

RIETI ハイライト・セミナー2014

消費税引き上げ後の物価・景気

2014年7月2日

経済産業研究所ファカルティ・フェロー

慶応義塾大学商学部教授

深尾光洋

1. 安倍政権の経済政策運営：展望の前提

○三本の矢、『大胆な金融政策』『機動的な財政政策』『成長戦略』

○巨額の財政赤字と政府債務の累増を考えると財政再建が早急に必要。

○そのためには消費税などの増税と歳出削減が必要だが、景気が悪化してしまうと財政はむしろ悪化してしまう可能性がある。

○財政再建の定石としては、金融緩和による景気刺激と財政の引き締めを組み合わせ。

⇒しかし名目金利の引き下げがゼロ金利制約で不可能に近い

⇒金融緩和による景気刺激には、インフレ率引き上げによる実質金利引き下げが必要

○日銀は2%のインフレ目標を設定し、それを強力な金融緩和で実現する。

○財政面では消費税の引き上げができる環境を整備するために、短期的には景気刺激的な予算を作成する。

○長期的な財政バランス改善のために、構造的な成長率引き上げを行う。

⇒これについては、過去の政権で何度も提案されては棚晒しになってきた経緯。

2. 景気の現状と見通し：4月以降は景気回復が2四半期程度停滞する可能性が高い

2012年度のGDP成長率実績：0.7%

欧州の景気悪化、中国の一時的な停滞、尖閣諸島を巡る日中関係の悪化
輸出の減少、原発停止による化石燃料の輸入拡大でGDP成長率が一時低下
復興需要などの公共投資も執行の遅れで伸び悩み

2013年度のGDP成長率：2.3%

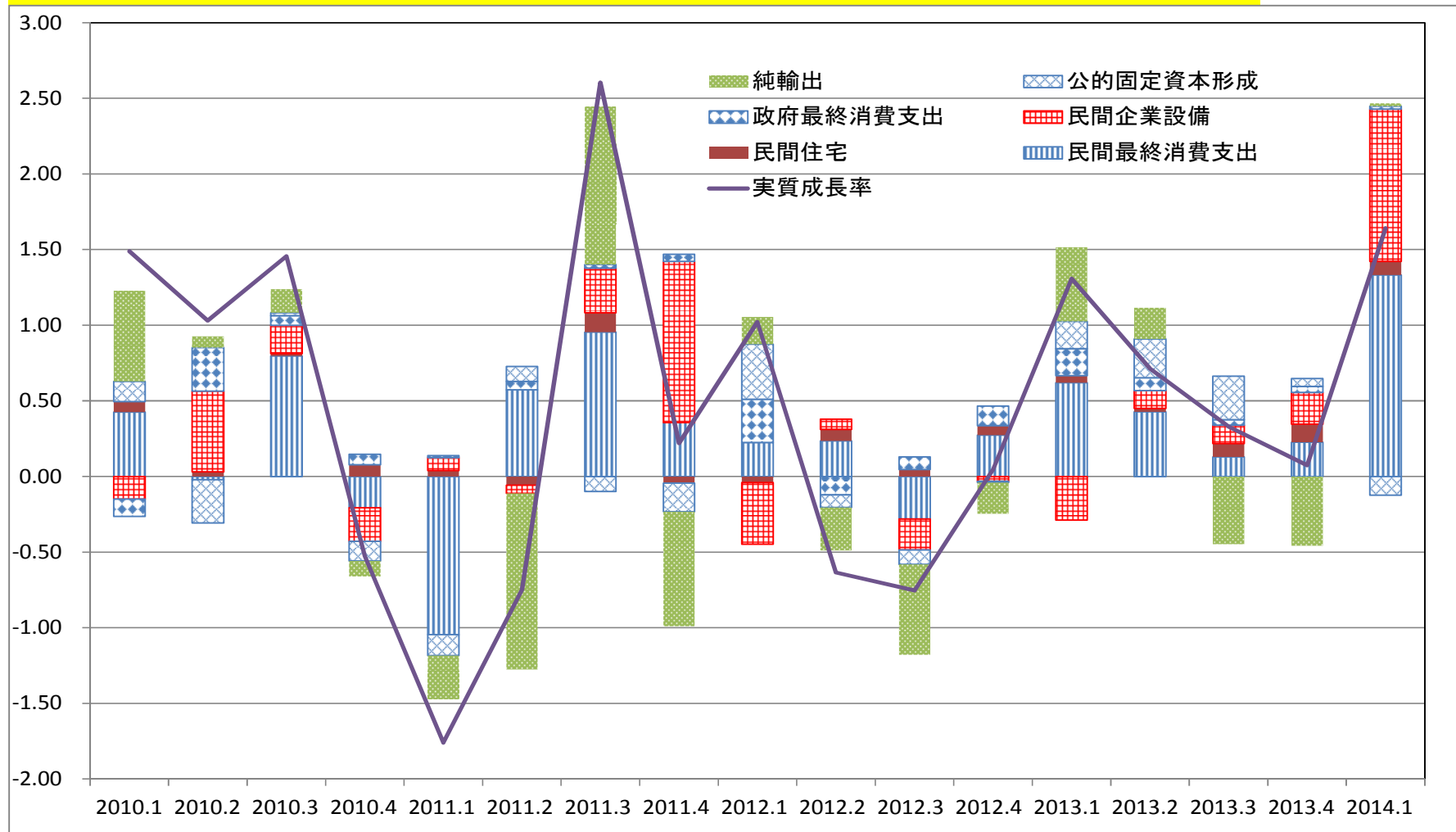
比較的高水準の公共投資の執行
消費税引き上げ前の住宅投資や消費の前倒し（GDPを年度で約1%押し上げる）
円安と海外景気の改善による輸出増加
まずまずの回復、雇用も徐々に改善

2014年度は0.7%程度

消費税増税による反動（GDPを年度で1%押し下げる）
景気回復によりある程度所得も増加し、底堅い動きが見込める
2015年10月の消費税引き上げも支出を多少前倒しにする

2014年1-3月までは潜在成長率を超える成長を達成し、雇用環境も徐々に改善してきたが、
今後は潜在成長率並の成長となり、改善が足踏みする可能性が高い。

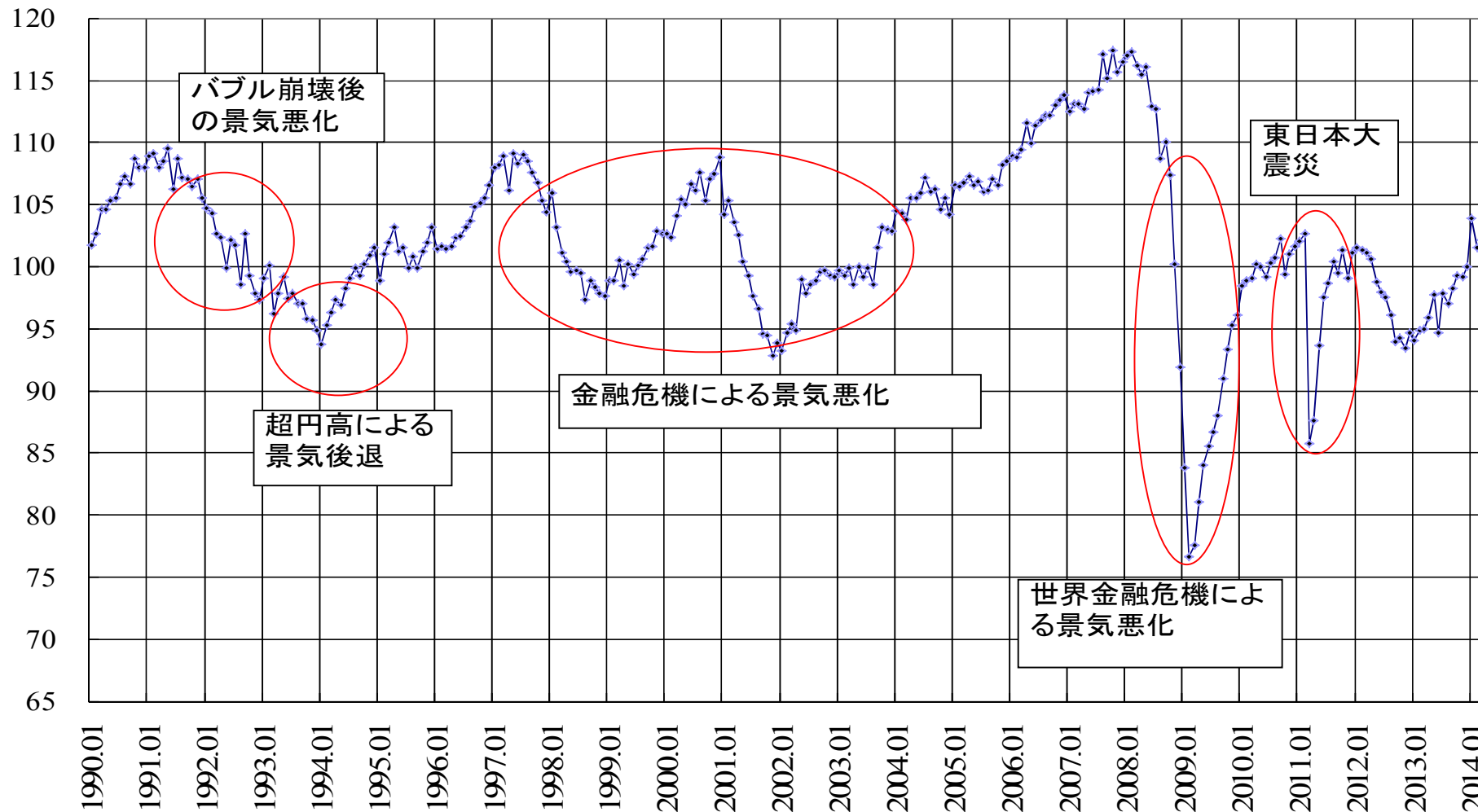
3. 実質 GDP 成長率の寄与度分解（前期比%、2014年6月9日2次QE）



2013年後半の外需のマイナス寄与は消費税の駆け込み効果のほかウインドウズXPのサポート終了によるソフトウェア輸入の増加の効果もある。

4. 生産指数で見た日本経済の長期動向

鉱工業生産指数(2010=100)



○鉱工業生産の水準はさほど高くない。利益の回復は円安効果が大きいと見られる。

5. 安倍政権の経済政策の評価（1）：金融政策

物価上昇率目標の採用

当初は「3%のインフレ目標を従来とは格段に違う金融緩和で実現する」と表明
アナウンスメント効果で株高と円安が実現⇒「結果オーライ」
その後目標値を2%に修正。

金融政策の手段

現在の日銀の「金融緩和政策」は「ヘリコプターマネー政策」ではない
金融政策は等価交換により実施される。日銀は銀行券（ないしはそれと等価の
日銀預金）と国債、REIT等を等価交換する
現在のような超低金利の下では、日銀が長期国債を買っても金利のさらなる
引き下げは困難
海外の抵抗が強い公的介入による円安誘導以外には、目標インフレ率を実現
するための強力な政策の手段が無い

結局採用されたのは、国債を中心とした大量の買いオペ

2年間で日銀の国債等の保有とマネタリーベース（銀行券と民間金融機関の
当座預金の合計額）を2倍に増加させ、平均満期も2倍に伸ばす

6. 安倍政権の経済政策の評価（2）：日銀の量的・質的緩和の効果

○2013年4月4日に発表された量的・質的緩和政策による長期国債の買い入れ額は、2012年末から2014年末までの2年間で、約100兆円（注：日本銀行、「量的・質的緩和の実施について」、2013年4月4日）。

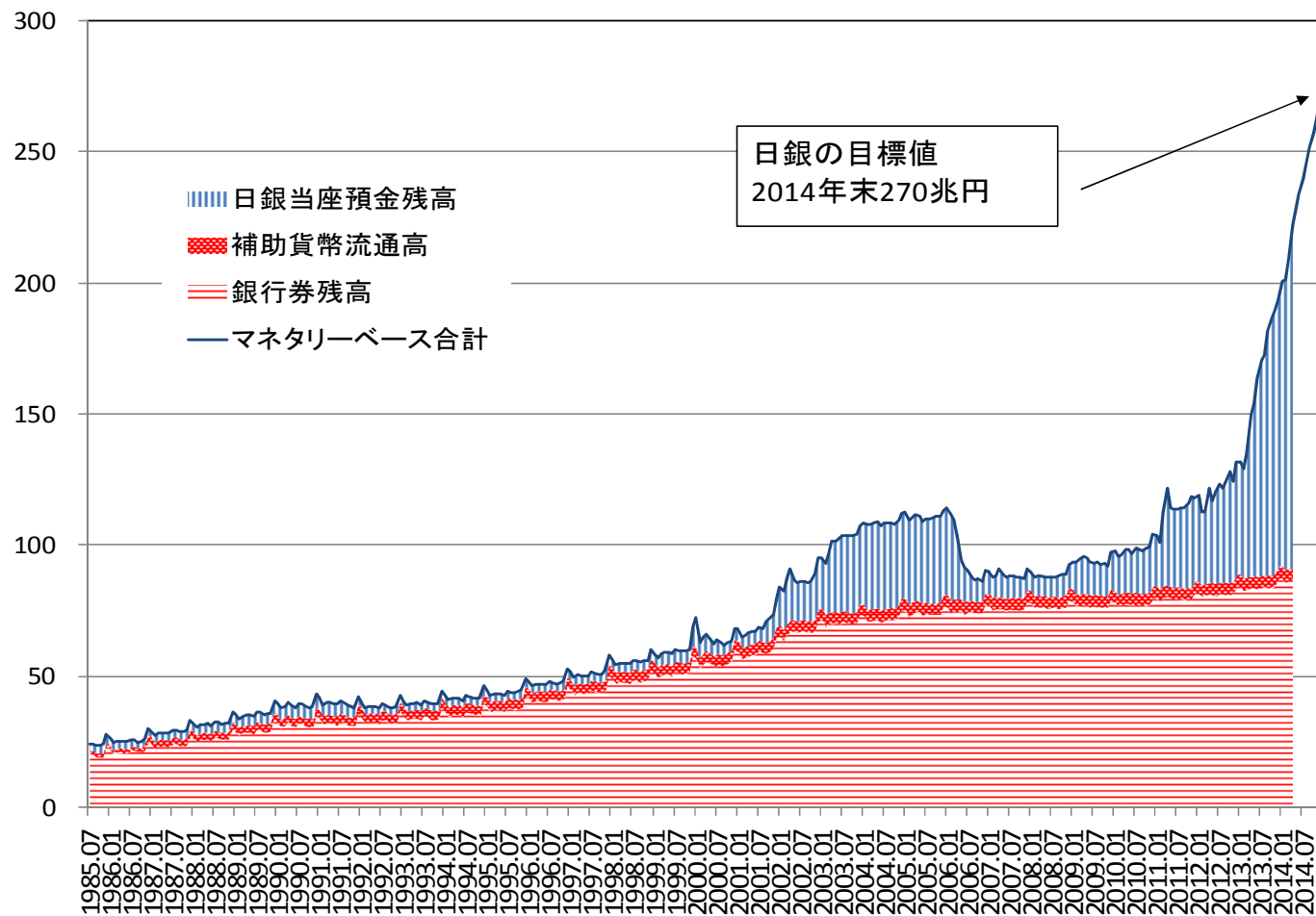
○この買い入れ額は、日本政府（中央政府、地方政府、社会補償基金の合計）が同じ2年間に発生させると予想される財政赤字を上回る金額であり、巨額の財政赤字が継続するにもかかわらず日銀以外が持つ国債を買い上げる形になる。また、買入対象となる国債も従来の満期3年以下から、満期40年ものまでの全てとなる。この買いオペは、長期金利をある程度低く維持する効果がある。

○相対的に高めの金利であった長期国債を日銀が買い入れ、その代わりに補完当座預金制度により金利0.1%が付されている日銀当座預金を同じ金額供給することにより、民間金融機関は平均運用利回りの低下に直面することになる。これは、民間金融機関に対して貸出を拡大するインセンティブになる。

○欧米の投資ファンドでは、中央銀行のバランスシートの拡大率（金融緩和姿勢の代理変数）を材料にして為替相場の動向を占うことが流行っていたので、今回の日銀の政策で日銀のバランスシートの拡大率が連銀やECBよりも高くなったことは円安に寄与している。

7. マネタリーベースの動向（兆円）

銀行券残高は簡単には増やせないで、金融機関保有の日銀当座預金が増加
マネタリーベース残高の推移（兆円）

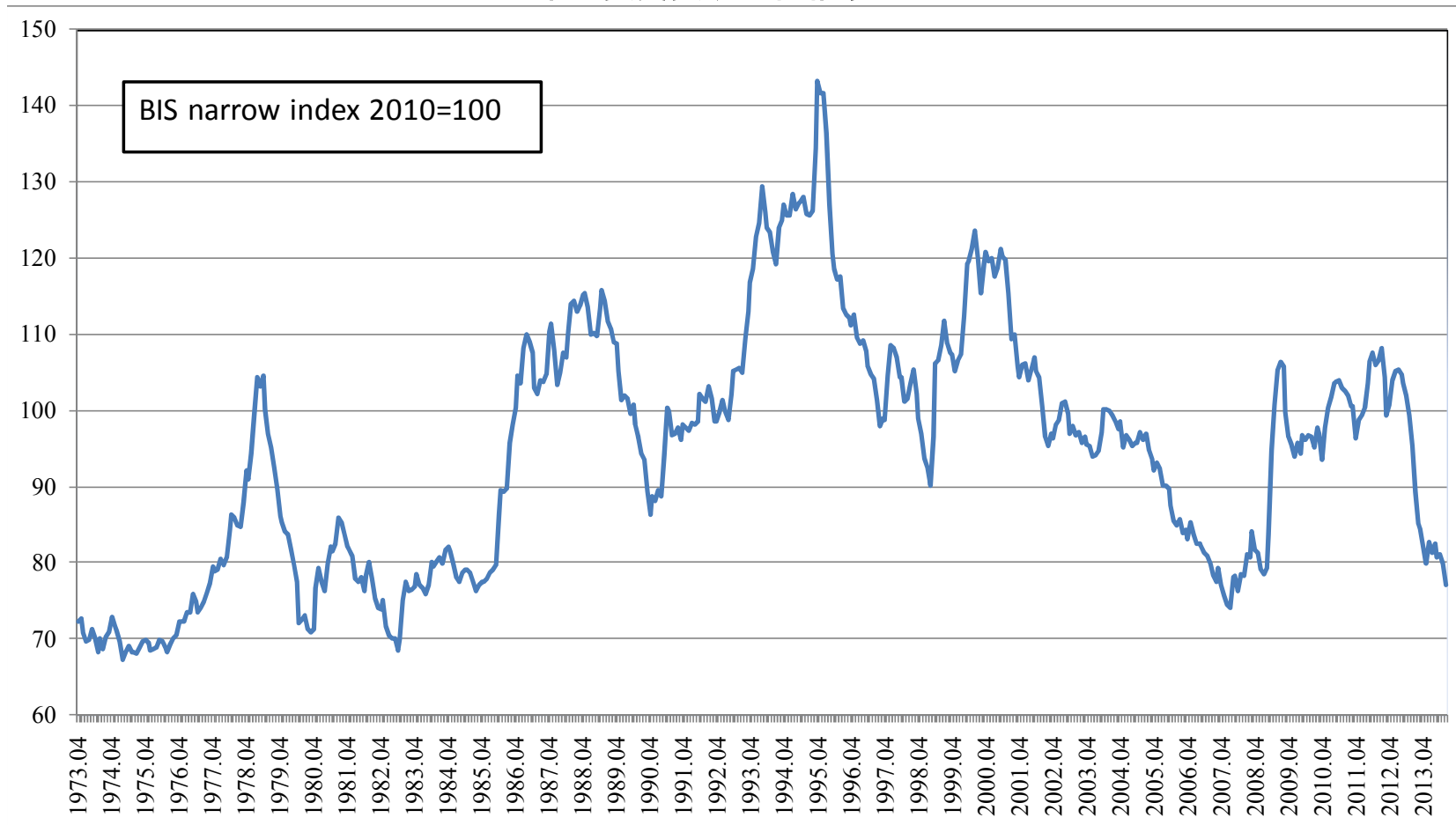


8. 安倍政権の経済政策の評価（3）：円安誘導は発表のタイミングも良く成功

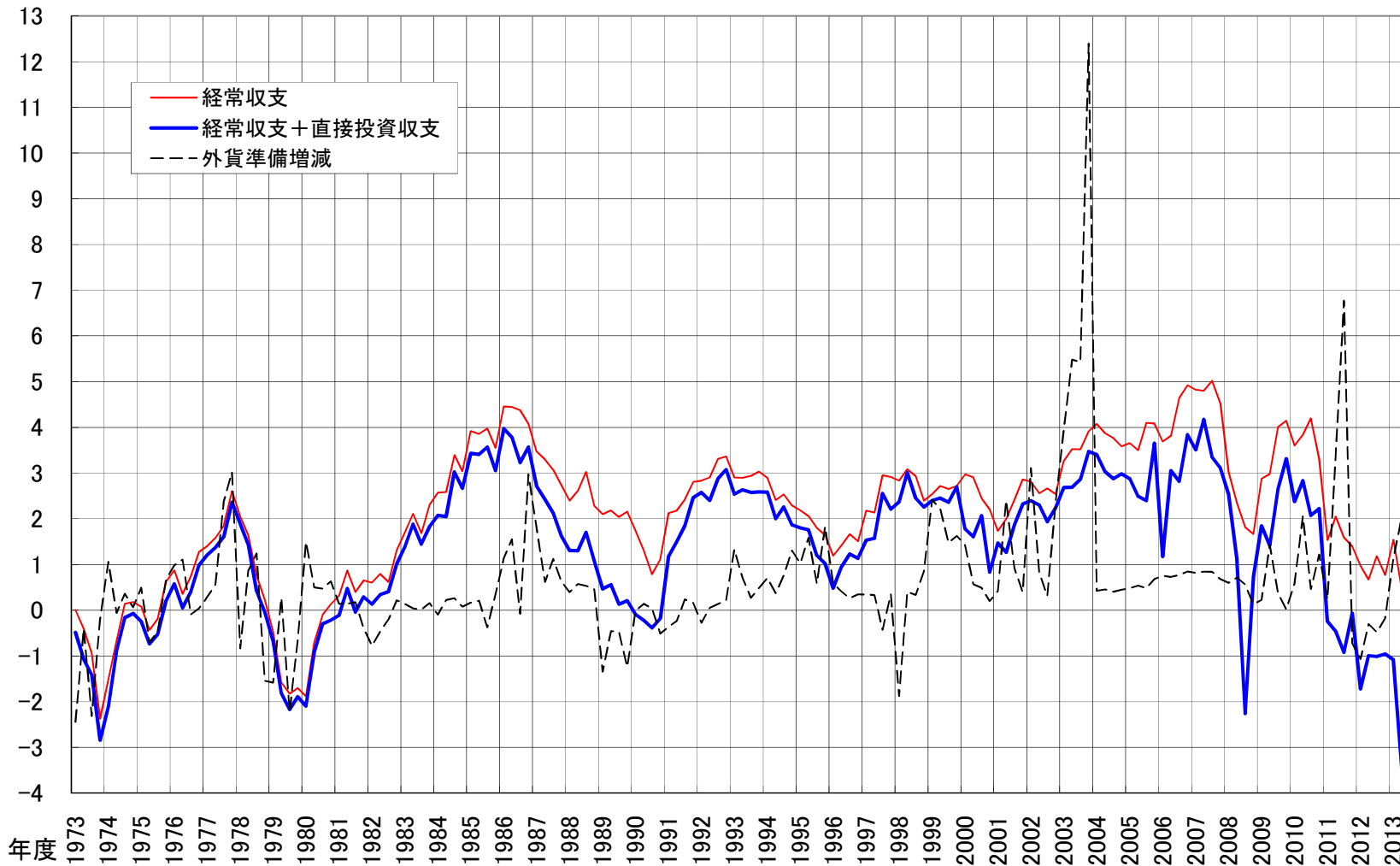
2008 年末からの円高は、金融危機による欧米諸国のゼロ金利・量的緩和導入が原因。

2012 年末からの円安は、安倍新政権によるアナウンスメント効果や経常収支悪化が重要

日本の実質実効為替相場

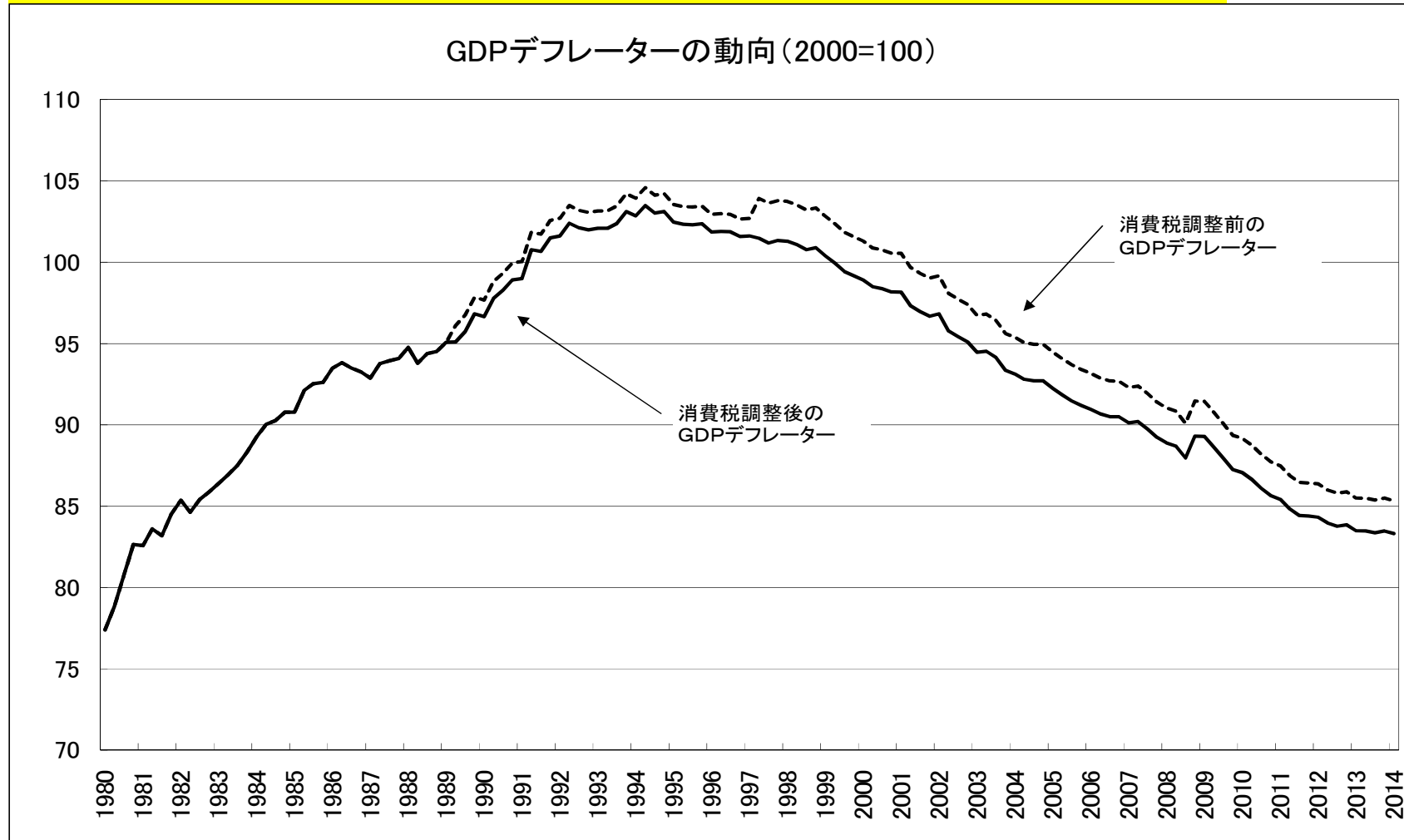


9. 円高是正の背景には、経常収支の赤字化や直接投資赤字拡大も重要



○電力会社による発電コスト高の負担も内需を刺激。対外直接投資の拡大も円安に寄与した。

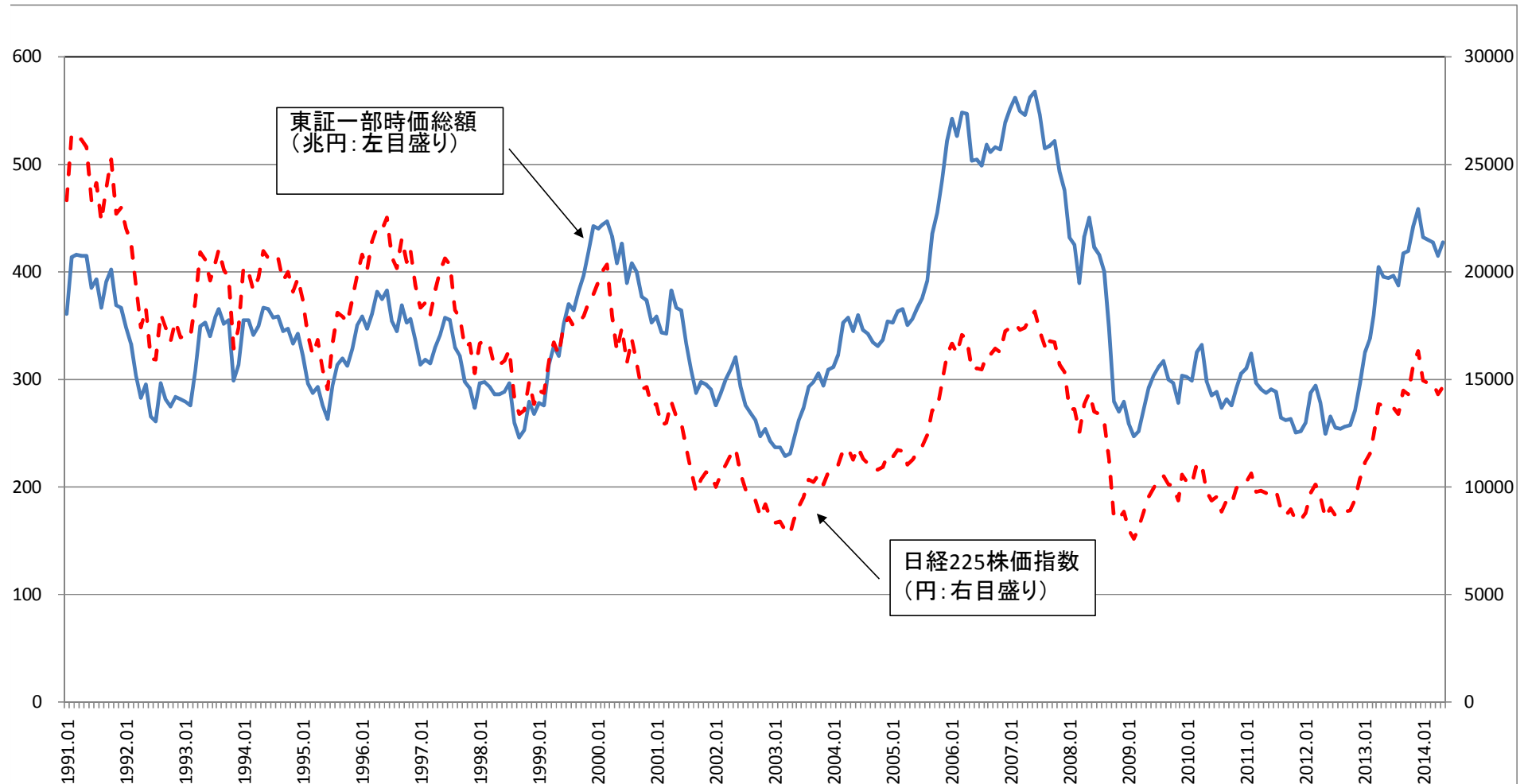
10. 円安による景気回復で GDP デフレーターも下げ止まりつつある



○物価が下げ止まりつつあるのは良い兆候。コア消費者物価上昇率はデフレーターを0.7%程度上回るため、消費者物価も1%程度の上昇率が維持できる可能性が高くなった。

1.1. 株価もかなり高い水準にまで回復

東証一部時価総額と日経225株価指数(1991年1月~2014年5月,月末値)



○日経平均にはやや下方トレンドがあるので長期比較には時価総額の方が無難。

12. 黒田日銀総裁の量的・質的緩和政策のリスク（1）

○従来とは段違いに巨額の買いオペを行うため、日銀が国債価格の下落や支払利息の増加で巨額の赤字を抱える可能性がある。赤字が日銀収益で償却できる規模であれば、日銀から政府への納付金をストップすれば対応が可能である。しかし、日銀収益でカバーできないほどの大規模な損失を被る可能性もあり、その場合には、日銀が政府からの補助金を受けたり、民間銀行に高い預金準備率を課して実質ゼロ金利の資金調達を大規模に行ったりしないと、金融政策の運営ができない状況に陥る可能性がある。

○2年間で物価目標が達成できた場合のリスク

2%のインフレの下で、ゼロ金利を維持すると、インフレ率が急激に加速する可能性が高い。
=>金利を引き上げるためには、買い取った国債を市場で売却したり、日銀が金利のついた売り出し手形を発行してマネタリーベースを吸収したり、日銀当座預金の付利を引き上げることで、金融市場金利を引き上げる必要がある。

○国債を売却する場合は、値下がりした国債を売ることで日銀が巨額の損失を被る。

=>日銀は今後買い入れる国債の平均残存期間を6-8年程度にすると発表しているため、2014年末における日銀が保有する国債の平均残存期間は7年弱。

=>インフレ目標が達成でき、消費税の効果を除いて2%の消費者物価インフレ率になった場合、国債金利の平均水準は少なくとも3%程度になると予想される。

1 3. 黒田日銀総裁の量的・質的緩和政策のリスク（2）

○インフレ目標が達成できた場合、政府の利払い負担が急増する可能性がある。

日本政府の純債務は、2014 年末には GDP 比 150%程度に達すると見込まれるため、政府債務の平均金利が 2%上昇すると、政府の利払い負担増加は GDP 比 3%にも達する。これは、消費税増税 5%による歳入増加の GDP 比 2.5%をも上回る。

利払い負担は国債が満期となり借り換えが行われるに従って徐々に増加するものではあるが、政府に対する信用を維持するためには、日本政府は財政再建を着実に実行する必要がある。

インフレ目標が達成できれば、日銀による金利政策は、その効果を回復する。政府が財政再建のために歳出削減や増税を行っても、日銀が金利を低めに維持することによって景気を刺激し続けることで、景気の大幅な後退を避けることができるようになる。また、これこそがインフレ目標を達成する最大の目標であると言える。

○国債価格の大幅な下落で、日銀だけでなく民間金融機関が巨額の損失を被る。

金利が 2%上昇すると、銀行部門全体でみて国債価格の下落により巨額の含み損失を抱えることになる。特に長期国債を多く持つ一部の地域金融機関に対しては、公的資本の注入が必要になる可能性もある。

1 4. 黒田日銀総裁の量的・質的緩和政策のリスク（3）

○目標が2年で達成できない場合のリスク

以上で、目標が達成できる場合のリスクを検討したが、日銀が来年初までにインフレ率を2%に引き上げることが出来る可能性は高くない。

仮にインフレ目標が達成できない場合には、日銀が極めて早いペースで、自らのバランスシートをさらに拡大していく可能性がある。仮に2016年まで同じペースで国債を買い進んだ場合に、日銀の長期国債保有額は、2012年末の89兆円から、2016年末には290兆円に達する。その段階で、仮にインフレターゲットが達成されるか、あるいは日本政府の信用が喪失して金利が3%上昇すると、日銀の損失は最大で60兆円（290兆円×7年×3%）にも達する。

○この規模の損失を被ると、日銀は持っている長期国債を全て売却しても、過剰なマネタリーベースを回収することができなくなる。その場合には、日銀は政府から国債の売却損失の補填を受けるか、あるいは預金準備率を大幅に引き上げて、銀行に強制的にマネタリーベースを持たせることで対応する必要が生ずるだろう。後者の場合には、民間銀行は強制的に超低金利の準備預金を保有させられることにより、実質的に課税される。金利上昇に伴う政府の利払い増加と、民間金融機関の国債価格下落損失も、重要な問題となる。

○結論

1%強のインフレ率を達成した段階で一度量的緩和を止めて、2%のインフレ目標の達成は数年の時間をかけて達成するのが、財政コストの上でも望ましい。

15. 日銀の損失負担能力

○現状の銀行券残高であれば、最高 80 兆円近いロス負担が可能
2014 年 4 月末時点で日銀の引当金、資本金、準備金勘定の合計は 6 兆円強。
またゼロ金利で資金調達できる銀行券の残高も 87 兆円。

銀行券残高も広義の資本に相当

日銀はお札の交換コストだけで、86 兆円の資金をゼロ金利で調達できる。
これに対して日銀の経費は年間 2000 億円程度。

10 兆円の資産があれば、2%で運用すれば 2000 億円の運用益が得られる。
ロス負担能力は $87 \text{ 兆円} + 6 \text{ 兆円} - 10 \text{ 兆円} = 83 \text{ 兆円}$

○金利上昇に伴い銀行券需要が減少する可能性が高い

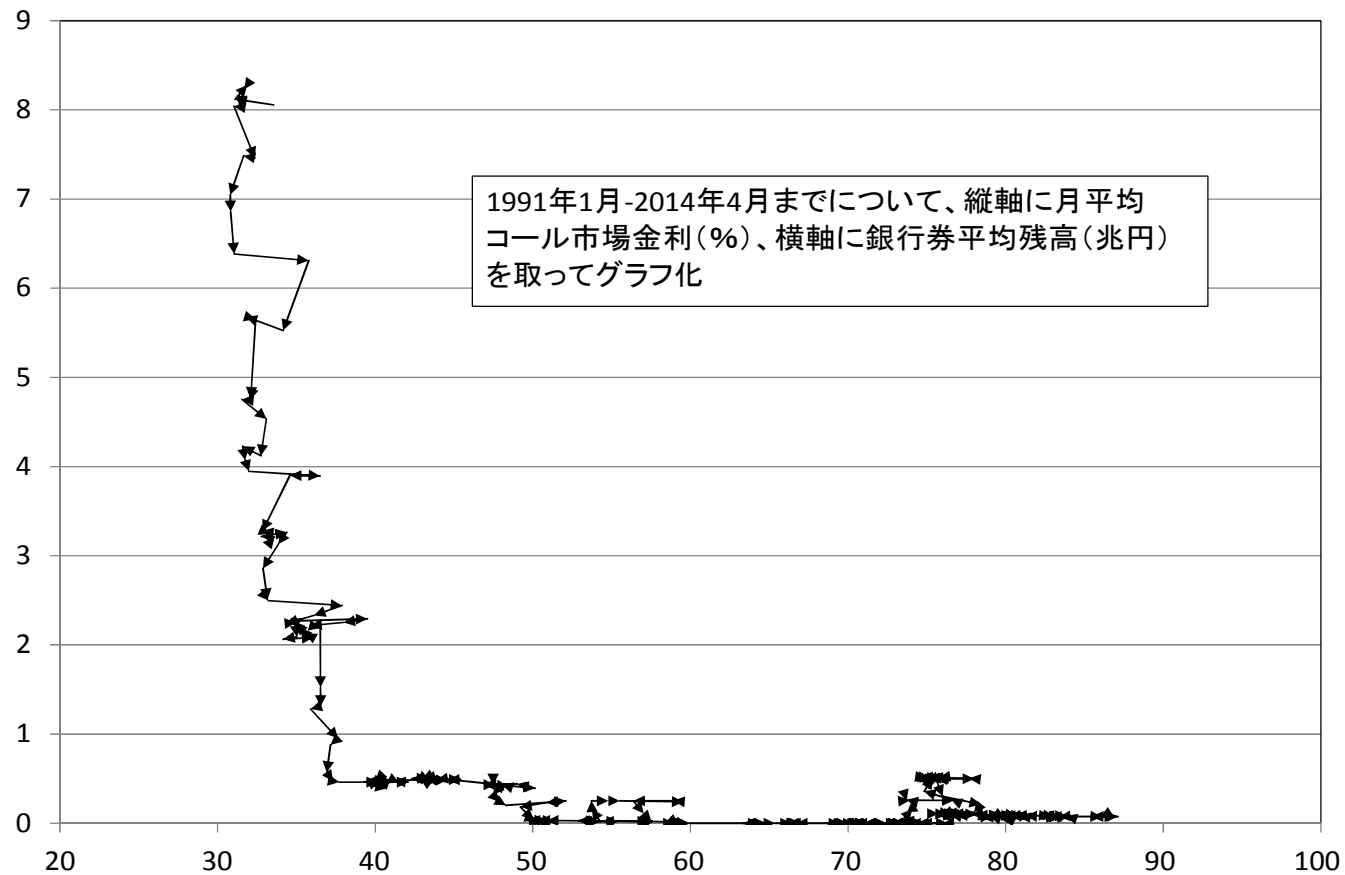
国債金利が 3%台になれば、銀行券需要は 50 兆円以下に減少する可能性
流通している銀行券が銀行に預金として持ち込まれ、銀行は受け入れた銀行券
をさらに日銀の当座預金に預け入れる \Rightarrow 銀行券発行高が減少する
これは、日銀がゼロ金利で調達できる金額を減少させる
 \Rightarrow 40 兆円程度まで減少する可能性がある

16. 銀行券需要関数

○日本の名目 GDP が-500 兆円弱で推移していた 1991 年から 2014 年 4 月までの期間について、縦軸に短期市場金利、横軸に日銀券残高を取ってグラフにした。

図表：日銀券残高と市場金利

銀行券需要関数



17. 日銀が巨額の赤字を負担した場合の処理方法（1）

（日銀納付金の削減）

日銀は資産の運用益から超過準備額に対する0.1%の利払いコストや年間約2000億円前後の経費を差し引いた金額の大半（2012年度決算で5472億円）を国庫に納付。

国債価格の下落に伴う損失が発生すると、この納付金を停止して赤字を処理する必要性が生ずる。これは、政府にとっては歳入の減少。しかし長期的には日銀のバランスシートは修復される。

（日銀の債務が際限なく増加するリスク）

○日銀が納付金の支払いを停止しても日銀が赤字を出し続ける可能性がある。これは、日銀の損失が銀行券需要額を上回る場合に発生しうる。

○保有国債を全て売ってもマネタリーベースの残高を十分削減できなくなった場合には、日銀は日銀売り出し手形（日銀の利付きの債務）を売り出して、マネタリーベースを回収する必要性が生ずる。日銀の資産が無くなった状態で日銀売り出し手形を発行すると、利払いのための金利収入が存在しないので、日銀は利払いのためにさらに売り出し手形を発行する必要性が生ずる。

18. 日銀が巨額の赤字を負担した場合の処理方法（2）

○日銀が国債を売却してマネタリーベースを回収せず、日銀当座預金に付ける金利を引き上げることで金融緩和をやめる場合。この場合には、保有国債からの利息収入は存在するが、利払い費の方が利息収入を上回るため赤字が続くことになる。この場合には、利払いによってマネタリーベースが増加を続け、その利払い額も増大を続ける。

（日銀赤字の処理方法には、奥の手としてインフレと準備預金引き上げがありうる）

○預金準備率の引き上げによる民間金融機関へのロスの転嫁（民間金融機関に低利での日銀預金義務づけることで、歩積み両建て預金の強制）や、インフレにより銀行券需要を増大させることが行われる可能性もある。

○日銀は預金準備率を引き上げることで、民間銀行に対してゼロ金利ないし低利の日銀当座預金の保有増大を強制することで、低利の資金を集め、それを国債などで運用することで黒字化を図ることが考えられる。この場合、民間銀行はゼロ金利ないし超低金利の日銀当座預金を持たされるため、日銀に利益を吸い取られることになる。

（インフレ政策）

日銀は物価安定のために利上げが必要になっても、低利を維持することで過度に景気刺激的な金融政策運営を行うことが可能である。これによってインフレを加速させ、物価を上昇させることが出来る。

19. 安倍政権の財政再建方針

○2013年8月の中期財政計画目標

2015年度までに2010年度に比べ国・地方合計の基礎的財政収支赤字のGDP比を6.6%から3.3%へと半減、さらに2020年度までに黒字化し、その後の債務残高・GDP比の安定的な引き下げを目指す。基礎的財政収支赤字の金額は2013年度の34.0兆円から2015年度には17.1兆円まで削減する。

○経済の前提

消費者物価（CPI）上昇率2%、実質GDP成長率2%強を達成し、一人あたり名目GNI（GNPと同じ概念）で4%弱の成長を見込む。なおGDPデフレーターインフレ率はCPIを0.5%程度下回る1.5%、名目GDP成長率は3.5%を見込む。経済の好転で名目長期金利も、2013年度の1.3%から2023年度には5%弱にまで上昇。

また潜在成長率は2013年度の0.7%から2022年度以降の2.5%まで高まると想定。
=>日本経済の潜在成長率を実証分析しているエコノミストにとっては驚くべき高さ。

○税社会保障改革

現在予定されている消費税の増税5ポイント引き上げと社会保障などの効率化を見込む。

20. 2014年1月20日の中長期の経済財政に関する試算（経済財政諮問会議参考資料）

経済再生ケースで実質2%以上の成長と消費者物価上昇率2%を見込んでもGDP比4%台の大幅な一般政府赤字が継続する見通し。また2020年の基礎的財政収支赤字もGDP比1.9%となり、黒字化目標は達成できない。=>政府債務は膨張を続ける。

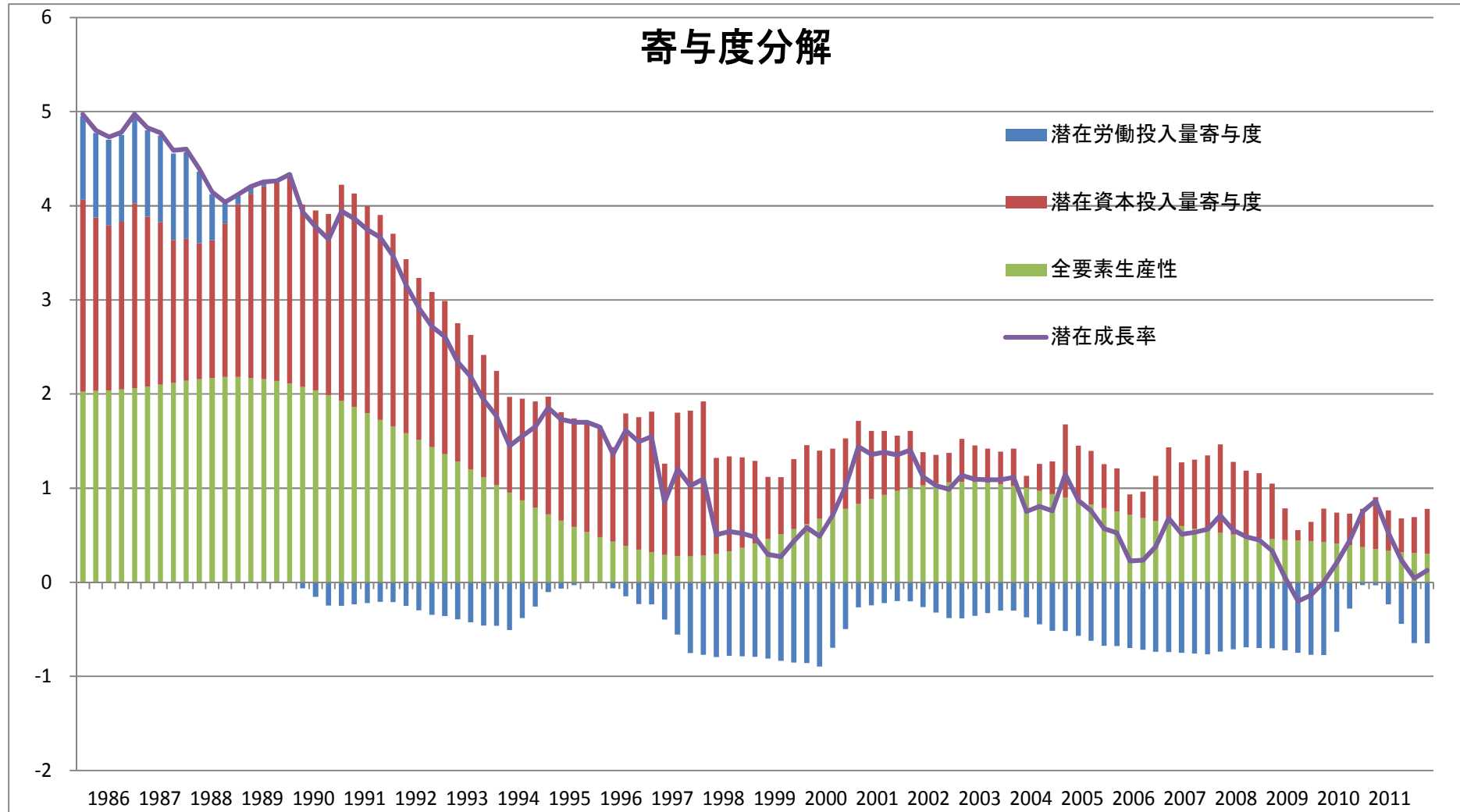
【マクロ経済の姿】

(%程度)、[対GDP比、%程度]、兆円程度

	2012年度 (平成24年度)	2013年度 (平成25年度)	2014年度 (平成26年度)	2015年度 (平成27年度)	2016年度 (平成28年度)	2017年度 (平成29年度)	2020年度 (平成32年度)	2022年度 (平成34年度)	2023年度 (平成35年度)
実質GDP成長率	(0.7)	(2.6)	(1.4)	(1.7)	(1.8)	(2.0)	(2.3)	(2.4)	(2.4)
実質GNI成長率	(0.8)	(2.8)	(1.1)	(1.7)	(1.9)	(2.0)	(2.3)	(2.4)	(2.4)
名目GDP成長率	(▲0.2)	(2.5)	(3.3)	(3.4)	(3.8)	(3.4)	(3.6)	(3.7)	(3.7)
名目GDP	472.6	484.2	500.4	517.5	537.0	555.2	616.8	663.0	687.8
1人当たり名目GNI成長率	(0.1)	(3.2)	(3.6)	(3.6)	(4.0)	(3.7)	(3.9)	(4.1)	(4.2)
1人当たり名目GNI (※万円)	383	395	409	424	441	457	512	554	577
潜在成長率	(0.9)	(0.7)	(0.9)	(1.2)	(1.4)	(1.7)	(2.5)	(2.5)	(2.5)
物価上昇率									
消費者物価	(▲0.3)	(0.7)	(3.2)	(2.6)	(2.8)	(2.0)	(2.0)	(2.0)	(2.0)
国内企業物価	(▲1.1)	(1.9)	(3.9)	(1.9)	(1.9)	(1.0)	(1.1)	(1.2)	(1.3)
GDPデフレーター	(▲0.9)	(▲0.1)	(1.9)	(1.7)	(1.9)	(1.4)	(1.3)	(1.3)	(1.3)
完全失業率	(4.3)	(3.9)	(3.7)	(3.6)	(3.5)	(3.4)	(3.2)	(3.3)	(3.3)
名目長期金利	(0.8)	(0.7)	(1.0)	(2.1)	(2.4)	(2.8)	(4.0)	(4.6)	(4.8)
部門別収支									
一般政府	[▲8.7]	[▲9.2]	[▲7.8]	[▲5.8]	[▲4.5]	[▲4.3]	[▲4.1]	[▲3.7]	[▲3.7]
民間	[9.6]	[9.9]	[8.7]	[6.9]	[6.0]	[6.0]	[6.2]	[6.0]	[6.0]
海外	[▲0.8]	[▲0.8]	[▲0.9]	[▲1.1]	[▲1.5]	[▲1.7]	[▲2.1]	[▲2.3]	[▲2.3]

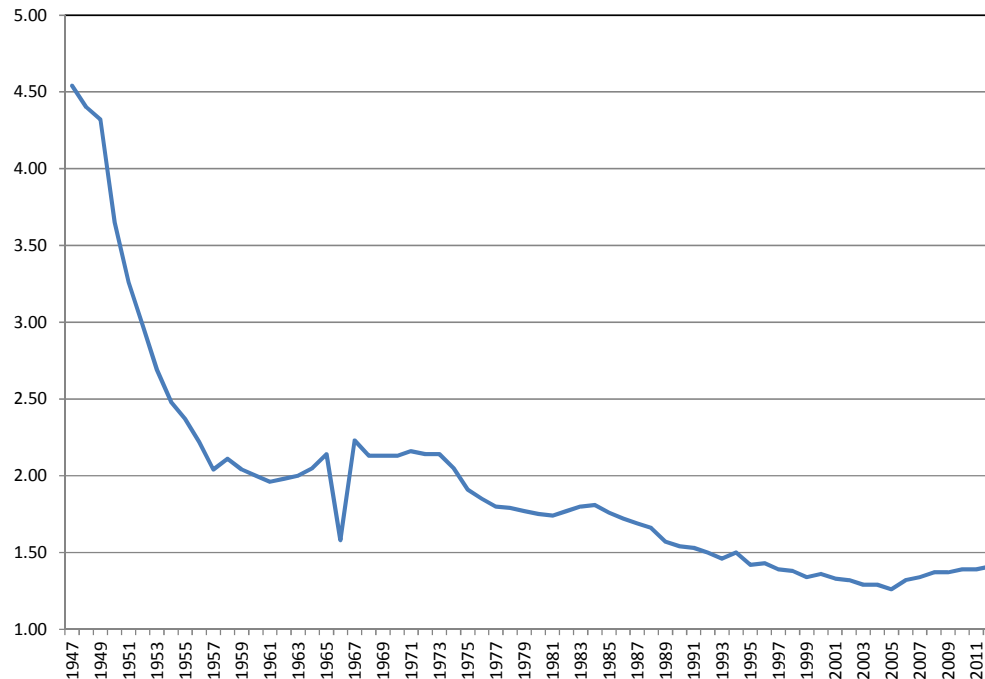
2 1. 中期的な潜在成長率は0.5~1%程度

日本の潜在成長率の推計値（図の実線）



2.2. 出生率の低下で日本の労働力人口は毎年1%前後減少 大量の移民なしでは潜在成長率は高くない

合計特殊出生率の推移



出生率は多少回復したが1.43 ⇒ 約70年(2世代)で人口は半減するペース
日本の労働力人口が年平均1%減少していく ⇔ 米国では年平均1%の増加
米国の潜在成長率は2.5%ないしそれを若干下回ると推定されている

日本の生産性の伸びが米国と同じでも日本の潜在成長率は0.5%

リーマンショック後の日本の平均成長率(2009Q1から2013Q1まで1.19%)は低い
失業率は低下し有効求人倍率も上昇: 1%成長でも雇用環境は回復してきた

2.3. 海外経済のリスク：中国

○中国の GDP 統計は底堅い動きだが、大きなリスク要因を抱えている。

(1) シャドーバンキング

債務負担が禁止されている地方政府が第三セクターのような仕組みを使って公共事業を実施している。このセクターにはノンバンクが資金提供しているが、採算の悪い事業について返済が困難化。=>ノンバンクの短期債務である「理財商品」が銀行窓口で一般投資家向けに販売された。昔日本であった抵当証券のような仕組みだが、法的には銀行保証はない。一つデフォルトが発生すると多数の理財商品がデフォルトに追い込まれる可能性。

根っこにある問題は非常に非効率な投資が巨額になっていること。

表面的な成長率を高めるため地方政府が公共投資を拡大

高速道路や不動産開発は長期的に赤字になっても短期的には雇用と GDP を拡大

これを短期満期の理財商品でファイナンス

(2) 政治的な不安定性

中国政府と国営企業の関係は、いわば「国家独占資本主義」になっている。企業は政治と結びつき、選挙によるチェックもないため腐敗も深刻化。貧富の差の拡大は、まさに昔マルクスが描いた共産主義革命前夜の状況になっている。

2.4. 海外経済のリスク：欧米主要国

○ユーロ圏の問題

ギリシャ政府債務の大半は他の欧州各国政府や国際機関が保有しているため、ギリシャの財政問題が金融市場に与える影響は小さくなっている。しかし、ギリシャ政府の財政状況は非常に悪いため、再びデフォルトする可能性が高い。ユーロ圏の債権国であるドイツ・オランダ政府には政治的に受け入れがたいデフォルトになるため、ユーロ圏を維持するための政治的サポートが脆弱になるリスクが高まるとみられる。

○米国経済

連銀による量的緩和のペースダウン（tapering）の発表は米国の長期金利を1%程度高めることでドル高要因となると同時に、途上国の資金調達コストを押し上げている。しかし量的緩和からのエグジットとしては、非常に緩やかな政策運営となっており、連銀から見ればインドなどの途上国からの批判は、「自らの政策運営の失敗を米国の政策のせいにするもの」に見えていると思われる。

⇒連銀は緩やかに tapering していく可能性が大きい

財政政策については、米国は共和党右派（いわゆる Tea Party）が世論の支持を失いつつあるため、経済に対する政治リスクは低下。

25. 日本経済の回復を持続するための政策手段

○黒田日銀総裁の金融緩和は一つの試み

これまでのところ、アナウンスメント効果は相当効いている
しかし消費者物価上昇率で2%の目標達成は困難。

○消費税の段階増税はある程度の景気刺激効果を持つ

現在予定されている消費税の10%（15年10月10%）への二段階目の引き上げは
正しい方向だが幅は大幅に不足で、増税が一段落すると消費の反動が発生する
消費税増税の継続と社会保険料カットによる雇用拡大効果が必要

○炭素税の段階導入と、その歳入の一部を使った法人税率引き下げや投資補助金も有効 歳入の一部を断熱工事の補助金、法人税減税の財源にして景気を刺激する

○移民政策の大幅な見直しが必要

日本語能力をもっと重視した移民の受け入れを行ってはどうか。

以上