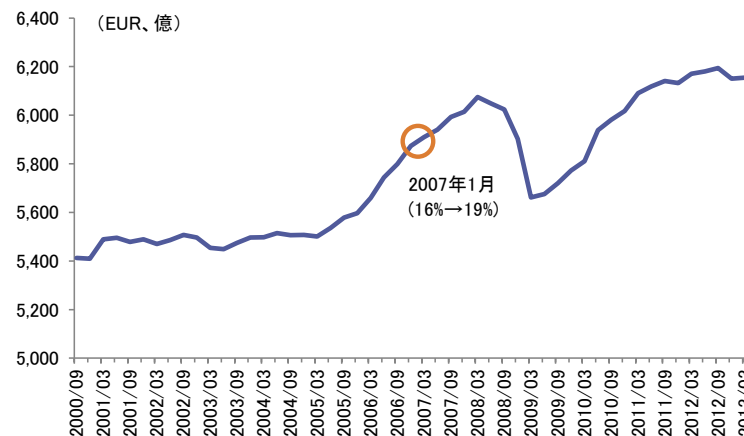


消費税導入が必ずしも景気を冷え込ませるとは限らない

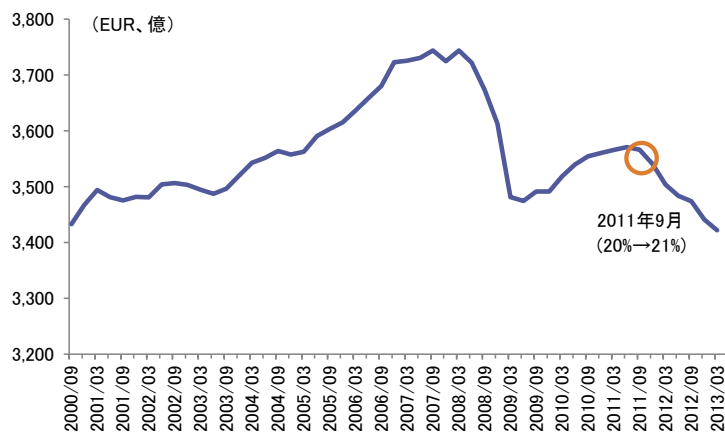
▶ 実質GDP推移“イギリス”



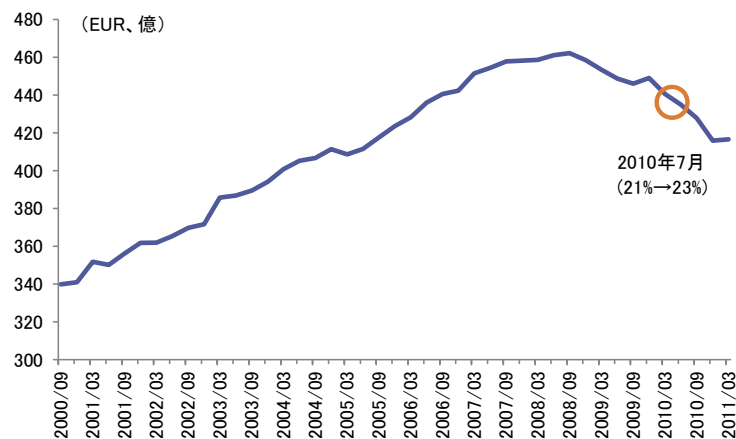
▶ 実質GDP推移“ドイツ”



▶ 実質GDP推移“イタリア”



▶ 実質GDP推移“ギリシャ”

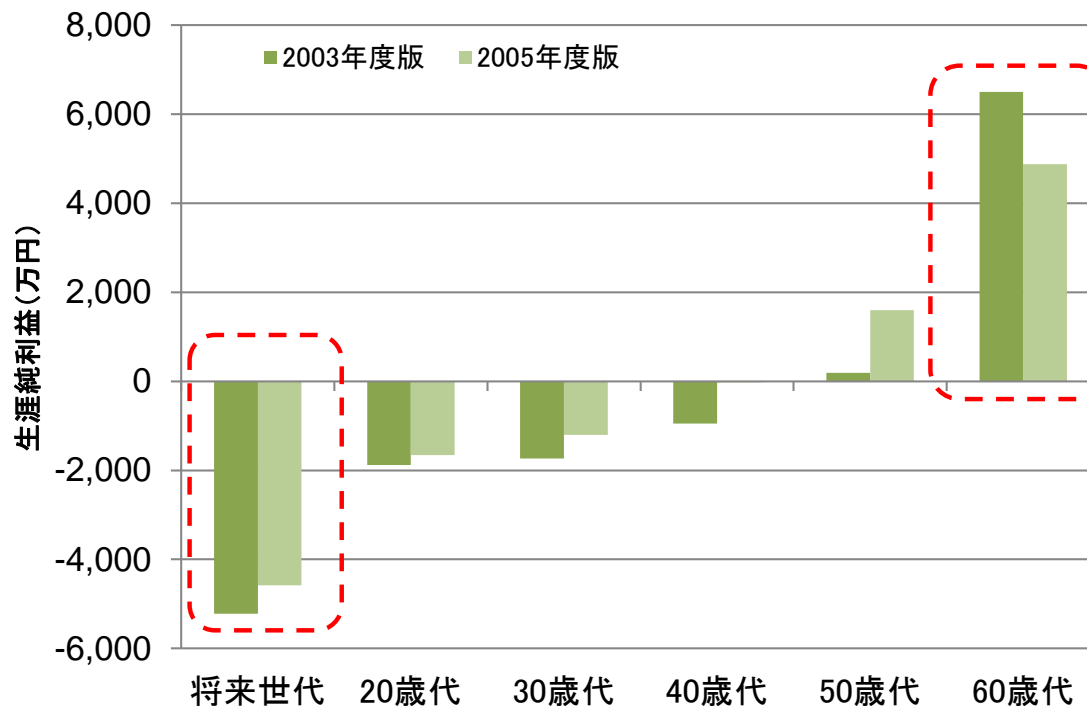


60歳代と将来世代での世代間格差は1億円近い

負担の重さ: 将来世代 > 現在の現役世代 > 現在の退職世代

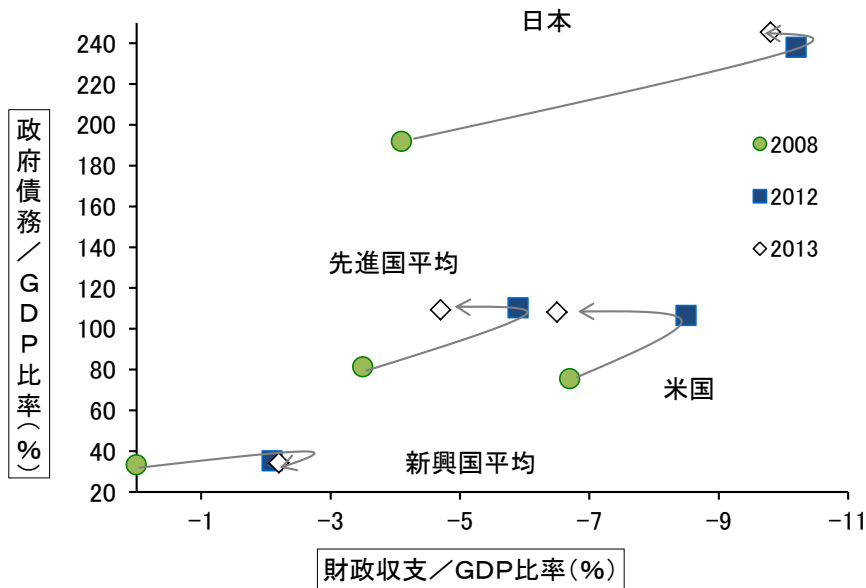
20歳代と60歳代の差 2003年度版 8,379万円 2005年度版 6,535万円

60歳代と将来世代の差 2003年度版 11,722万円 2005年度版 9,460万円



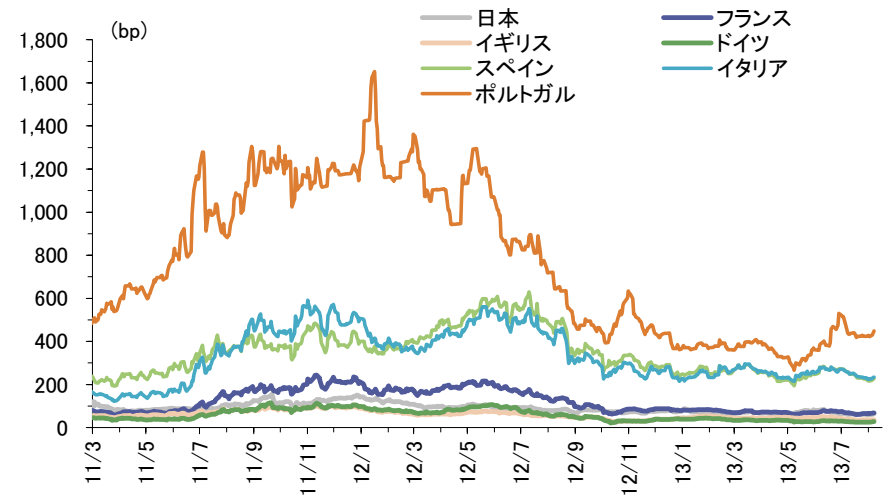
国内外からの信用リスクへのプレッシャーを考える

日本の債務状況は突出して悪い



出所: IMF "Fiscal Monitor Update - April 2013", BNPパリバ証券

クレジットスプレッド(CDS)推移



出所: BNPパリバ証券



格付け機関の論点(現行日本格付けAa3/AA-/A+/AA+/AAA それぞれムーディーズ/S & P/Fitch/R & I/JCR)

❖ ムーディーズ(2013.4.9)

- ・2014年財政にプラス方向の影響を与える要因として、消費増税法案が2012年8月に成立したことが挙げられる
- ・消費増税は社会保障制度を持続可能なものにする、日本の財政再建目標における重要な要素である
- ・政策転換または低調な経済状況によって**消費税の実施が遅れればムーディーズは信用上、ネガティブ**と見る

❖ S & P(2013.2.18)

- ・**2段階の消費税引き上げが予定通りに実施されることを見込んだとしても、日本の財政は脆弱**な状態にとどまる

❖ Fitch(2013.6.19)

- ・その他代替案なしでの、**消費増税の無期限延期や見送りは、ソブリン格付けにネガティブ**

❖ R & I(2013.8.15)

- ・2014年4月実施が予定されていた消費増税に関して増税の実施そのものの是非や税率の引き上げ方について議論が浮上
- ・**消費税率が二段階で2015年秋までに10%へ引き上げられることをAA+という日本ソブリンの格付けに完全に織り込んでいる**
- ・万が一、**増税時期が先送りされたり増税幅が圧縮されたりするようなら、格付けを支えている前提が崩れる**。直ちに方向性をネガティブにするなどの格付けアクションを取るようになる
- ・中期財政計画は、実質2%の経済成長が長期にわたって平均的に続く望ましいシナリオであっても、歳出・歳入両面でいっそう踏み込んだ施策を打たないことには、「2020年度に基礎的財政収支を黒字化する」は達成できないという厳しい見通しを確認した
- ・社会保障制度について「極力全体の水準を抑制する」と表記することとどめており、歳出削減を進める意図は窺えない

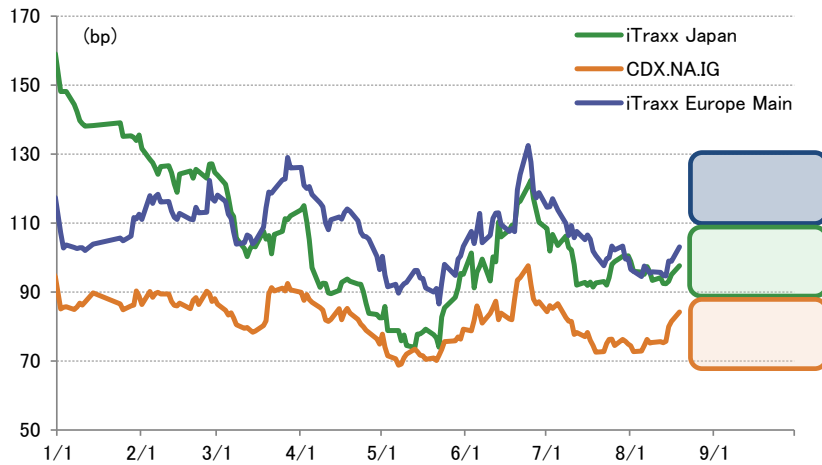
❖ JCR(2013.3.15)

- ・**消費税率の引き上げが実際に行われるかどうか**が焦点。増税による追加的な税収額は13年度の中央政府の当初予算の23.2兆円の基礎的財政赤字のほぼ半分程度に相当し、これが実現すれば財政健全化に向けた一歩

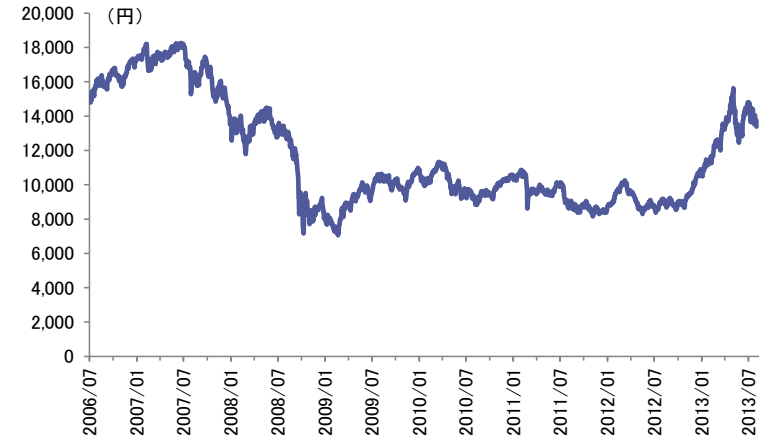


(参考) マーケットは安定

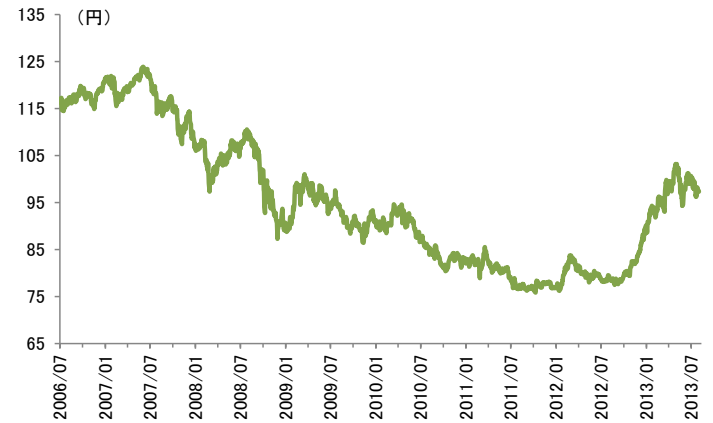
▶ クレジットスプレッド(CDSインデックス)推移



▶ 日経平均株価推移



▶ 為替レート推移



無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告げなければならないこととされております。

登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

格付会社グループの呼称等について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク

格付グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下「ムーディーズ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

スタンダード・&・プアーズ・レーティングス・サービス・インク

格付グループの呼称：スタンダード・&・プアーズ・レーティングス・サービス・インク（以下「S&P」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：スタンダード・&・プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

フィッチ・レーティングス

格付会社の呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社金融庁長官（格付）第7号）

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ：ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.moodys.co.jp>）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

S&P：スタンダード・&・プアーズ・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブ러리・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

フィッチ：フィッチのホームページ（<http://www.fitchratings.co.jp>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズ：ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

S&P：S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

フィッチ：フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

この情報は、平成25年4月1日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記それぞれの会社のホームページをご覧ください。



免責事項

この文書は有価証券・外国為替等の購入、売却その他の取引を勧誘し、または推奨するものではありません。ご提供いたします情報は、十分信頼できる情報源に基づいておりますが、BNPパリバ証券株式会社は、情報の正確性および完全性について、保証はいたしません。本資料に記載された意見は表記時点での弊社の判断を反映したものであり、今後変更されることがあります。弊社ないしは弊社の関連会社またはそれらの従業員は本資料の情報に基づき有価証券・外国為替等を保有し、または自己勘定で、または他人の委託を受けて売買を行うことがあります。本情報を使用することにより生ずる、直接または間接のいかなる種類の損失に対しても、弊社は責任を負いかねます。この資料は投資判断の参考となる情報提供を目的としたものです。投資に関する最終決定はお客様ご自身でなさるようお願い申し上げます。

