

# 消費税増税について

## ～予定通りの税率引き上げが望ましい～

2013年8月31日

みずほ総合研究所  
常務執行役員 チーフエコノミスト  
高田 創

## 結論：予定通りの税率引き上げが望ましい

---

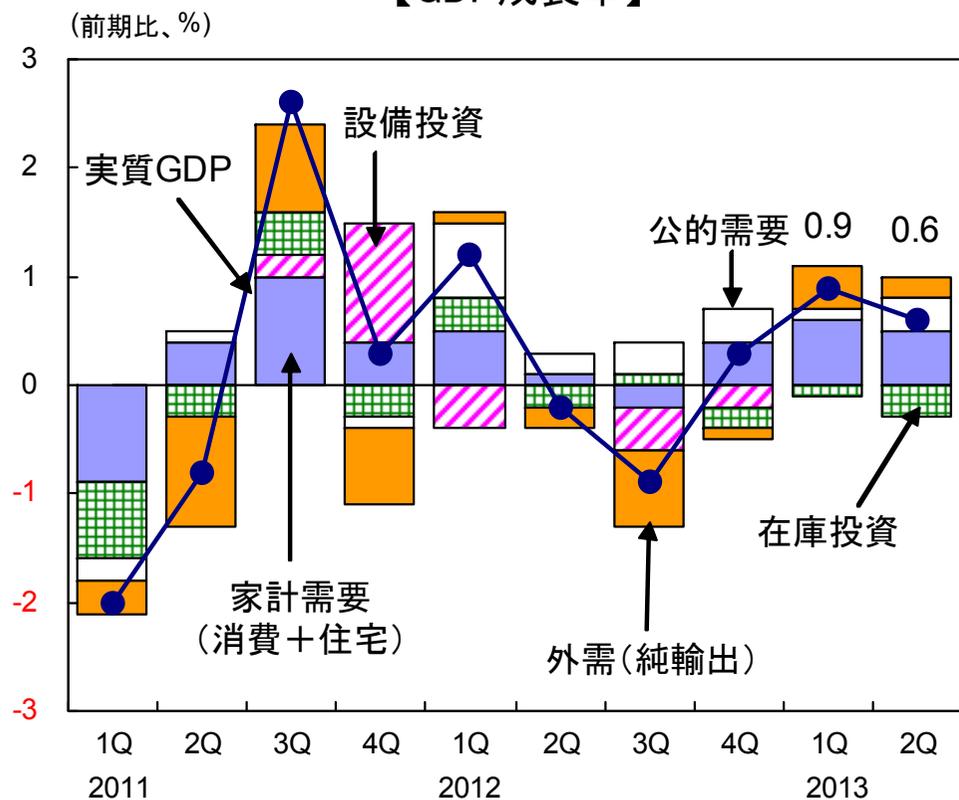
- 景気はすでに回復局面入り。来春の消費税増税に伴い、一時的には落ち込むものの、景気回復基調は続く見通し
- 前回（1997年）の増税とは経済・金融環境は大きく異なる。前回は民間債務のバランスシート調整局面だったが、今回は政府債務が焦点。国債市場への配慮が重要であり、「異次元の金融緩和」を遂行する上でも、財政規律の堅持が不可欠
- 消費税増税のリスクよりも増税先送りのリスクの方が高い。増税先送りによって、今後の財政再建に大きな支障が生じる可能性がある

# 景気はすでに回復局面入り

## ○ バランスの取れた成長軌道へ

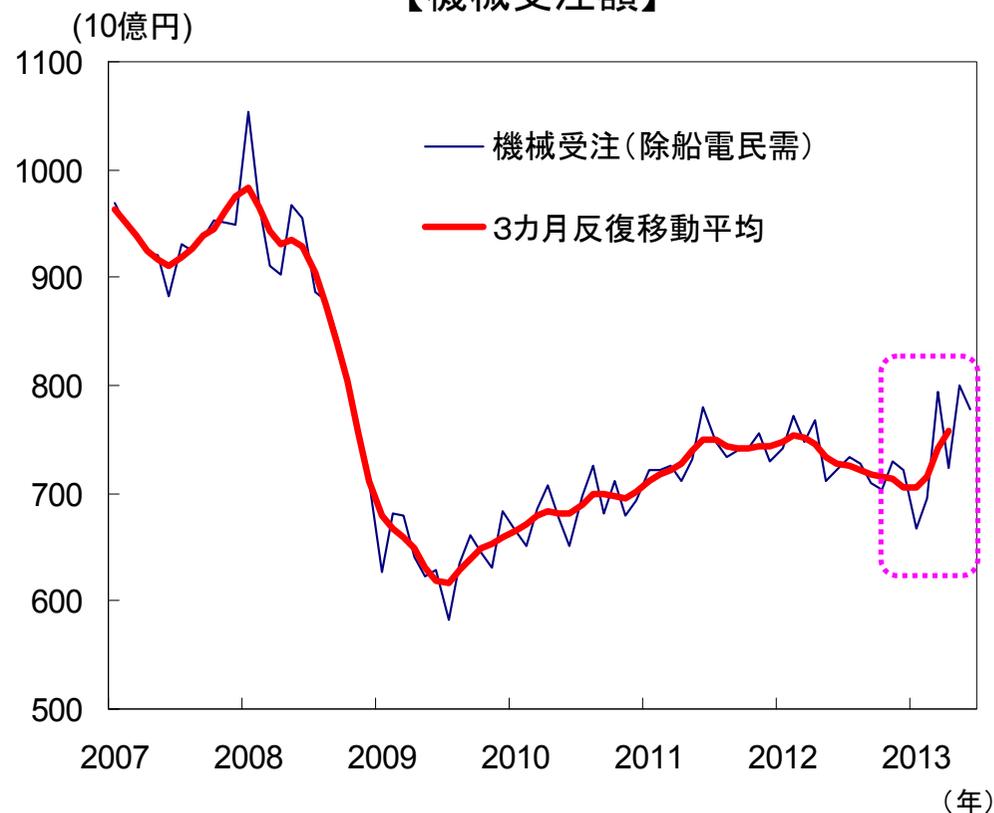
- ・ 4~6月期は民需(寄与度+0.2%Pt)、公需(+0.3%Pt)、外需(+0.2%Pt)が揃ってプラス寄与と、バランスの取れた成長に
- ・ マイナスが続いた設備投資も、足下で回復の兆し

【GDP成長率】



(資料)内閣府「四半期別GDP速報」

【機械受注額】



(資料)内閣府「機械受注統計」

# 消費税率引き上げの影響は？

- 2014年度の実質GDPは、ベースライン(消費税増税がない場合)比▲1.3%
  - ・ 2013年度の駆け込み需要は個人消費と住宅投資の合計で3兆円弱(GDP比0.6%程度)
  - ・ 駆け込みの反動減と実質購買力低下が2014年度のGDPを押し下げ

## 【消費税増税の影響試算】

(単位:%)

		個人消費のベースラインからの乖離(累計)			
		2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
個人消費への影響		0.8	▲ 1.9	▲ 1.9	▲ 2.4
寄与度	物価上昇要因	0.0	▲ 1.1	▲ 1.9	▲ 2.4
	駆け込み・反動要因	0.8	▲ 0.8	0.0	0.0
	うち耐久財	0.4	▲ 0.4	0.0	0.0

		ベースラインからの乖離(累計)			
		2013年度	2014年度	2015年度	2016年度
実質GDPへの影響		0.6	▲ 1.3	▲ 1.2	▲ 1.6
寄与度	個人消費への影響	0.5	▲ 1.1	▲ 1.1	▲ 1.4
	住宅投資への影響	0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2

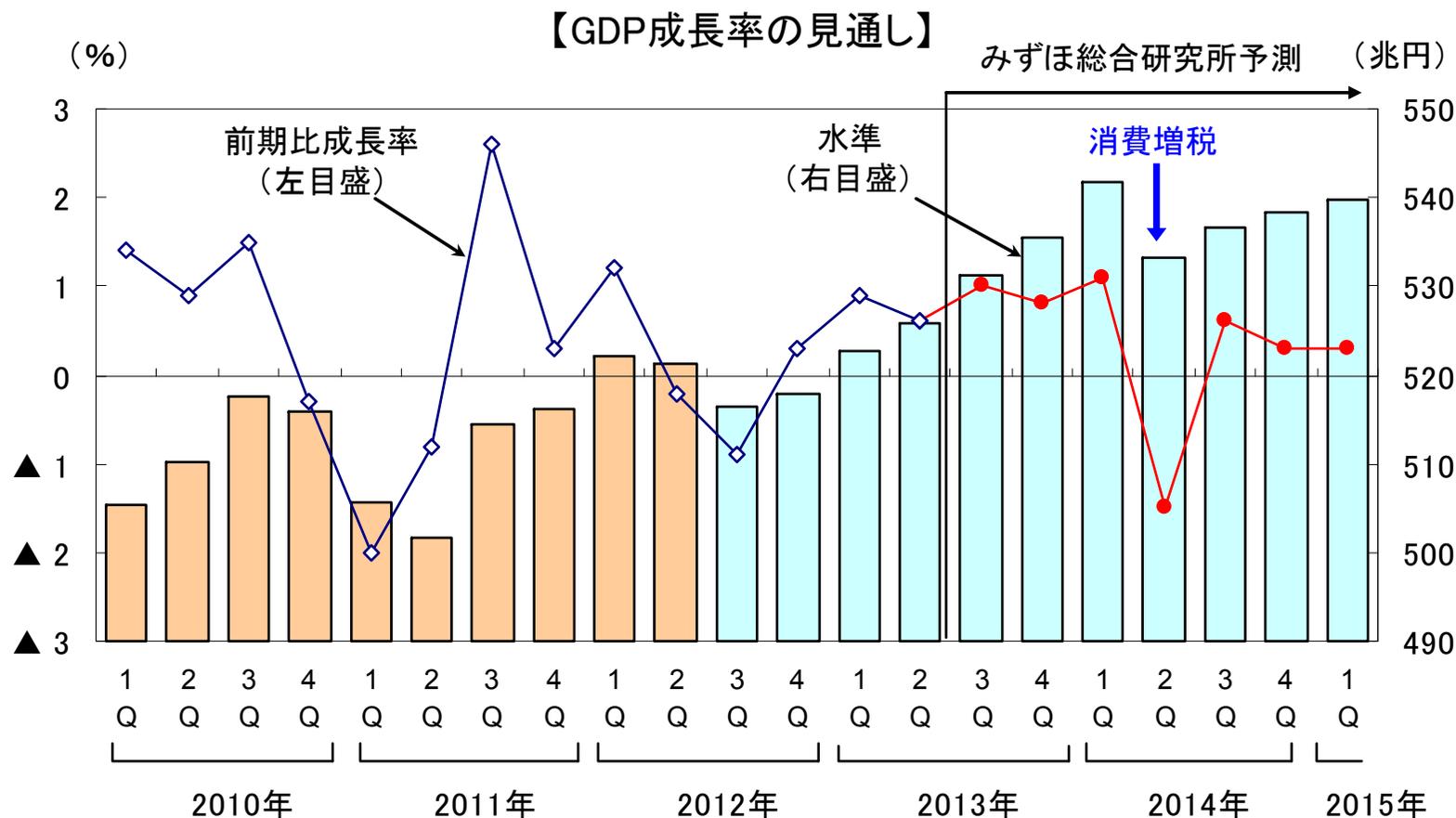
- (注) 1. 消費税率は予定通り2014年4月に3%、2015年10月に2%引き上げられるとの前提で試算。  
 2. 個人消費への影響の「物価上昇要因」は、みずほ総研マクロモデルの乗数(消費税率1%上昇に対し、個人消費:1年目▲0.36%、2年目:▲0.50%)を用いて計算。駆け込み需要は1997年度の税率引き上げ時と同規模(年間消費額の0.79%)と仮定。  
 3. 住宅投資への影響の物価上昇要因は、みずほ総研マクロモデルの乗数(消費税率1%上昇に対し、消費者物価指数:1年目+0.64%、2年目:+0.60%)と住宅投資関数の推計値を用いて計算。駆け込み需要は1997年度の税率引き上げ時と同規模(年間住宅投資の6.6%)と仮定。

(資料) 内閣府「国民経済計算」などよりみずほ総合研究所作成

# 増税後も景気回復基調は続く見通し

## ○ 景気は一時的な落ち込みを経て再び回復軌道へ

- ・ 増税直後の2014年4～6月期は一時的にマイナス成長入りも、景気後退には至らず、再び回復軌道に復する見通し
- ・ 円安・海外景気回復を受けた輸出増加、収益改善を受けた設備投資回復が支えに

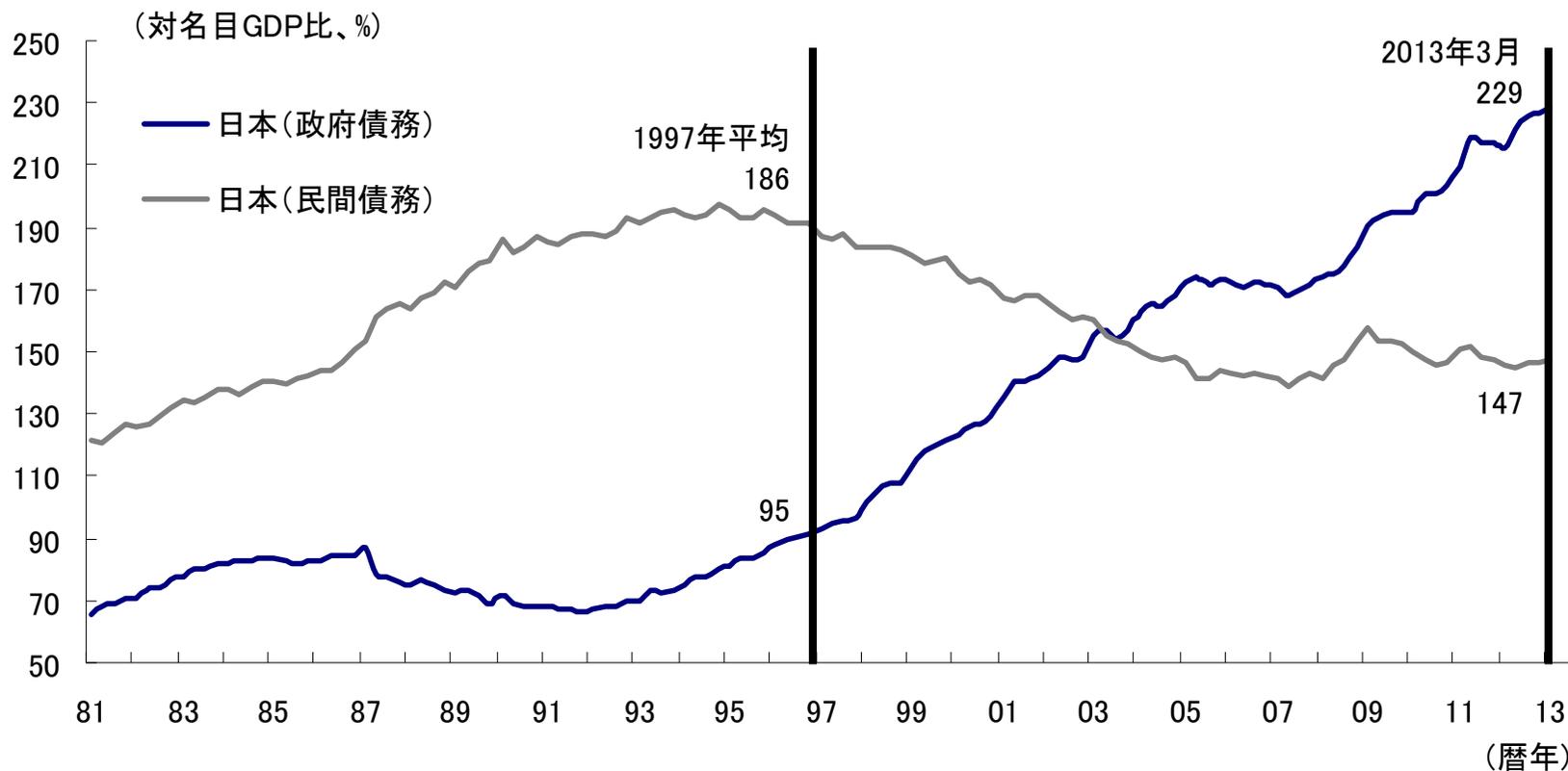


(注)2013年度補正予算(真水約2兆円)を想定  
 (資料)内閣府「四半期別GDP速報」、みずほ総合研究所

## 前回の消費税引上げ時(97年)との違い

- バランスシート調整の観点から97年とは環境が大きく異なる
  - ・ 97年はバランスシート調整のピークにあり、大手金融機関の破綻など金融システム問題が表面化
  - ・ 一方、今日、民間の債務負担の大幅な改善と、財政の債務負担の大きさが特徴に

【日本の政府・民間別の負債残高対名目GDP比推移】



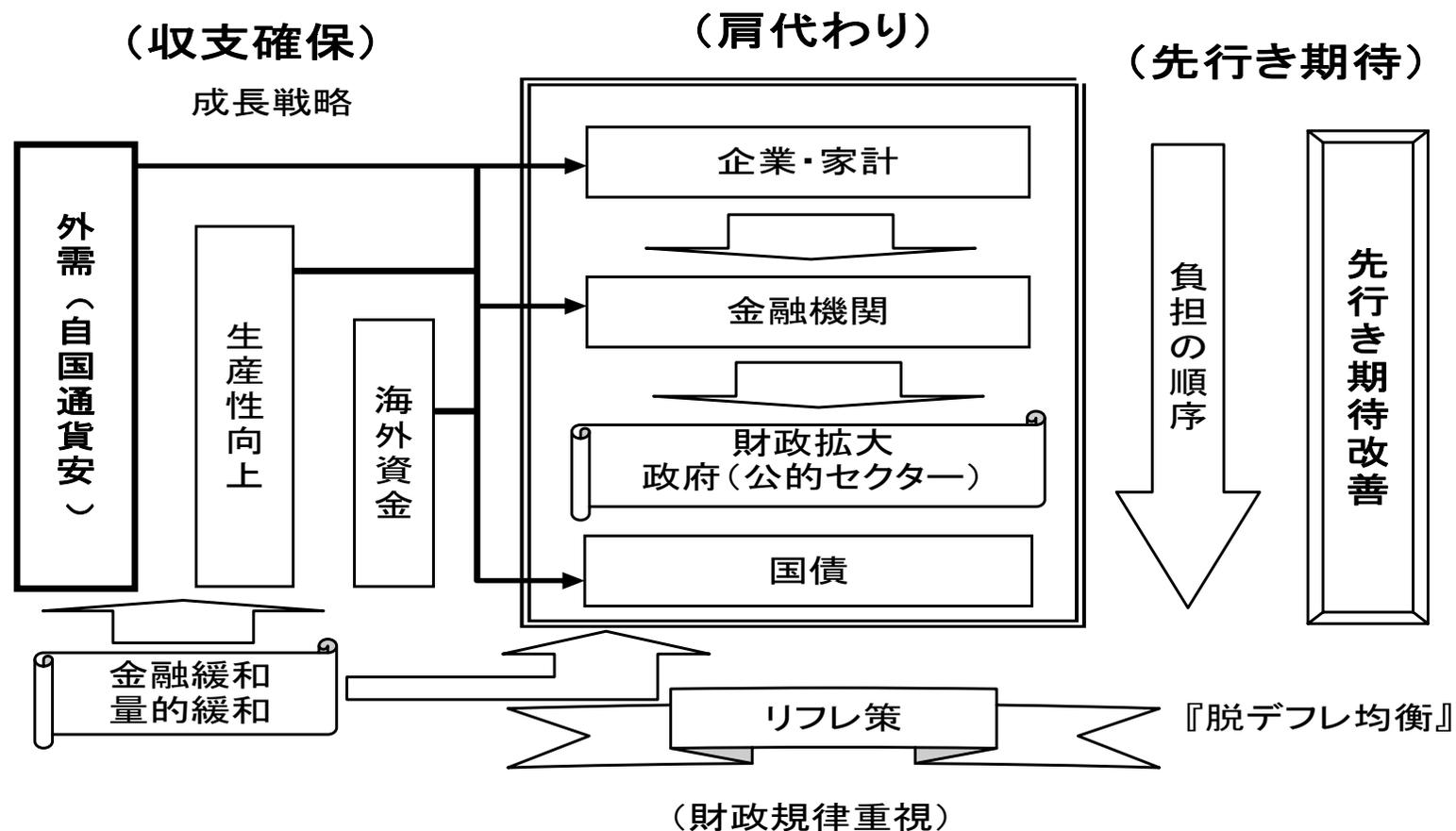
(資料)日本銀行よりみずほ総合研究所作成

# バランスシート調整の3原則(国債は身代わり地蔵)

○バランスシート調整の基本は、肩代わり、自国通貨安、先行き改善

- ・日本は国債市場の安定で肩代わり完了。残る課題は、成長戦略(円高回避)と期待の改善

【 債務処理過程における「負担」と「処理原資」の概念図 】

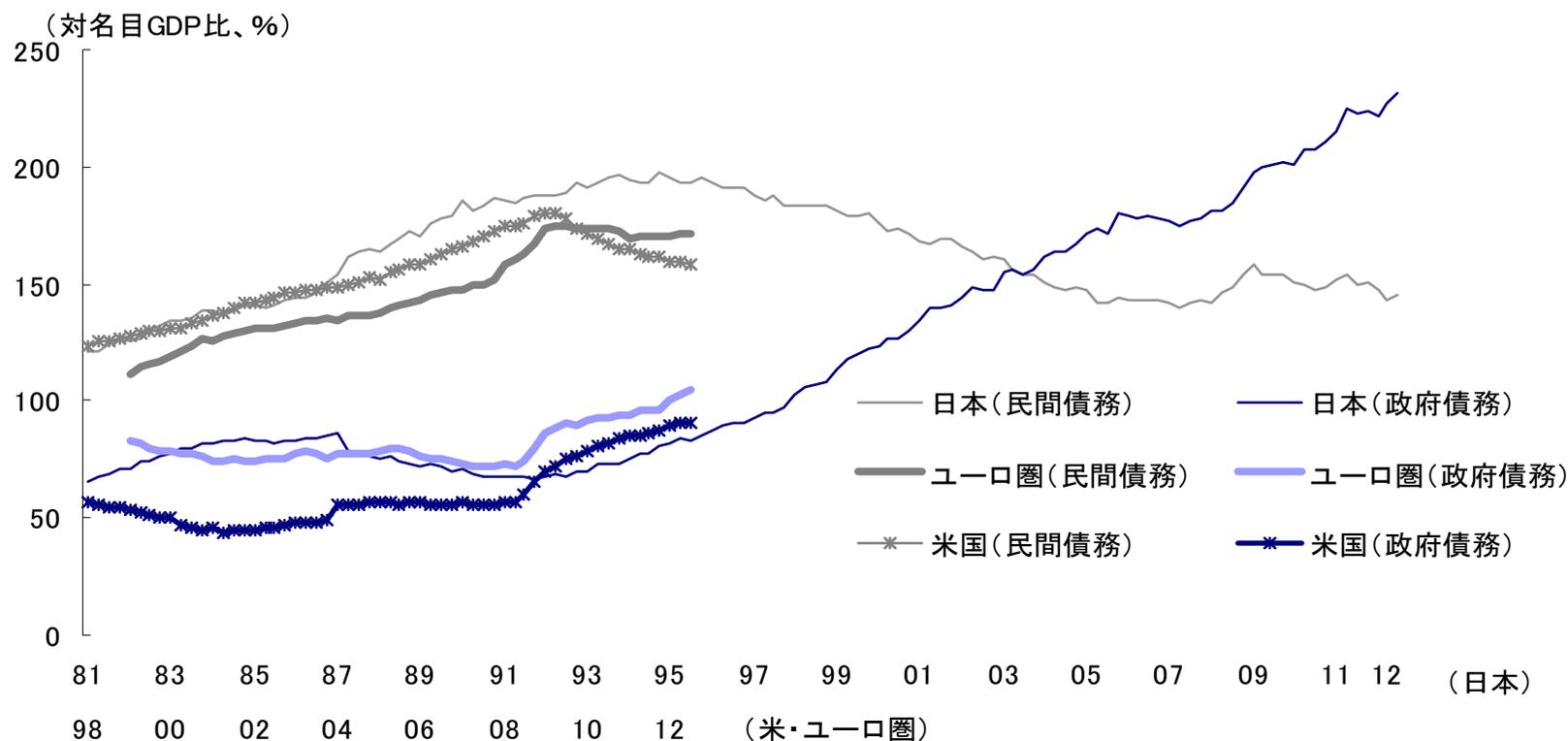


(資料) みずほ総合研究所

# 国債は「身代わり地蔵」だった

○バランスシート調整では民間債務を肩代わりして政府債務が拡大する動きは世界共通

【日米欧の政府・民間別の負債残高対名目GDP比推移】



(注)この図表において負債とは借入と株式を除く証券とする。

(資料)日本銀行、FRB、ECB

# 日本国債を支える上で必要な財政規律「市場への愛」

---

- 日本国債を支えてきたのは投資家による「暗黙の信認3条件」
  - ・ 税収43兆円に匹敵する国債の新規発行の存在
  - ・ 日本国債が暴落しなかったのは、残存する暗黙の信認
  - ・ 成長シナリオと国内での信認、「市場への愛」は不可欠
  - ・ 不可欠な成長シナリオと信認を支える財政規律の両立

## 【日本の投資家が日本国債に抱く暗黙の信認3条件】

- ① 日本はいずれ成長軌道に戻る
- ② 経済成長路線を展望し、政府はそこで増税の租税高権を行使する決断を行う  
⇒ 消費増税等
- ③ 政府には決断を実行できるガバナンスが存在する

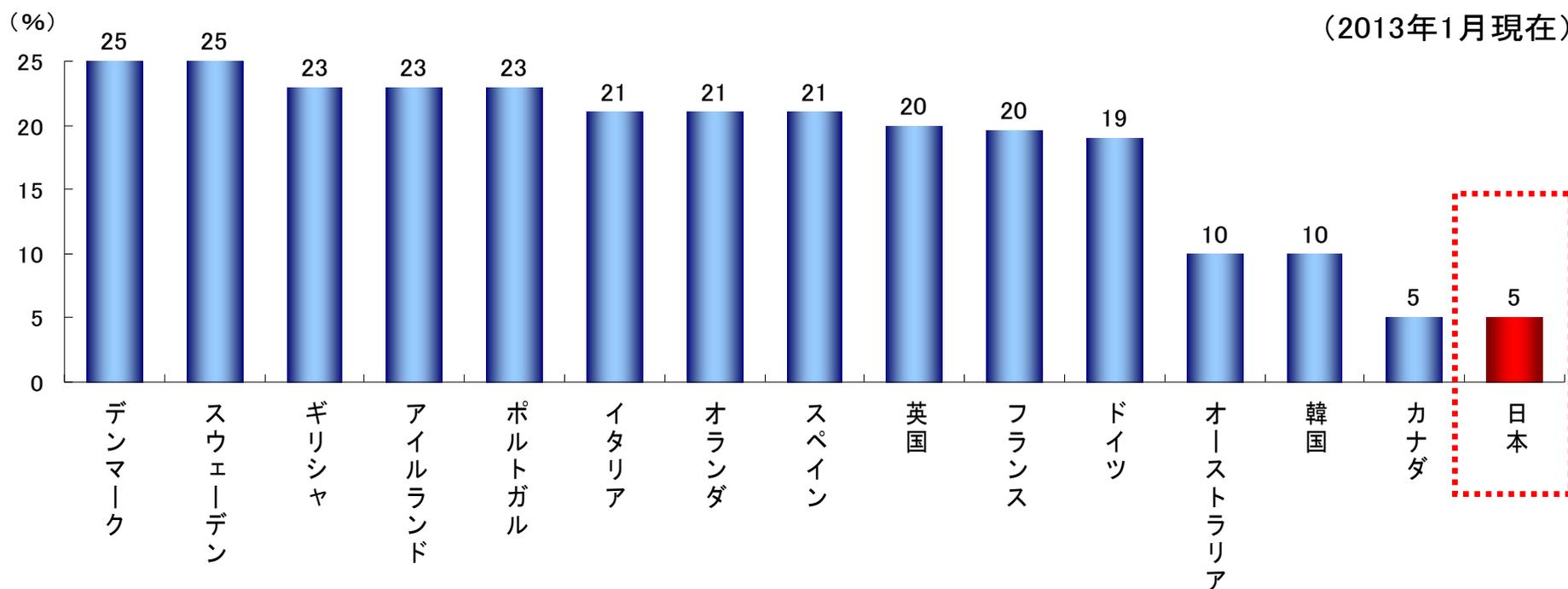
(資料) みずほ総合研究所

# 増税余力への信認が支えに

## ○ 消費税率を引き上げることで増収を図ることが可能

- ・ わが国は欧州諸国などと比べて消費税率が低く、まだ引き上げ余地が大きい
- ・ 消費税率を欧州諸国並みの20%まで引き上げれば、計算上は約40兆円の増収となり現状の国債発行規模をほぼ賄える(消費税率引き上げは信認の最低限の証)

【消費税率の国際比較】



(注) 1.日本の消費税率5%のうち1%相当は地方消費税(地方税)である。

2.カナダにおいては、連邦の財貨・サービス税(付加価値税)の他に、ほとんどの州で州の付加価値税等が課される(例:オンタリオ州8%)。

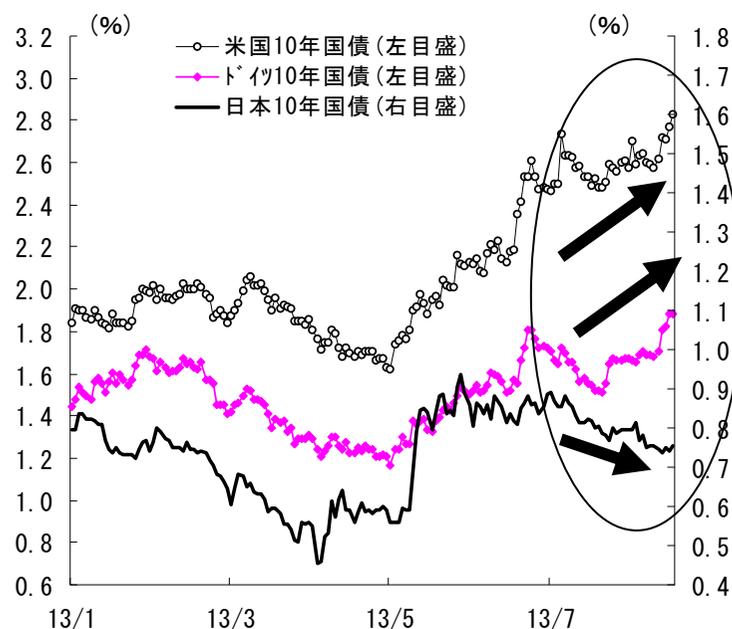
(資料)財務省よりみずほ総合研究所作成

# 日本政府の財政規律に対する暗黙の信認

## ○ 政府に対する信認も重要な要素

- ・ 国債に対する信用は、政府の財政規律に対する姿勢により大きく変化
- ・ 米国金融政策の転換への思惑から世界的に長期金利が上昇傾向にある中、日本の金利のみが安定。債券市場は当初予定通りの消費税増税を織込み済み
- ・ なお、税率引き上げの遅れは、格下げリスクを高めるものであり、市場の混乱を惹起（シングルAゾーンになれば投資の際のリスクウェイト上昇で売却を迫られる投資家も）

【日米独の国債利回り(10年)の推移】



(資料) Bloombergよりみずほ総合研究所作成

【主要国の国債格付け】

【Moody's】

格付	国名
Aaa	米国、カナダ、ドイツ、オランダ、オーストラリア、スウェーデン
Aa1	フランス、イギリス
Aa3	日本、中国、韓国、ベルギー
Baa1	ロシア、メキシコ、南アフリカ
Baa2	イタリア、ブラジル
Baa3	スペイン、インド、インドネシア、トルコ
Ba1	アイルランド
Ba3	ポルトガル
B3	アルゼンチン
Caa3	キプロス
C	ギリシャ

【S&P】

格付	国名
AAA	イギリス、カナダ、スウェーデン、ドイツ、オランダ、オーストラリア
AA+	米国、フランス
AA	ベルギー
AA-	日本、中国、韓国
A-	ブラジル、メキシコ、南アフリカ
BBB+	ロシア、アイルランド
BBB	イタリア、トルコ
BBB-	スペイン、インド
BB+	インドネシア
BB	ポルトガル
B-	ギリシャ、アルゼンチン
CCC+	キプロス

(注) 2013年8月27日時点の自国通貨建て長期債格付け

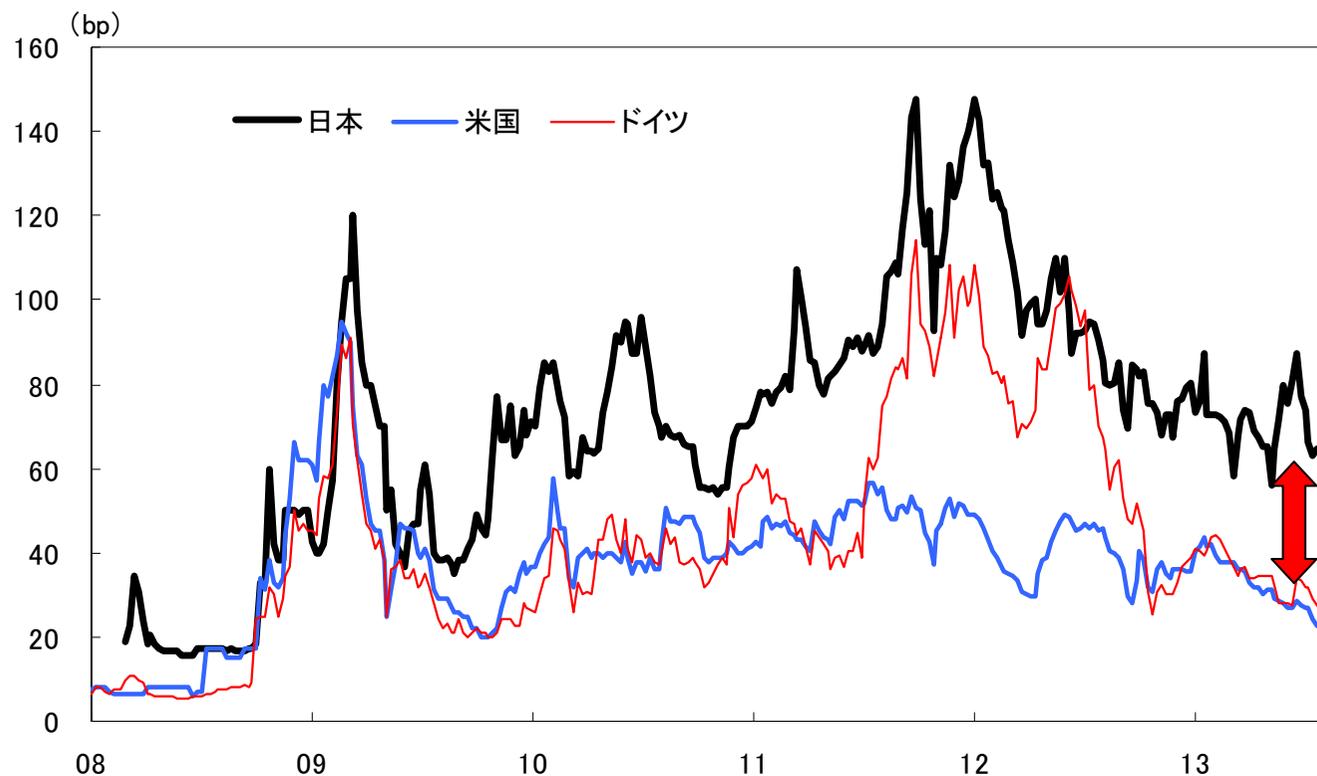
(資料) Bloombergよりみずほ総合研究所作成

# 日本国債への信認は？

## ○ 海外投資家は日本の潜在的な財政リスクを警戒

- ・ 日本国債への信認を示すCDSプレミアムは金融危機前は米独と遜色のない水準にあったものの、最近では米独に見劣り。CDS市場の主要プレーヤーである外国人投資家では日本の財政リスクが意識されている可能性

【 CDSプレミアムの推移 】



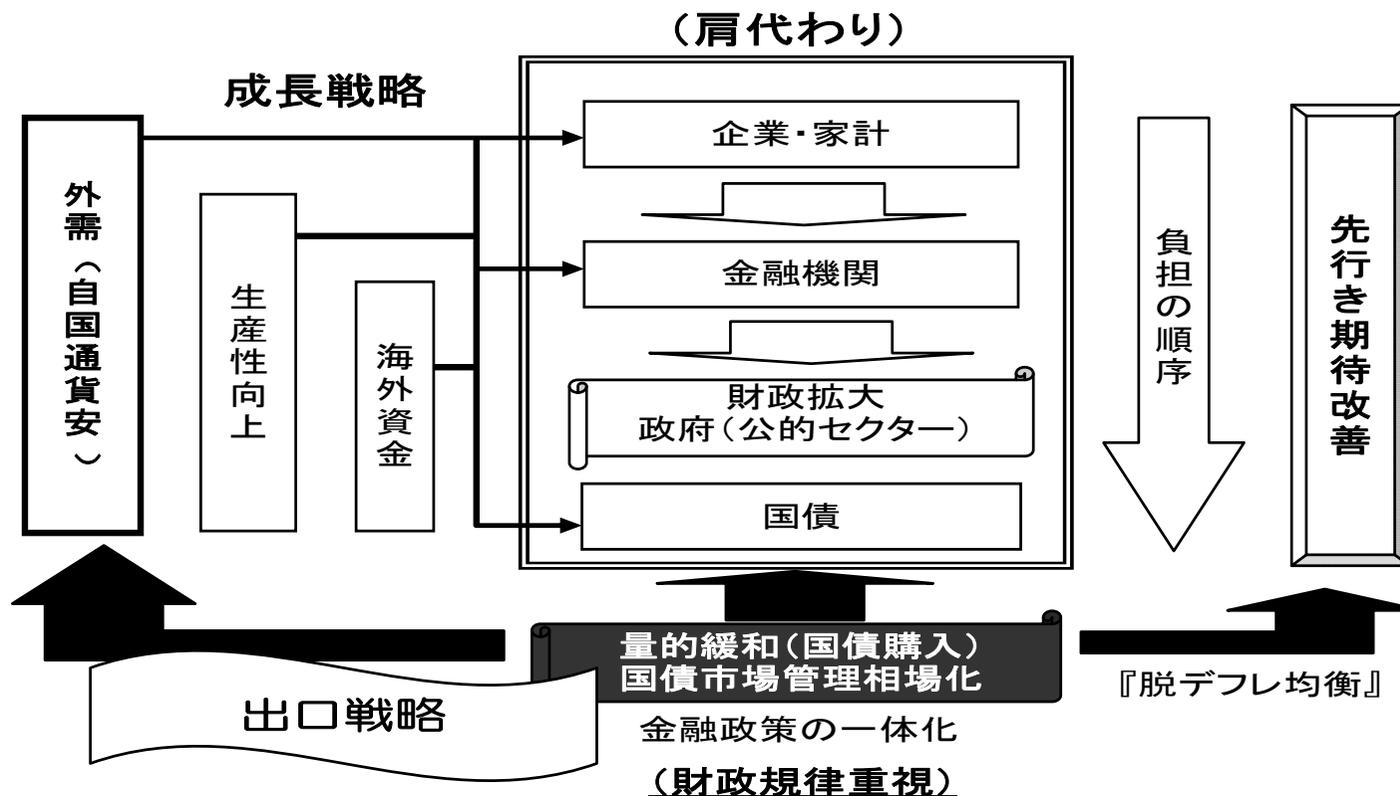
(資料) Datastreamよりみずほ総合研究所作成

# 必要な金融政策との連携と財政規律

## ○「異次元の金融緩和」を担保する財政規律の重要性

- ・ 金融政策の財政ファイナンスへの不安を除去する観点から、財政規律は不可欠。消費増税は最低限の姿勢
- ・ 日銀は毎月の発行量の7割の国債購入を実行。政府・日銀の「共同声明」は財政規律が大前提

【債務処理過程における「負担」と「処理原資」の概念図】



(資料) みずほ総合研究所

# 増税を先送りした場合の金利上昇リスクは無視できず

○ 現在の日本の長期金利は国際的にも極端に低く抑えられている

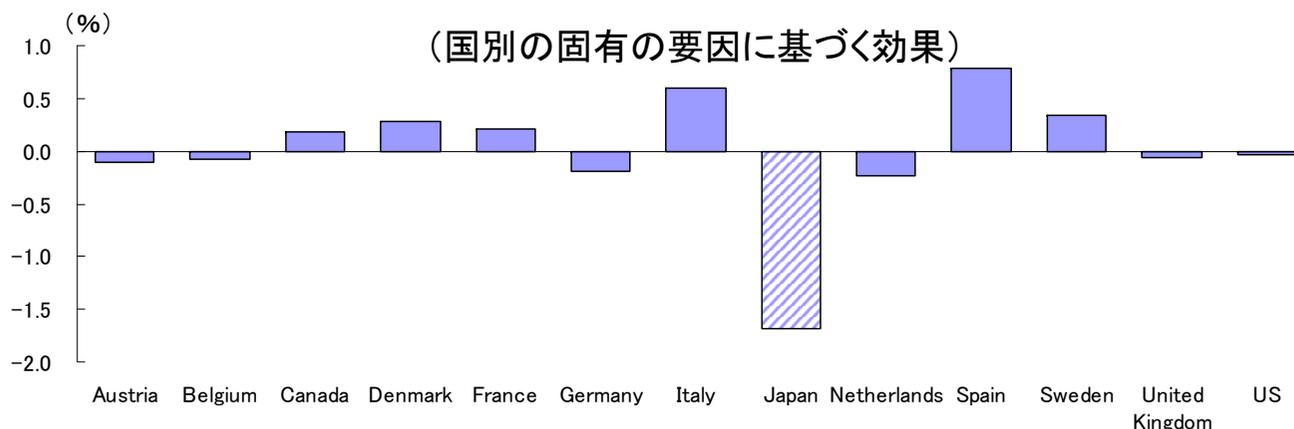
- ・ ホームバイアス(国内資産選好の高さ)の存在など、固有要因が金利水準を抑制している可能性
- ・ 財政リスクプレミアムが増大・顕在化すれば長期金利急騰のおそれも

## 【長期金利の推計式】

(長期金利のパネル分析の結果)

	定数項	短期金利 (%)	物価上昇率 (%)	プライマリーバランス (対GDP比)※1	公的債務残高 (対GDP比)
係数	3.01	0.43	0.20	0.00	0.50
P値	0.00	0.00	0.00	0.03	0.01
※2	***	***	***	**	***

※1 2乗したものを説明変数とした。 ※2 \*\*\*は有意水準1%で、\*\*は有意水準5%で有意。 Adjusted R-squared:0.97



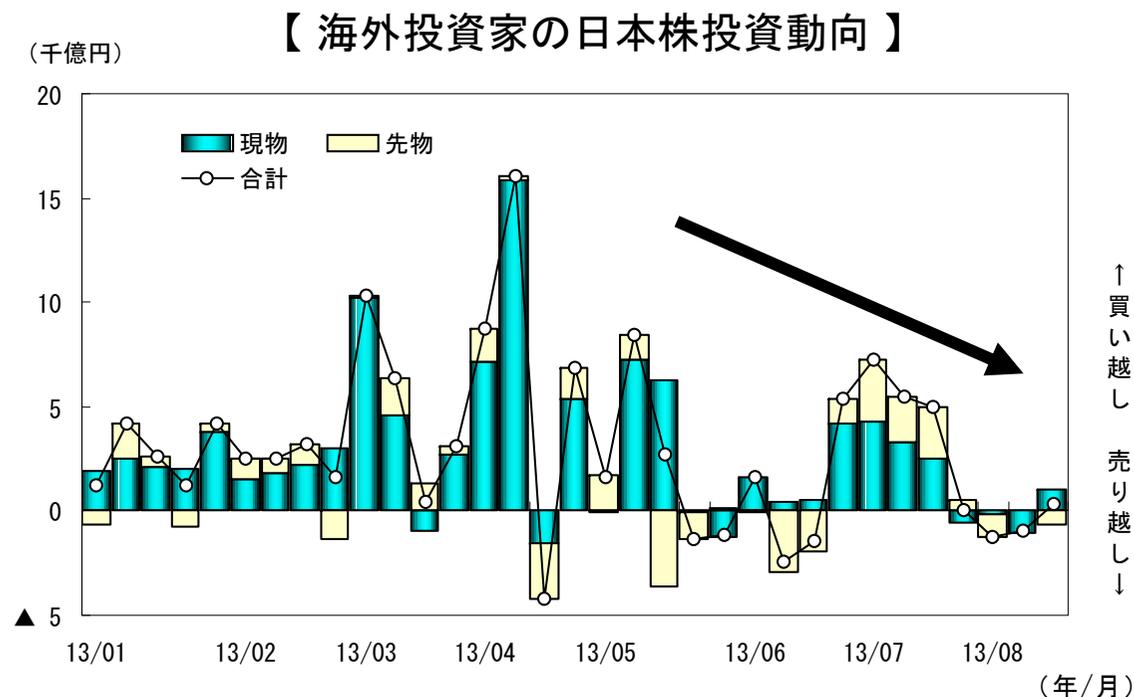
(注) 1. Ardagna(2004)の推計を参考に、10年物国債の金利を、基礎的財政収支(GDP比)、公的債務残高(GDP比)、短期金利、物価上昇率(OECD13カ国の1983年～2012年の年次データ、出典: OECD)でパネル分析。

2. 固定時点効果・固定個別効果モデルを採用した。OECD13カ国は、オーストリア、ベルギー、カナダ、デンマーク、フランス、ドイツ、イタリア、日本、オランダ、スペイン、スウェーデン、英国、米国。

(資料) OECD、Ardagna(2004) "Fiscal discipline and the cost of public debt service" よりみずほ総合研究所作成

# 海外投資家は消費税増税を日本の構造改革の試金石として評価

- 消費税増税は財政・社会保障改革の前提。その先送りは構造改革の遅れとの評価に
  - ・ 経済・金融情勢は昨年の消費増税法成立時と比べ想定以上の改善。景気弾力条項の発動は、アベノミクスの3本の矢への政権の自信欠如を示すものとの思惑を惹起
  - ・ 海外投資家の日本株買いの動きは年央以降ペースダウン。背景にはアベノミクスに対する一部での懐疑的な見方もある模様。「成長戦略実行国会」での日本再興戦略の進化を期待している投資家にとっては、「消費税先送り国会」となれば株売り材料



(注) 現物は三市場1・2部合計、先物は東証、大証の合計

(資料) 東京証券取引所、大阪証券取引所よりみずほ総合研究所作成

# 財政再建の視点から見た消費税率引き上げの変更

○消費税率の引き上げを見送ったり、引き上げのステップを変更した場合、今後の財政再建に大きな支障が生じる可能性がある

- ・ 政策割り当ての観点から、増税の景気への悪影響は他の政策で手当てすべき
- ・ デフレ脱却のために「大胆な金融政策」をフル稼働できる現在は、(緩和姿勢を転換することになる時期と比べて)消費増税にむしろ好タイミングとの見方も⇒見送りの方がリスク大

## 【消費税率の引き上げを見送った場合の問題点】

- ◇ 財政再建目標(2015年度と2020年度の基礎的財政収支の目標)の達成がむずかしくなる
- ◇ 事実上の国際公約となっているため、日本政府の財政規律に対する姿勢への信認が損なわれる
- ◇ 現在の経済状況で見送ったことが「履歴」となり、今後の消費増税のハードルが極めて高くなる(実質成長率3%以上、インフレ率2%以上が基準となってしまう)
- ◇ あらためて消費税率の引き上げを決定するには、政治的にも大変なエネルギーを要する(選挙のタイミングが近づくと一層困難に)

(資料) みずほ総合研究所作成

## 【消費税率の引き上げ幅をなだらかにする場合の問題点】

- ◇ 引き上げの回数が増えると、小売業者などの実務上の負担が大きくなり、転嫁もむずかしくなる
- ◇ 毎年のように経済状況を踏まえた税率引き上げ実施可否判断を繰り返し行うことになってしまう
- ◇ 過去の景気循環を踏まえると、5年間に1度程度は景気後退局面に陥り、連続しての引き上げは実質的にむずかしくなる
- ◇ 日本の財政再建において、消費税率10%は最終ゴールではない。次のステップに進むまで長い期間をかけている猶予はない

(資料) みずほ総合研究所作成

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。