

デフレ脱却と財政健全化 —消費増税をめぐる「総括的検証」—

中里 透 なかざと・とおる

上智大学経済学部准教授

Talking Points

1. 異次元緩和から5年、消費増税から4年が経過したが、デフレ脱却と財政健全化はまだ道半ばの状況にある。このような現況は、2014年4月に実施された消費増税が景気・物価に与えた影響と関連づけて理解するとわかりやすい。
2. 2014年春以降の消費の停滞は、消費税率の引き上げと円安による輸入物価の上昇などの影響で実質所得が低下したことによるところが大きい。消費の停滞を社会保障に関する将来不安や潜在成長率の低下などの構造的要因に求める見方は、実際のデータとの整合性が確保されない。
3. 財政収支は改善し、債務残高も安定化の方向に向かっている。債券市場も落ち着いた動きを示しており、一部で喧伝されているような財政破綻のおそれはない。
4. 財政収支の均衡化に向けたコミットメント（約束）の明確化を図ることにより、デフレ脱却との兼ね合いに留意しつつ、財政健全化に向けた取り組みを引き続き着実に進めていくことが必要である。
5. 消費増税によるマイナスの影響を減殺するために大型の経済対策が実施された場合には、「財政再建なき増税」が実現してしまう可能性がある。「消費税還元セール」などの反動減対策の効果は限定的なものにとどまるものと見込まれる。
6. デフレへの逆戻りは財政健全化に大きな足かせとなることから、2019年10月の再増税（消費税率の10%への引き上げ）をめぐる今秋にも予定されている実施・延期の判断に当たっては、この点にも留意して増税の可否につき慎重な見極めが必要となる。

量的・質的金融緩和の導入から5年、消費税率の引き上げから4年が経過した。この間に物価上昇率はプラスに転じ、財政収支も改善をみたが、2%の物価安定目標は未達のみであり、基礎的財政収支（プライマリーバランス）の黒字化も達成時期の大幅な後ずれが生じている。こうした中、2019年10月には増税（消費税率の10%への引き上げ）の実施が予定されており、その実施・延期の判断が今秋にもなされる見通しとなっている¹。この判断に当たって大きな論点となるのはデフレ脱却と財政健全化の兼ね合いであろう。

そこで、本稿ではこの5年間の経過を振り返りつつ、デフレ脱却と財政健全化の道行きについて具体的なデータをもとに検討することとしたい。以下ではまず検討に当たっての基本的な視点を提示し（第1節）、そのもとでデフレ脱却と財政健全化の現状について確認する（第2節）。続いて日本の財政状況をめぐってこれまで示されてきた見解の妥当性について検討するとともに（第3節）、14年4月の消費税率引き上げがその後の景気・物価動向と経済財政運営に与えた影響について検証する（第4節）。最後にこれらの点を踏まえてデフレ脱却と財政健全化の今後の道行きについて展望する（第5節）。

1. 2つの「2%」をめぐるせめぎあい

予定通りに推移すれば、消費税率（国・地方）は2019年10月に2%引き上げられて10%となるが、この時期は消費者物価指数の上昇率が日本銀行の目標である2%に近づいていく時期と重なる。民間の予測によれば19

年度の消費者物価指数の上昇率は1%にも届かないとの見方が大勢であり、これにしたがえば物価上昇率が2%に到達するはるか手前の時点で消費税率の引き上げが実施され、物価を下押しする圧力が生じてしまうことになる。このため、消費税率の引き上げと物価安定目標の達成のいずれを重視し、どのような手順で進めていくかが今後の大きな焦点となる²。

消費税率の引き上げと物価安定目標の達成をめぐる2つの「2%」のせめぎあいは、この5年ほどの経済政策の枠組みの特徴をよく物語っている。この5年間の経済政策はアベノミクスと一括りにされることが多いが、見過ごしてはならないのは、安倍内閣の経済政策に「社会保障・税一体改革」というもうひとつの枠組みがあるということだ。これは安倍内閣が野田内閣から引き継いだものであり、その中心をなすのが消費税率の10%への引き上げということになる。

容易に理解されるように、デフレ脱却のための政策スキームであるアベノミクスと、財政健全化のための枠組みである社会保障・税一体改革の間にはトレードオフの関係がある。この点に関するこれまでの経過を振り返ってみると、13年4月に導入された量的・質的金融緩和は、2度の消費増税を織り込んでも2年程度で2%の物価安定目標を達成するのに十分な規模の緩和を行ったものと説明されていた³。13年中は株価が上昇し、経済状況も大きく好転したことから、14年4月の消費税率引き上げ（5%から8%へ）はこの点を踏まえて予定通り実施されたが、増税をきっかけに消費が大きく落ち込んで景気の停滞感が強まり、原油価格の低下とあいまって物価も弱含みとなった⁴。このため、14年10月に追加緩和（量

1 財務省などをめぐる一連の事案の今後の展開と内閣支持率の推移によっては、今国会（第196回通常国会）の会期末（2018年6月20日）にかけて、増税延期の表明とセットで衆議院の解散が行われる可能性があるが、ここでは15年10月に実施が予定されていた増税の延期の判断が14年秋になされたという例に倣って、19年10月に予定されている増税についても増税実施・延期の判断が今秋に行われることを基本線に話を進めていくこととする。なお、消費税率の10%への段階的な引き上げを規定した税制抜本改革法に置かれていた「景気判断条項」（同法附則第18条第3項）は、法改正によりすでに削除されていることから、法制上は実施・延期の判断を経ずに19年10月に税率を10%に引き上げることも可能である（延期の場合は施行期日を変更するための法改正が必要となる）。

2 消費者物価指数の構成品目の2割弱（1万分の1782）のウェイトを占める家賃（持家の帰属家賃を含む）が2008年10月以降継続的に下落していることを踏まえると、2%の物価安定目標の達成にはかなりの困難が伴う。この点を踏まえて物価安定目標の設定自体を柔軟に見直すべきとの意見はもちろんあり得るが、このような意見に対しては、デフレ脱却を確実にするという観点から消費税率の引き上げについても19年10月の実施を柔軟に見直すべきとの反論がなされる可能性がある。そこで、ここでは2%の物価安定目標をひとまず所与として議論を進めていくこととする。

3 2013年4月4日の黒田総裁の記者会見では「以上の施策は、これまでとは次元の違う金融緩和です。まず、第1に、戦力の逐次投入をせずに、現時点で必要な政策を全て講じたということです。（中略）今回、必要な措置は全て採ったと言ってよいと思います。もちろん、経済も金融も生き物ですので、その時々状況を見て、必要があれば躊躇なく調整していきますが、2年で2%の物価安定目標を達成するために、現時点で必要な措置は全て決定したと考えています」との説明がなされている。

4 14年春以降の状況を景気動向指数（CI一致指数）の基調判断で見ると、14年4月に基調判断が引き下げられて「足踏みを示している」となった後、8月にさらに引き下げが行われ、「下方への局面変化を示している」との判断が同年11月まで継続した。また、GDPの推移についても14年4-6月期と7-9月期の実質成長率が2期連続で対前期比マイナスとなり、14年度は年間を通して実質成長率がマイナスとなった。

的・質的金融緩和の拡大)が実施され、同年11月には安倍総理から増税の延期(15年10月から17年4月に実施時期を繰り延べ)が表明された。

だが、このような措置にもかかわらず景気回復のペースは極めて緩慢なものであり、消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)の上昇率(対前年同月比)が15年8月にマイナスに転じるなど物価も弱含みで推移したことから、16年2月にマイナス金利政策が導入され、デフレ脱却に向けた取り組みが強化された⁵。これに引き続いて同年6月には、内需の停滞によるデフレへの逆戻りを回避するために増税の再延期(17年4月から19年10月に実施時期を繰り延べ)が表明された。

この経過から確認できるのは、14年4月の消費税率引き上げが景気と物価の下押しを通じてデフレへの逆戻りのリスクを高め、増税の延期・再延期と金融緩和の拡大をもたらす大きなきっかけになったということである。この5年間の政策運営がたどった軌跡は、デフレ脱却と財政健全化が両立できるという当初の期待(予想)が修正されていく過程であり、このような期待の修正については「大胆な金融緩和」(異次元緩和)の効果が当初の期待ほど大きなものではなかった(2度の消費増税に伴う景気・物価の下押しは13年4月の金融緩和のみで十分に減殺できるという当初の見通しは、緩和の効果を過大評価していた)ことと、消費増税の影響が当初の予想を上回るものであったことによるところが大きいものと思料される⁶。

もっとも、このような見方に対しては異論もみられる。14年春以降の消費の停滞は社会保障に関する将来不安の影響によるものであるとの見方がそのひとつだ。将来不安の影響を重視する立場の識者からは、増税によって社会保障財源が確保されれば将来不安が解消されて消費はむしろ増加するはずであり、消費税率の引き上げを先送りしてきたことこそが消費の停滞の主因であるとの見解が示

されることもある。また、現在の金融緩和は行き過ぎであり、このような大量の資金供給によっても2%の物価安定目標が達成できないのは、金融緩和によって物価を押し上げるという発想そのものに誤りがあるからだとの指摘もみられる。

このように最近の経済状況に対する見方と政策運営に対する評価は大きく分かれているが、そのいずれがどの程度の妥当性をもつものかを判断するためには、この間の景気や物価の動向とそれに対する政策対応の経過をつぶさに点検することが必要となる。

たとえば、2%の物価安定目標が未達であることについては金融政策のみに着目して議論がなされることが多いが、消費増税後の需要の弱い動きが物価動向に影響を与えている可能性があることを踏まえれば、消費増税の影響についても併せて考慮する必要があるということになる。日本銀行による資金供給量が当初の想定以上に大量となったことの一部は14年10月の追加緩和によって資金供給量の増額がなされたことにあるが、追加緩和の実施を余儀なくされた理由の一部は14年春以降の需要の弱い動きとそれに伴う物価上昇率の鈍化にあることを踏まえれば、この点においても消費増税の影響を考慮することが必要となる⁷。もちろん、14年春以降の消費の停滞が消費増税によるものであるかについては意見が分かれていることから、天候不順や将来不安の影響も含めて幅広い視点から消費の動向を点検することが欠かせない。

以上をまとめると、この5年間の経過を検証し、今後を展望するに当たっては、デフレ脱却と財政健全化という2つの政策目標があるということと、両者の間にトレードオフの関係があるということを明確に意識したうえで、財政政策と金融政策の相互の関係にも留意しつつ、消費の動向などについてつぶさに点検を行っていくことが重要ということになる。以下ではこれらの点について順をおってみて

5ただし、日本銀行当座預金(政策金利残高)に対するマイナスの付利自体は金融緩和措置とはいえないことに留意が必要である。

6この点に関して日本銀行の黒田総裁は15年5月13日の参議院・国民生活のためのデフレ脱却及び財政再建に関する調査会において「昨年4月に消費税率が3%引き上げられたわけですが、その前の駆け込み、そしてその後の反動、そして消費税率引上げという形で税負担が増えたわけですので、それによる実質所得の減少といったものがやや予想を超えた大きさであったということは認めざるを得ないと思います。そうしたこともありまして、日本銀行の政策委員の見通しの中央値も、消費税率引上げ後、若干下方修正になっております。そういった意味で、経済に想定されていた以上の影響を与えたということは事実だと思えます」との見解を示している。

714年10月31日の金融政策決定会合では、年間の資金供給量(マネタリーベース)の増加額を約10~20兆円追加して約80兆円のペースで増加させることが決定された。これに伴い長期国債の買い入れ額は約30兆円追加され、保有残高を年間約80兆円のペースで増加させることとなった。ETFとJ-REITについてもETFの保有残高を年間約3兆円、J-REITの保有残高を年間約900億円(従前の3倍増)のペースで増加させることとされた。

いくこととしよう。

2. デフレ脱却と財政健全化はどこまで進んだのか

デフレ脱却と財政健全化に向けたこの5年間の取り組みは、2つの数値目標をもとに進められてきた。ひとつは消費者物価指数の上昇率（対前年同月比）を2%程度まで引き上げるというデフレ脱却に向けた数値目標であり⁸、もうひとつは基礎的財政収支の赤字（対名目GDP比）を2015年度までに10年度対比でみて半減させ、20年度までに黒字化させるという数値目標である⁹。

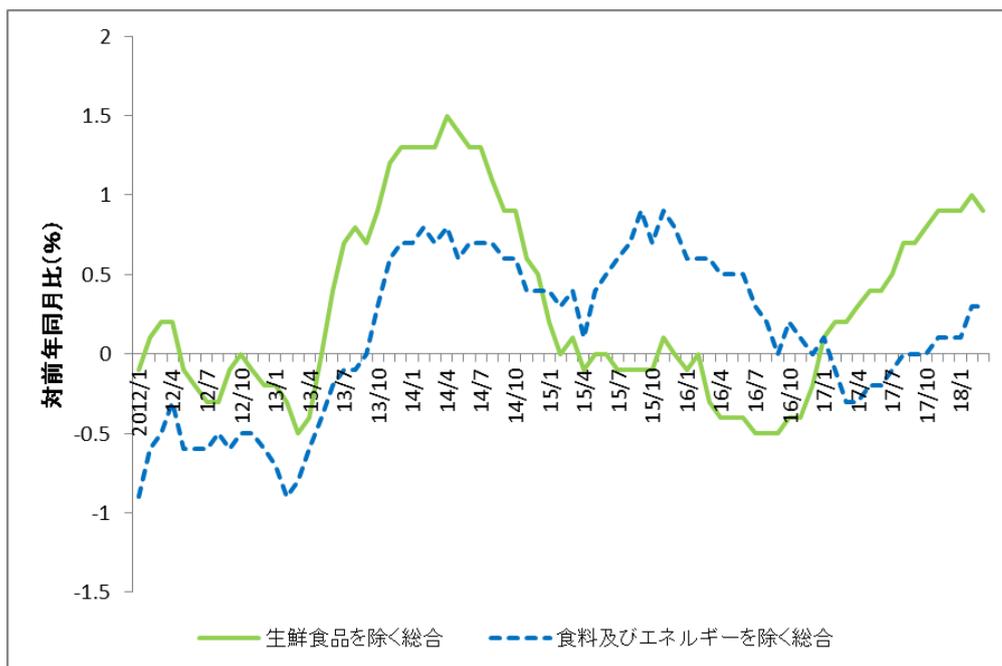
物価の動向

このうち物価の動向について消費者物価指数（対前

年同月比）の最近までの推移をみると（図表1）、コア（生鮮食品を除く総合）については2013年6月に上昇率がプラスに転じた後、14年4月までは上昇のペースが加速して1%台半ばにまで到達したが、その後は弱含んで上昇率が次第に低下した。15年2月以降は物価がほぼ横ばい（上昇率でみると-0.1%~+0.1%）となり、16年3月から12月までは上昇率がマイナスで推移した（-0.2%~-0.5%）。17年1月以降は上昇率がプラスに転じてペースが加速し、足元では上昇率が1%程度で推移している。このようにコアでみると、物価上昇率は一時1%台半ばまで到達したものの、消費増税が実施された14年4月を境に上昇の勢いが弱まり、量的・質的金融緩和の導入から5年が経過した現在でも物価上昇率は目標とする2%に遠く及ばない状況にある¹⁰。

このような物価の動きをコアコア（食品及びエネルギー

図表1 物価の動向（消費税調整済）



（資料出所）総務省「消費者物価指数」より作成

8 2%の物価安定目標は2013年1月22日の金融政策決定会合において「物価安定の目標」を中心的な物価指標である消費者物価の前年比上昇率で2%とする」とされたことを受けて同年4月4日の金融政策決定会合において決定されたものであり、「日本銀行は、消費者物価の前年比上昇率2%の「物価安定の目標」を、2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」とこととされている。

9 財政健全化目標については13年8月8日に閣議了解された「中期財政計画」において「国・地方を合わせた基礎的財政収支について、2015年度までに2010年度に比べ赤字の対GDP比を半減、2020年度までに黒字化、その後の債務残高対GDP比の安定的な引下げを目指す」とこととされており、この目標は15年6月30日に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針2015」に盛り込まれた「経済・財政再生計画」に引き継がれている。

10 上昇の見込みにくい家賃（持家の帰属家賃を含む）が消費者物価指数の構成品目の2割弱を占めていることを踏まえると、ヘッドライン（総合）あるいはコア（生鮮食品を除く総合）で2%の物価上昇を見込むことには困難が伴うが、1%程度の安定的な物価上昇を実現することは十分に達成可能である。公的年金のマクロ経済スライドが予定通り発動できる環境を確保するためには、コアで1%程度の物価上昇を確保していくことが必要であり、この意味においてデフレ脱却は財政健全化の観点からも重要な課題ということになる。

を除く総合) でみた場合にも、コアと同様に 14 年 4 月の消費増税を境に物価上昇のペースが減速したことが確認できる。その後、15 年中は物価の基調が強まる傾向がみられるなど、コアとはやや異なる動きがみられたものの、その後は再び弱含んで最近時点でも基調的な物価の動きは強いとはいえない状況にある。

基礎的財政収支の推移

次に基礎的財政収支(国・地方合計)の推移についてみると(図表 2)、リーマンショック後に実施された景気対策の影響などにより 2009 年度には赤字幅が名目 GDP 比 7.3%まで拡大したが、10 年度以降は赤字が漸減して 15 年度には対 GDP 比 2.9%の赤字まで収支が改善した。これにより基礎的財政収支の赤字の半減目標(対 GDP 比でみた赤字幅を 15 年度に 10 年度対比でみて半分以下にするという目標)はひとまず達成されたが、16 年度以降は赤字の縮減に向けた動きがやや停滞している。基礎的財政収支の推移を国の一般会計についてみると、国・地方全体の動きとほぼ軌を一にして推移していることがわかる。

こうしたもとの、「中長期の経済財政に関する試算」(内閣府)をもとに基礎的財政収支の今後の見通しについてみると(図表 3)、「成長実現ケース」と「ベースラインケース」(経済成長率などの見通しを現状に合わせて手堅く低めに見積もったケース)のいずれにおいても 20 年度には対 GDP 比 2%近くの赤字が残る見通しとなっており、20 年度の黒字化は困難な状況となっている。

3. 現在の財政状況を どのようにとらえるか

このように物価安定目標と財政健全化目標の達成はいずれも道半ばの状況にあるが、こうしたもとの 2019 年 10 月に予定されている消費税率引き上げの実施・延期をめぐる判断が今秋にも行われる見通しとなっている。この判断をめぐるのは、デフレ脱却と財政健全化のいずれを重視し、どのような手順で進めていくかということが、これから大きな議論となりそうだ。

この点について考えるうえでまず点検が必要なのは、現時点における日本の財政がどのような状況にあるかということである。もし仮に日本の財政がすでに破綻の危機に瀕しており、「国債暴落」がいつ起きてもおかしくないという状況にあるということであれば、デフレ脱却を重視して政策運営を行う余地はなく、増税の延期はそもそも選択肢として考慮することすらできないということになるからだ。そこで、以下では現在の財政状況について具体的なデータをもとに点検を行うこととしよう。

財政の概況

まずはじめに国と地方の財政状況についてその概況を確認すると、2018 年度の国の一般会計歳出(当初予算ベース)は 97.7 兆円、税収は 59.1 兆円、公債金収入(新規国債発行額)は 33.7 兆円となっている。また、地方財政計画における 18 年度の予算規模は 86.9 兆円、地方税・地方譲与税の収入は 42.0 兆円、地方交付税は 16.0 兆円、地方債発行額は 9.2 兆円となっている。

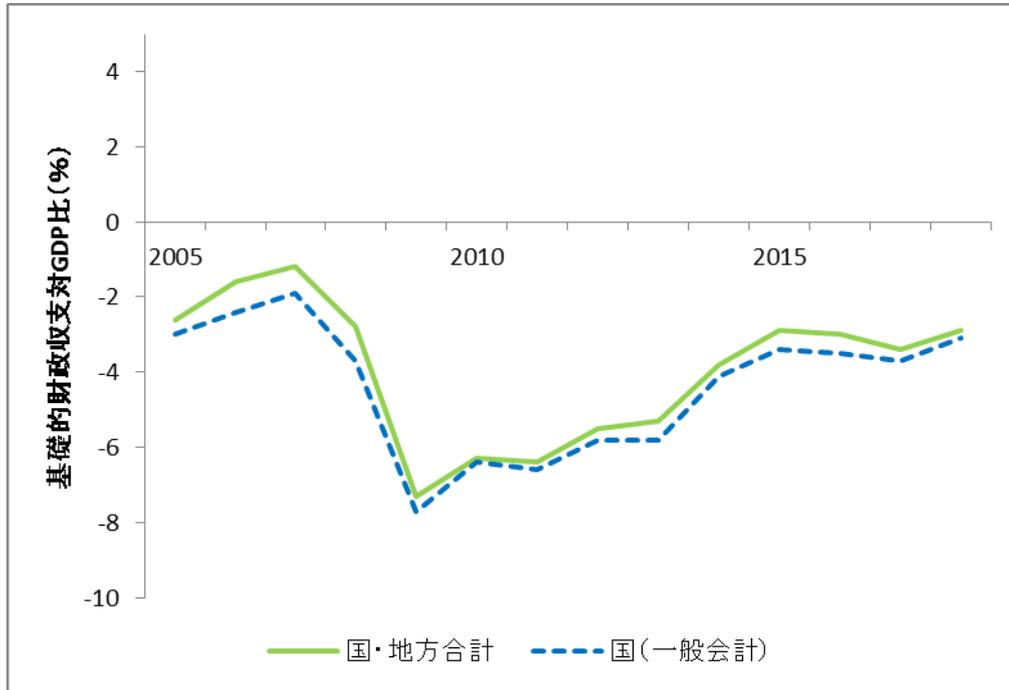
これらはフローの財政指標に関するものであるが、財政収支が赤字の状態が長期にわたって続き、財源不足を国債・地方債の発行などによって補填してきたことから、国と地方にはそれぞれ債務残高の積み上がりが生じている。そこで、ストックベースの財政指標として国と地方の長期債務残高についてみると、国の長期債務残高は 860 兆円(うち普通国債の残高は 828 兆円)、地方の長期債務残高は 192 兆円となっている¹¹。このうち、地方(都道府県・市町村)の債務残高は 10 年代前半には 200 兆円程度で推移していたが、最近では漸減して 190 兆円台で推移している。これに対し、国の債務残高は現在も毎年度 20 兆円程度のペースで増加しており、相対的にみると国のほうが財政状況が厳しい状況が続いている。

財政の持続可能性

このように政府債務の累増が生じていることから「国債暴落」や「財政破綻」を懸念する声が高まっているが、このような見方はどの程度もつともらしいのだろうか。

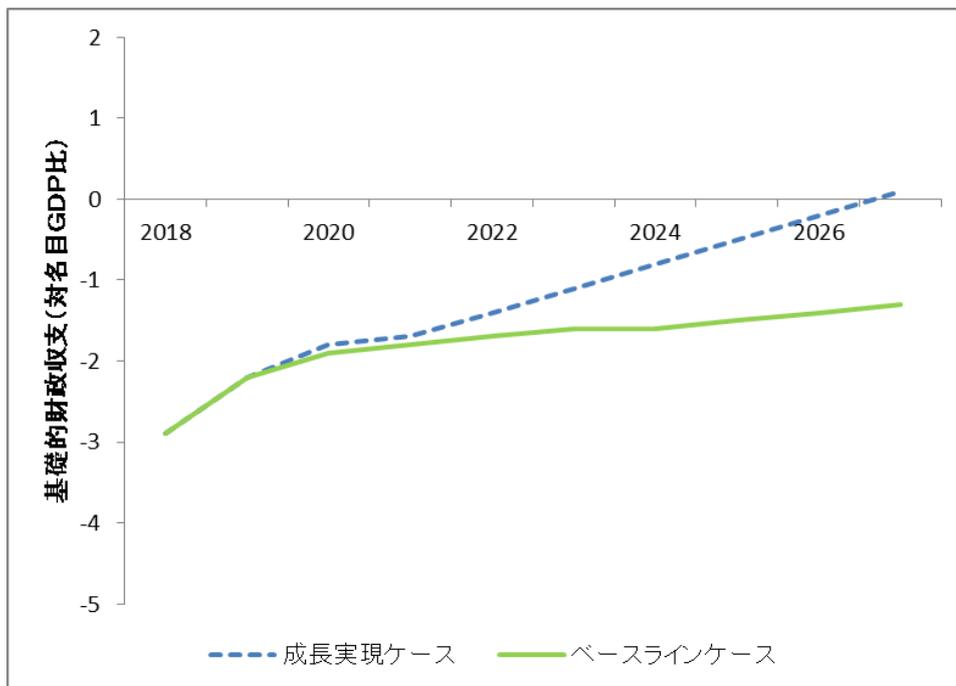
11 国の長期債務と普通国債の残高については借換債の前倒し発行分を除いた計数で表示している。

図表2 基礎的財政収支の推移



(資料出所) 内閣府資料より作成

図表3 基礎的財政収支の見通し



(資料出所) 内閣府「中長期の経済財政に関する試算」より作成

このことを考えるうえで役に立つのが財政赤字の持続可能性に関する理論である。

毎年度の財政赤字は公債発行額の増加を通じて公債残高の累増をもたらすことになるが、財政の持続可能性に関する理論によれば、「借金が雪だるま式に増えていく」ことがないかを判断するうえでの判定基準は、簡単に言えば債務残高対 GDP 比が指数（関数）的に増えていくことがないかということになる¹²。

そこで、「中長期の経済財政に関する試算」（内閣府）をもとに公債等残高対 GDP 比の推移をみると（図表4）、リーマンショック後の景気後退とそれに伴う景気対策の実施を契機に急速に高まった公債等残高（対 GDP 比）は、13年度以降伸びが鈍化して、今後についてはベースラインケースにおいても緩やかな低下が見込まれている¹³。このような試算については、経済成長率と金利水準がどのように推移するかなどにより実際の動向が異なったものになることから幅をもってみる必要があるが、この試算結果から判断する限り、現在の財政状況は「借金が雪だるま式に増えていく」という状況にはないということ

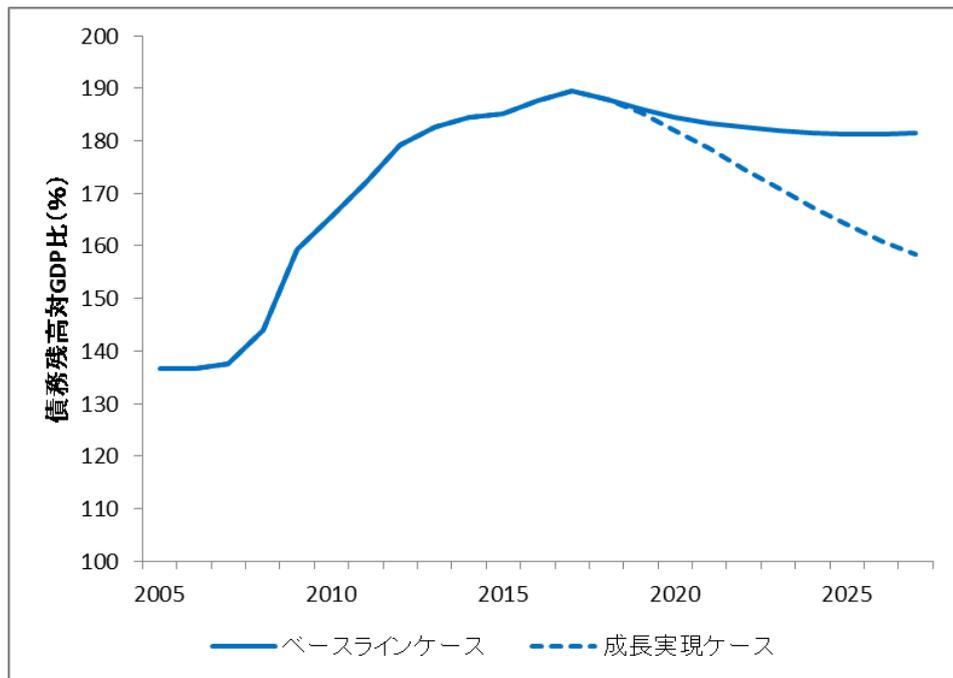
になる。

粗債務と純債務

いま確認をした公債等残高の推移は、政府の保有する金融資産を債務から控除しない粗債務ベースの債務の状況であるが、財政状況をめぐる議論では債務残高を粗債務と純債務のいずれでみるのが適切かということがしばしば論点となる。

そこで、このことを考えるための手がかりとして G7 各国の政府（一般政府ベース）が保有する金融資産と負債の状況（いずれも対 GDP 比で表示）についてみると（図表5）、日本は負債（粗債務）が突出して多く、それと同時に金融資産もとびぬけて多いことがわかる。このような各国の状況の違いは、それぞれの国における政府の資産負債管理の違いによるところが大きいものとみられる。ここから示唆されるのは、財政の持続可能性を判断する際に粗債務ベースで債務残高を把握すると、場合によっては債務残高が過大評価され、税金によって返済すべき債務の額が適切に把握できなくなってしまうおそれが

図表4 債務残高対 GDP 比の実績と見通し

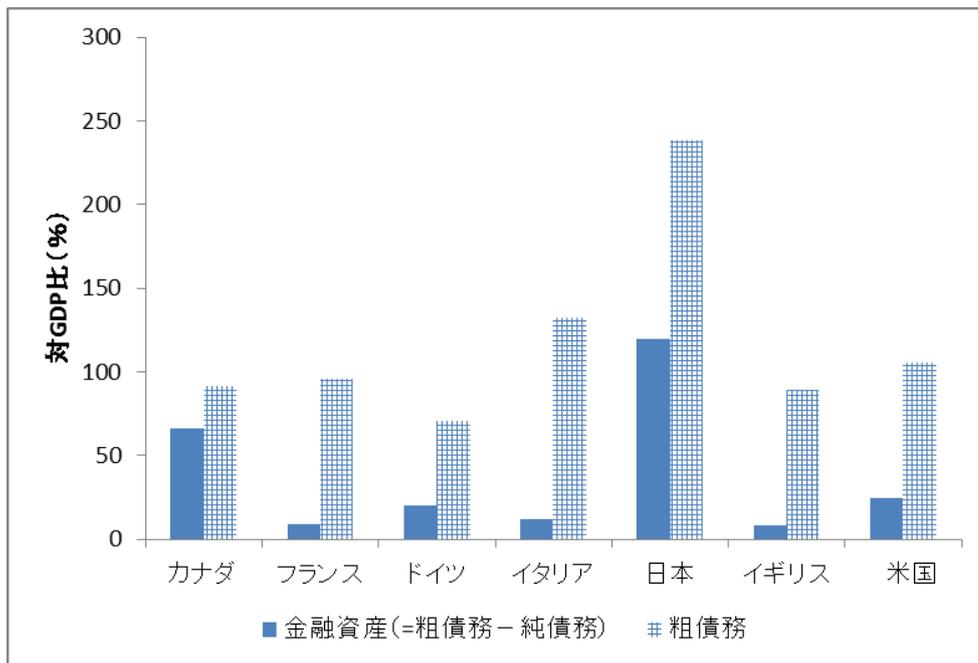


（資料出所）内閣府「中長期の経済財政に関する試算」

12 財政の持続可能性に関する厳密な分析方法の詳細については、たとえば土居・中里（1998）を参照のこと。

13 公債等残高は普通国債、地方債、地方交付税特別会計借入金、一般会計借入金の残高の合計額である。

図表5 政府の金融資産・負債の状況（2015年）



（資料出所）IMF "World Economic Outlook Database"

あるということだ。

この点に加えてもうひとつ留意が必要なのは、対象とする政府の範囲によっては粗債務ベースで財政状況を把握することがそもそも適切でない場合があるということだ。たとえば、「国の借金はすでに1000兆円を超えている」といった報道がなされる場合の「1000兆円」の中には、政府が為替介入を行うための資金を調達するために発行した債券（政府短期証券）や、政府が独立行政法人などの公的機関に出資や融資（財政投融资）を行うための原資を確保するために発行した国債（財政投融资特別会計国債〔財投債〕）が含まれている¹⁴。

このうち為替介入を行う際に発行された政府短期証券には米国債などの外債が見合いの資産としてあり、財投債には対象となる公的機関（財政投融资対象機関）に対する貸付金が見合いの資産としてあるということになる。これらの金融資産のことを考慮せず、負債である政府短期証券と財投債の残高のみをもとに財政状況を把握すると債務が過大評価されてしまうことになるから、財政の持続可能性を判断するに当たっては、この点からも政府が保有する金融資産の存在を明示的に考慮に入れ、

純債務ベースで財政状況を把握することが適切ということになる。

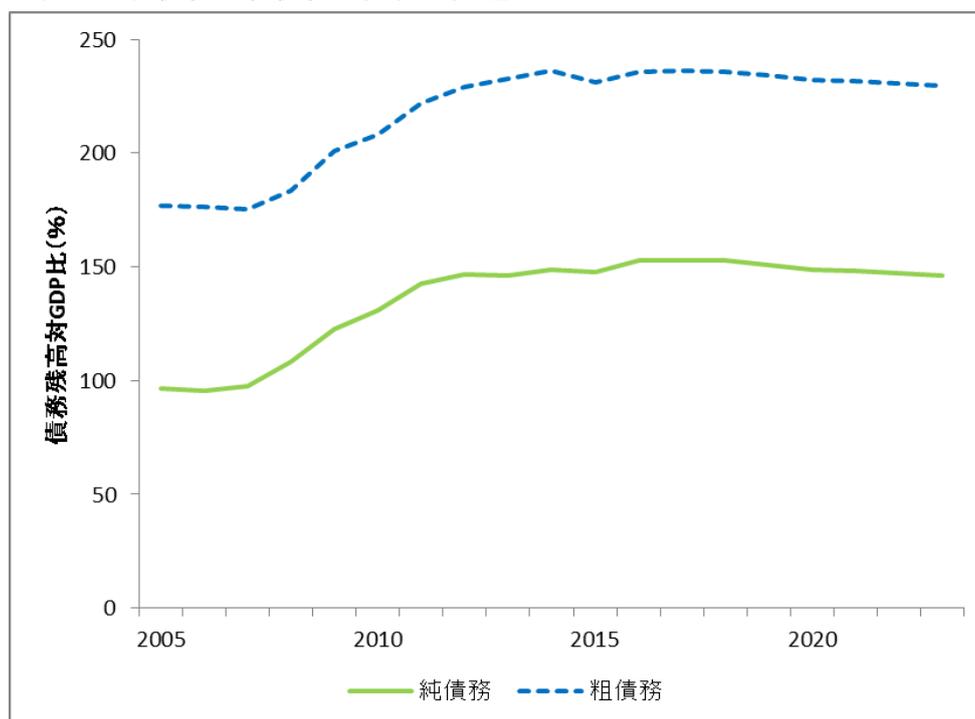
これらの点を踏まえて IMF の見通しをもとに純債務ベースの政府債務残高（一般政府ベース・対 GDP 比）の推移をみると（図表6）、13年度以降は債務残高の積み上がるペースが鈍化しており、18年度以降は漸減していく見通しとなっている。粗債務でみても債務残高の推移は同様となっており、この試算結果をみる限り債務残高を純債務・粗債務いずれでもみた場合にも債務残高が発散していく（借金が雪だるま式に増えていく）という傾向はみられない。このことを内閣府の「中長期試算」の試算結果と併せて考えると、「国債暴落」や「財政破綻」は明確な根拠をもたない極論あるいは根拠があいまいな印象論ということになるだろう。

長期金利の動向

財政の持続可能性に対する懸念が実際に広く共有されているとすれば、それはリスクプレミアムの上昇を通じて国債利回りに影響を与えることになるから、「国債暴落」や「財政破綻」がどの程度現実になりうるかを判断す

¹⁴ このような報道がなされる際に利用されるのは「国債及び借入金並びに政府保証債務現在高」（財務省）のデータであり、2017年3月末時点で見ると「国の借金」は1087兆円、国民1人当たりの金額は859万円となっている。

図表6 粗債務と純債務の実績と見通し



(資料出所) IMF "World Economic Outlook Database"

るうえで債券市場の動向に着目することも有益である。この点について検討するうえで注目されるのは、消費税の増税の延期・再延期の決定がなされた局面（2014年10月とその前後の期間、16年11月とその前後の期間）における国債利回りがどのように推移したかということだ。

そこで、国債利回りの代表的な指標である10年利付国債利回り（長期金利）の推移をもとにこの点についてみると（図表7）、増税の延期が決定された14年11月とその前後の期間については、延期の表明がなされた11月18日に金利が3bps（0.03%）ほど上昇したものの、翌日から下落に転じて12月末には既往最低の金利水準となり、記録的な低水準となった長期金利は年明け15年1月中旬までさらに低下を続けた¹⁵。また、増税の再延期が決定された16年6月とその前後の期間についてみると、増税延期が表明された6月1日の長期金利は小動きであり、翌日には1bps（0.01%）ほど上昇したものの、翌々日には下落に転じ6月10日には既往最低の

水準となった。その後も長期金利は7月半ばまで低下を続けた。14年11月と16年6月のいずれの局面においても、正式に延期が表明される前に増税延期の観測が広がりを見せていたが、このことに伴う金利の不規則な動きは生じていない。

このように消費税率引き上げの延期・再延期が決定された局面においては、増税延期の表明後に長期金利が既往最低の水準となるなど、債券市場は冷静な反応を示してきたことがわかる。長期金利は景気や物価の動向など財政以外の要因によっても変動するから、増税の延期・再延期の決定後に長期金利の低下が生じたことはこの間に信用リスクの顕現化が生じなかったことを必ずしも意味するものではないが、この点を勘案したとしても財政の持続可能性への懸念に起因するリスクプレミアムの増大は軽微なものであったと判断することが妥当であろう¹⁶。

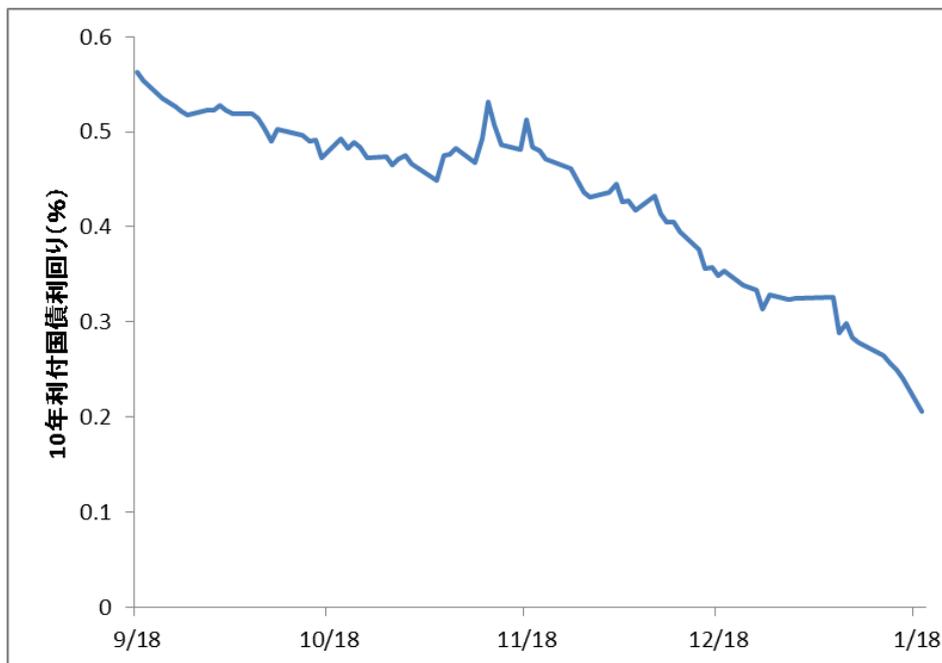
もちろん、「国債暴落」をめぐる議論においては「暴落」の定義が明示的になされていないため、増税延期の直後に生じた1bpsないし3bps程度の金利上昇を

¹⁵ 消費増税の実施を延期するためには施行期日の変更などを盛り込んだ法案を国会に提出して可決成立させることが必要であり、この手続きを経ない場合は延期が正式決定とならないが、衆参両院において与党が過半数の議席を確保している場合には法案の国会通過はほぼ確実であることから、ここでは増税延期の意向が表明された時点をもって「決定」という表現を用いることとする。

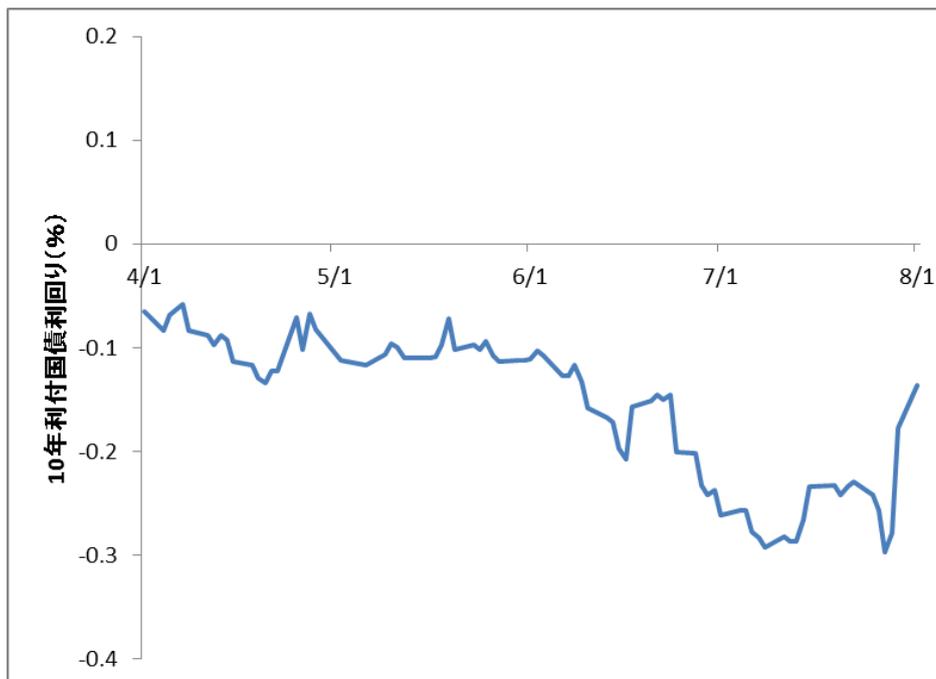
¹⁶ 国債の累増と長期金利の低位安定が並存し得ることの背景については中里・副島・柴田・粕谷（2003）を参照のこと。

図表7 長期金利の推移

(2014年9月～1月)



(2016年4月～7月)



(資料出所) 財務省「国債金利情報」より作成

「急騰」（国債の価格については「暴落」）と呼ぶこともひとまず可能ではあるが、このような金利水準の変化を「急騰」（国債価格の「暴落」）と呼ぶことが一般に広く理解されるものとなるかについては十分に思慮深い慎重な判断が必要ということになる。

ここまでみてきたように、政府債務残高の推移と債券市場の動向のいずれをみても、「国債暴落」や「財政破綻」が生じる蓋然性は低く、したがってデフレ脱却と財政健全化という2つの政策目標をともに重視して政策運営を行っていく余地は十分に残されているものと判断される。そこで、以下ではデフレ脱却と財政健全化という2つの政策目標の間に存在するトレードオフの關係に留意しつつ、今後の経済財政運営の道行きについて考えていくこととしよう。

4. 14年4月の消費税率引き上げはどのような影響をもたらしたか

2019年10月の増税（10%への税率引き上げ）については、今秋にもその実施・延期の判断がなされるものと見込まれる。また、増税がもたらすマイナスの影響を緩和するための方策についての検討が内閣官房に設置された検討会において進められている。このような政策対応のあり方を考えるうえでまず確認すべきことは、14年4月に実施された消費増税が経済に与えた影響である。14年春を起点に消費の停滞が生じたことについては、消費税率引き上げの影響を重視する見方がある。また、日本銀行が16年9月に公表した「総括的検証」によれば、消費増税後の需要の弱い動きが物価動向にマイナスの影響を与えたとされている¹⁷。もともと、消費の停滞については天候不順、社会保障に関する将来不安、潜在成長率の低下など消費増税以外の要因によるところが大きいとの指摘もみられる¹⁸。

これらの点を踏まえると、消費増税が景気や物価に与えた影響を検証するためには、まず何よりも消費増税がその後の消費の動向に与えた影響をつぶさに点検することが必要ということになる。

最近時点における消費の動向

議論の出発点として最近時点における消費の動向について確認しておくこととしよう。まず、「家計調査」（総務省）をもとに世帯単位の消費の状況を確認すると（図表8）、二人以上世帯の消費支出（実質値）は消費増税の前後に駆け込み需要と反動減により大きな振れが生じた後、下方への大幅な水準訂正が生じた。2014年夏から秋にかけてはやや持ち直しの動きがみれたものの、その後ふたたび低下に転じ、最近時点における消費支出の水準は2000年以降ではほぼ最低の水準となっている。

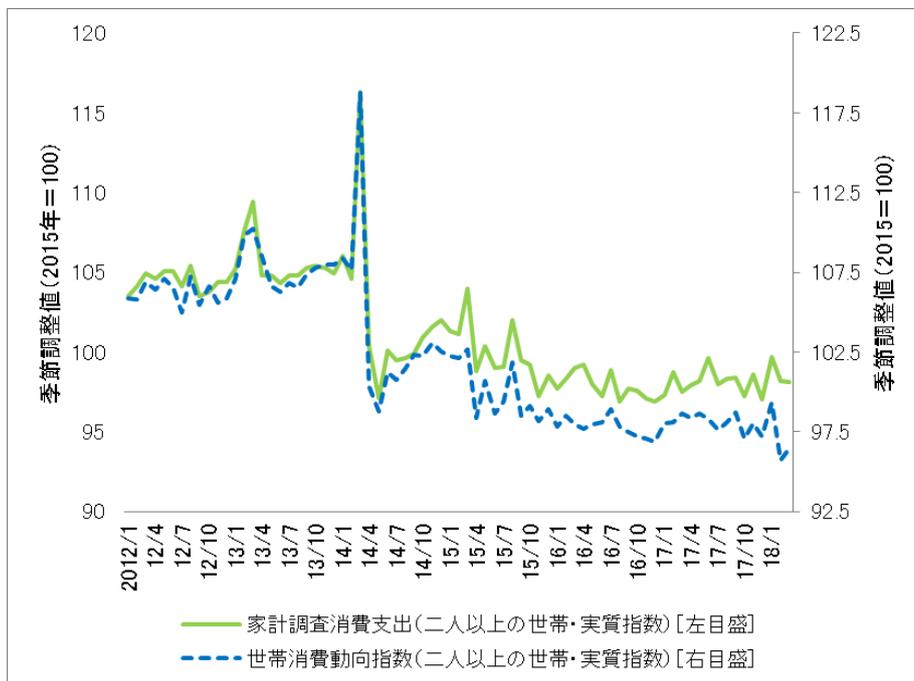
このような消費の弱い動きについては、月次単位の数値の振れが大きいことや、対象世帯が高齢者世帯・専業主婦世帯に偏っていることなど「家計調査」のデータの歪みによるところが大きいのではないかと指摘が経済財政諮問会議などにおいてなされてきた。これを受けて、家計調査の結果を補完するものとして「消費動向指数」（総務省）の公表が18年1月から開始されたが、この統計のうち世帯消費動向指数をもとに消費の動向をみた場合にも全体の傾向は変わらない（14年秋以降については、むしろより大きな下振れが生じている）。

このように、世帯単位の消費の動向については14年4月に下方への大幅な水準訂正が生じたことが確認されるが、消費の動向を時系列でみる場合には時間の経過にしたがって世帯数や世帯構成に変化が生じ、世帯単位の消費の動向と経済全体の消費の動向に乖離が生じる可能性があることに留意が必要である。そこで、「消費動向指数（総消費動向指数）」（総務省）と「消費活動指数」（日本銀行）をもとにマクロ（経済全体）の消費動向を確認すると（図表9）、14年の春先まで増加基調にあった消費（実質値）は14年4月に大きく落ち込んだ後、14年秋にかけては緩やかな持ち直しの動きがみられたものの、次第に停滞感が強まって、その状況が16年の秋口まで続いた。16年秋以降は持ち直しの動きが続いてきたが、このところやや足踏みが生じ、最近時点における消費の水準は13年夏頃の水準にとどまっている。

17 「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証」（2016年9月21日公表）。

18 社会保障に関する将来不安を重視する立場からの最近の研究としては吉川・山口・大嶋（2017）がある。

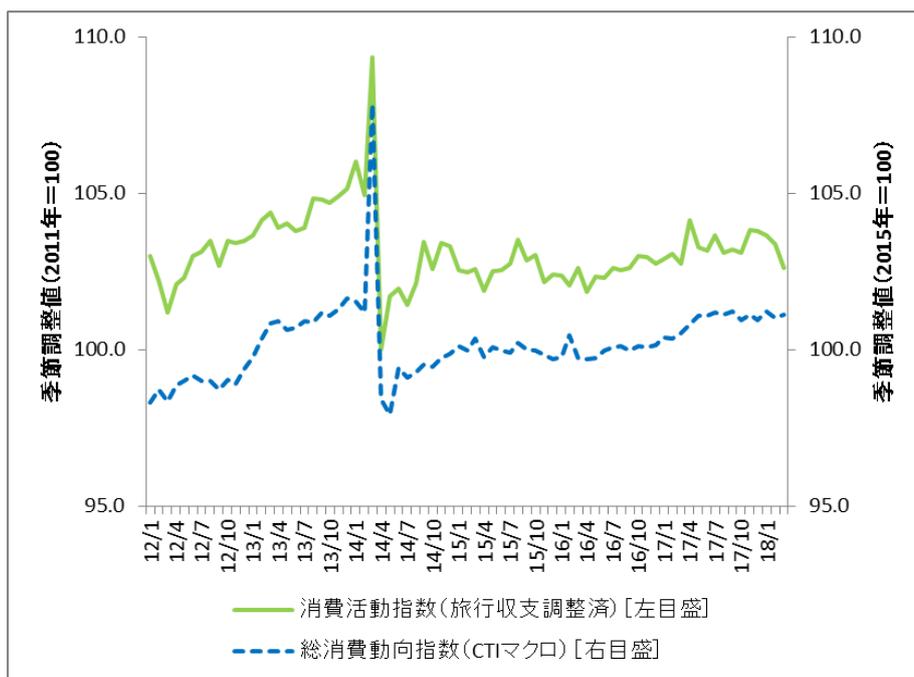
図表8 家計消費の動向(二人以上の世帯)



(注)最近時点における両者の乖離を見通しよく表示するため、右側の軸の目盛を左側の軸の目盛より2.5ずつ上方にずらして表示している。

(資料出所)総務省「家計調査」「消費動向指数」より作成

図表9 マクロ(経済全体)の消費動向



(資料出所)総務省「消費動向指数」、日本銀行「消費水準指数」より作成

このように世帯単位と経済全体のいずれでみても消費の動向には14年4月を起点に下方への大幅な水準訂正が生じ、少なくとも16年の秋口までは停滞が続いてきたことがわかる。このような消費の停滞については増税に伴う駆け込み需要の反動減（耐久消費財の需要の先食い）、財政や社会保障に関する将来不安（財政や社会保障制度の持続可能性に対する懸念の存在）、経済の構造的な要因の影響（潜在成長率の低下）、天候不順の影響など、さまざまな要因にもとづく説明がなされてきた。そこで、これらの見方がどの程度妥当なものかについて具体的なデータをもとに検討することとしよう。

駆け込み需要と反動減

いずれの統計を利用した場合にも14年4月の消費増税の前後に消費水準の大きな振れが観察されるから（前掲図表8・図表9）、増税後の消費の停滞をもたらした要因としてすぐに思いつくのは駆け込み需要の反動減（耐久消費財に対する需要の先食い）の影響である。実際、「国民経済計算」（内閣府）のデータをもとに形態別の消費支出の動向をみると（図表10）、耐久財・半耐久財について増税の前後の期間に大きな振れが生じており、駆け込み需要と反動減がかなりの大きさで生じたことが確認できる。

もっとも、ここで留意が必要なのは、洗剤やティッシュペーパーなど一部の商品を除くと買い置きのにくい非耐久財についても増税後に消費が大きく落ち込んで、その状況が最近時点まで続いてきたということだ。この点を踏まえると、消費の停滞は自動車や家電などの耐久財に対する駆け込み需要の反動減だけでは十分に説明できないということになる。

財政や社会保障に関する将来不安

消費の停滞については財政や社会保障に関する将来不安（財政や社会保障の持続可能性に対する懸念）がその原因であるとの説明も繰り返されてきた。たしかに、多くの家計は現在だけでなく将来の経済状況をも考慮したうえで現時点における消費と貯蓄の意思決定を行っているから、財政や社会保障の持続可能性に関する不安があると、その分だけ消費が抑制される可能性が

あることは確かだ。この点を踏まえて「増税によって社会保障の安定財源を確保すれば、将来不安が消えて消費が増える」との見解が表明されることもある。

もっとも、このような見方は現実に観察される消費の動向との整合性が確保されない。14年4月の消費税率引き上げは、社会保障の充実と安定財源の確保を謳った「社会保障・税一体改革」の一環としてなされたものであり、このような措置は社会保障に関する将来不安の低減を通じて消費を増加させる方向に働くはずであるが、実際には増税を機に消費の停滞が生じてしまった。財政の持続可能性の強化と社会保障の安定財源の確保のためになされたはずの消費増税がかえって将来不安を高めてしまったということも想定できなくはないが、このような理解は一般に広く共有されるものとはいえないだろう。

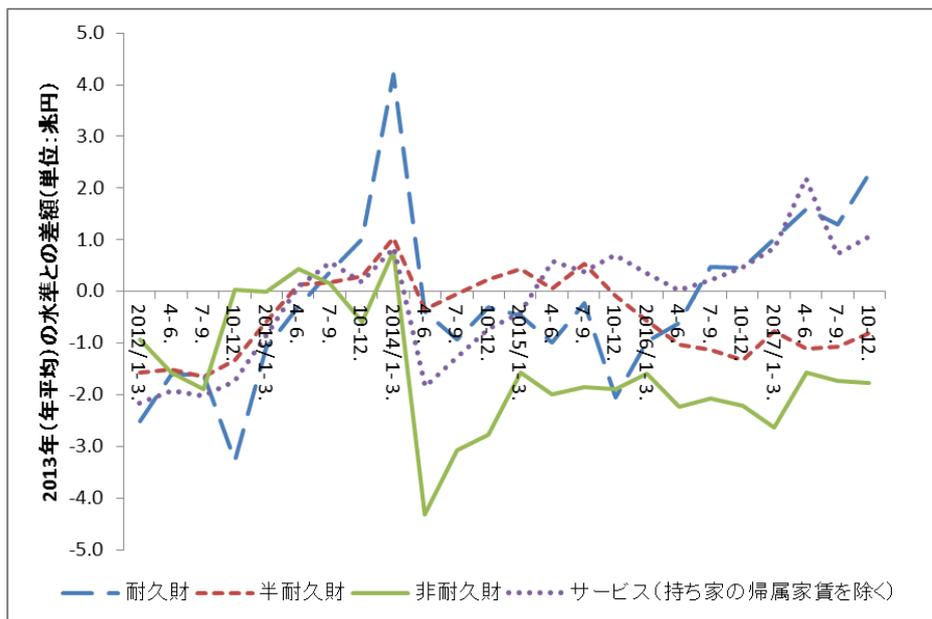
これらの点を踏まえると、消費の停滞を財政や社会保障に関する将来不安に求める見方は実際の消費の動向との整合性が確保されず、14年春以降の消費の停滞に対する説明としては妥当性を持ち得ないということになる。

潜在成長率の低下

最近の消費動向をめぐる議論では潜在成長率の低下などの構造的な要因が消費の停滞の原因との見解もみられる。このタイプの議論では、消費の停滞はここ数年というよりも、より長期にわたって生じている現象とされることが多い。

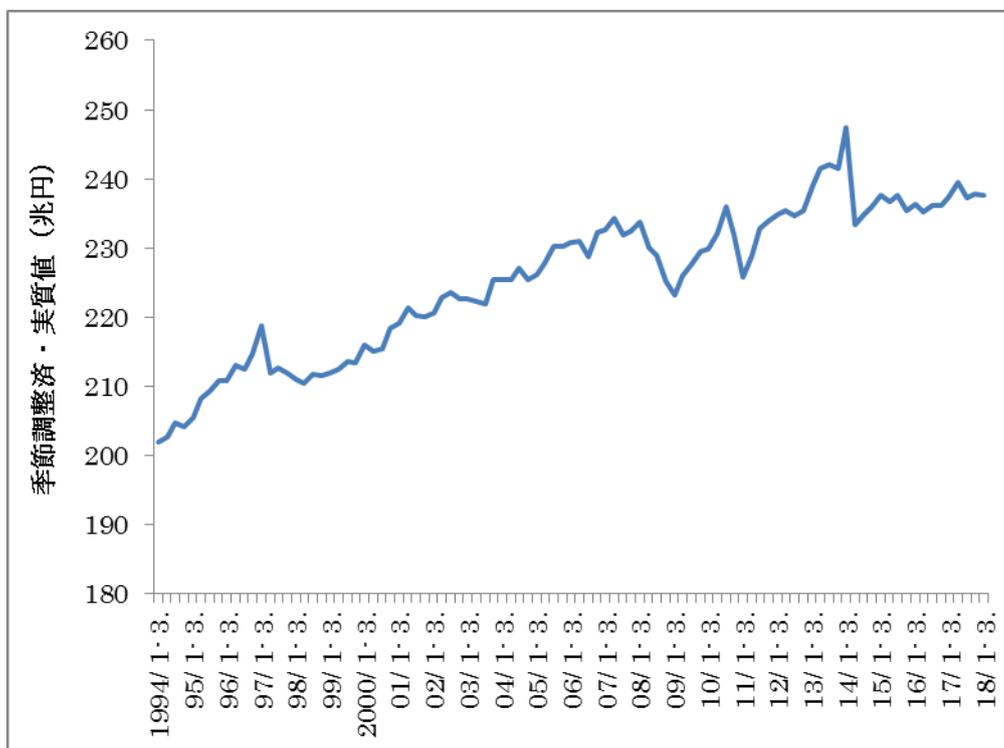
そこで、このような見方がどの程度もつもらしいかを確認するために、「国民経済計算」（内閣府）のデータを利用して、現行の基準（2011暦年価格）でデータのとれる1994年以降の家計最終消費支出（季節調整済・実質値）の推移をみると（図表11）、消費税率の引き上げ（3%から5%へ）と金融システムの不安定化が生じた97-98年、リーマンショックをきっかけに景気が急速に悪化した2008-09年と、東日本大震災が発災した11年に消費の一時的な落ち込みが生じたものの、消費は趨勢的に増加基調で推移してきた。また、最近時点における潜在成長率の推移をみても、14年あるいはその前後の期間に潜在成長率の大幅な低下が生じたとの事実は観察されない（小幅ではあるが潜在成長率はむしろ上昇して

図表 10 形態別家計最終消費支出の動向



(資料出所)内閣府「国民経済計算」より作成

図表 11 家計最終支出（持ち家の帰属家賃を除く）の推移



(資料出所)内閣府「国民経済計算」より作成

いる)。

これらの点を踏まえると、消費が長期にわたって停滞しているということは確認されず、14年春を起点に生じた消費の停滞を潜在成長率の低下に求めることもできないということになる。したがって、14年春以降に消費が停滞したことの原因を潜在成長率の低下などの構造的な要因に求める見方は十分な妥当性を持ち得ないことになる。

天候不順

2014年春を起点とする消費の停滞については、天候不順の影響ということも繰り返し指摘されてきた。たとえば、14年9月には同年夏の消費の弱い動きについて甘利明経済再生担当大臣(当時)から「意外と天候要因はかなり影響しているなという感じがいたします」との見解が示された。また、16年2月には15年10-12月期の実質経済成長率がマイナスとなったことについて、石原伸晃経済財政担当大臣(当時)から「記録的な暖冬により冬物衣料品などが大きく落ち込んだことなどから、個人消費が前期比マイナス0.8%となったことなど」がその主因であるとの説明がなされている。

たしかに百貨店や行楽地の商業施設などは雨天が続くと来客数に影響が出る可能性があり、アイスクリームやエアコン(クーラー)など季節性の高い商材については気温の低い状態が続くと売れ行きに影響が生じるおそれがある。だが、このような傾向を敷衍して消費の全般的な動向についても天候が大きな影響を与えるといえるかとなると留意すべき点もある。たとえば、残暑が短くて8月下旬に気温の低い日が続くと百貨店で秋物衣料の売れ行きが好調になり、コンビニでアイスクリームの代わりにレジ前にあるおでんが売れるようになるなど、他の商品への消費の振り替えが起きる可能性があるからだ。

この点を確認するひとつの試みとして、「百貨店離れ」が話題になる前の期間(2012-15年)の百貨店売上高のデータをもとに気温や降水量の変化が消費に与える影響を分析すると、天候要因が消費(百貨店売上高)に与える影響は極めて限定的なものにとどまることが確認される¹⁹。

実質所得と実質消費

ここまでみてきたことをまとめると、(1)14年春以降の消費の停滞を社会保障などに関する将来不安や潜在成長率の低下などの構造的な要因に求める見解は実際の消費の動向との整合性がとれず、(2)増税に伴う駆け込み需要の反動減や天候不順の影響が消費の動向に与えた影響は限定的なものにとどまる、ということになる。こうしたもとで14年春以降の消費の停滞について理解するためには、消費の動向を規定する最も基本的な要因、すなわち所得と消費の関係に立ち返ってこの間の動向をながめてみるのが有益ということになるだろう。

そこで、「家計調査」のデータをもとに実質可処分所得と実質消費支出の推移についてみると(図表12)、13年の秋口から14年の春先にかけてと16年の夏以降については所得と消費の間に乖離が生じているが、それ以外の期間については両者がほぼ軌を一にする形で推移していることがわかる。

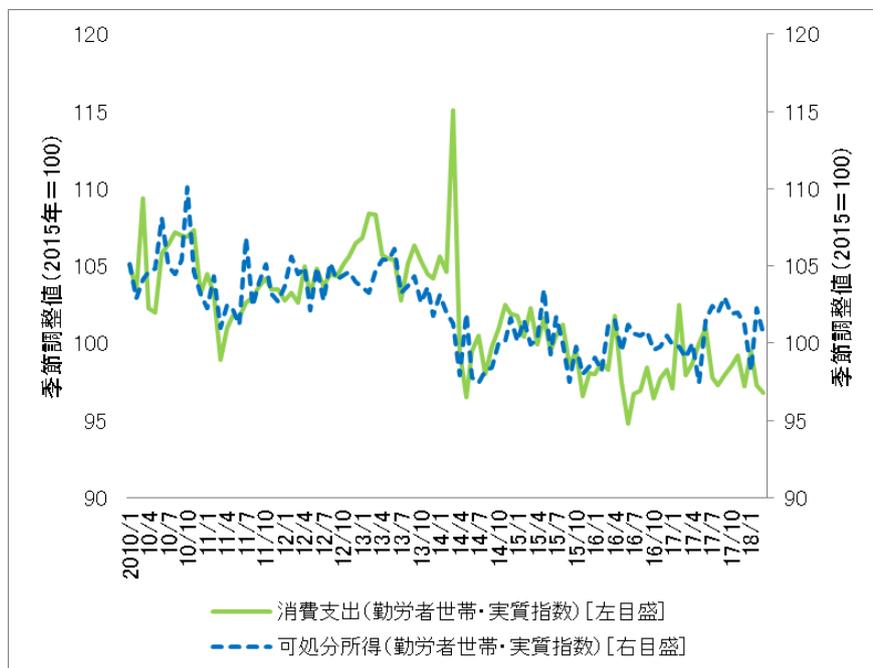
このうち実質可処分所得の推移についてみると、13年の夏から14年の春にかけての低下が顕著となっている。そこで、この低下が名目所得の低下によるものか、物価の上昇によるものかを確認するために名目可処分所得と実質可処分所得の推移についてみると(図表13)、12年の年初から17年の年初までは名目可処分所得がほぼ横ばいで推移している一方、実質可処分所得は13年の夏から14年の春にかけて大きく低下していることから、実質所得の低下はこの間に生じた物価上昇によるところが大きいことがわかる。

実際、最近時点における物価の動きを「消費者物価指数」(総務省)によって指数(物価水準)の形でみると、13年の夏から14年の春先にかけて物価上昇が続いた後、14年4月に物価水準が更に一段と高まったことが確認される。このうち、13年の夏から14年の春先にかけての物価上昇は円安に起因する輸入物価の上昇などにより生じたものとみられ、14年4月に物価水準を大きく押し上げる要因となったものは消費税率の引き上げということになる。

これらの点を踏まえると、14年4月の消費増税は輸入

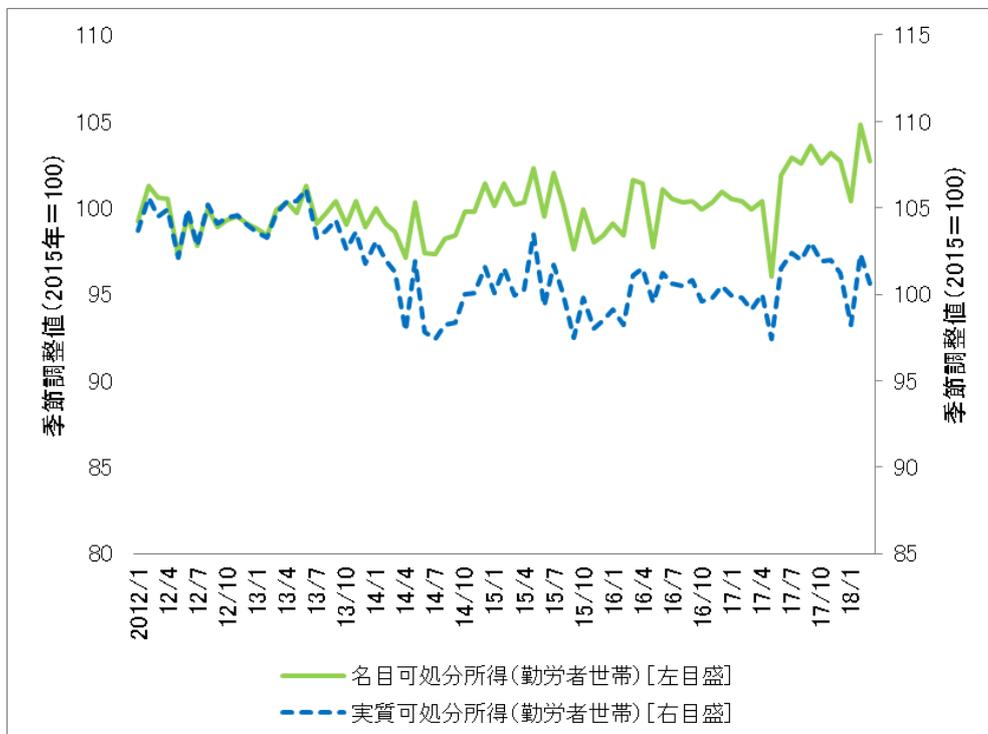
19 この点の詳細については中里(2018)を参照のこと。

図表 12 実質所得と実質消費



(資料出所)総務省「家計調査」より作成

図表 13 可処分所得の動向



(注)最近時点における両者の乖離を見通しよく表示するため、右側の軸の目盛を左側の軸の目盛より5ずつ上方にずらして表示している。

(資料出所)総務省「家計調査」より作成

物価の上昇などを起点とする物価上昇とあいまって実質所得を大きく低下させ、消費の下方への水準訂正に大きな影響を与えたものと判断される²⁰。

物価動向に対する影響

日本銀行が2016年9月に公表した「総括的検証」に示されているように、増税後の消費の停滞は、原油価格の下落や新興国経済の減速とあいまって物価の動向にも大きな影響を与えた。消費税率の引き上げは、いったんは物価水準を大きく押し上げることになるが、その後は実質所得の低下を通じて実質消費の減退をもたらす、需要の減少とそれに対する企業の対応（販売価格の見直しなど）を通じて物価の下押しをもたらすこととなる。実際の経過を確認すると、一時1%台半ばまで上昇率が高まっていた消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は、14年4月を境に上昇のペースが減速して、次第に弱い動きに転じるようになっていったことがわかる（前掲図表1）。

5. 2019年10月にどのようにたどりつか

ここまでみてきたように、2014年4月の消費税率引き上げは財政収支の改善に一定の役割を果たしたものの、実質所得の低下による消費の大幅な落ち込みとその後の停滞を通じて景気と物価の動向に大きな影響を与えた。こうしたもとで、2%の物価安定目標と基礎的財政収支の黒字化は、目標達成に至る道筋が見通しにくい状況にある。19年10月には消費税率の引き上げが予定されてい

るが、消費増税の実施・延期の選択は日本銀行が掲げている物価目標の達成状況にも大きな影響を与える可能性がある²¹。

このようなもとで、デフレ脱却と財政健全化という2つの政策目標の間に存在するトレードオフの関係を意識しつつ、経済財政運営の今後の道行きを考えるにあたっては以下の点に留意することが必要であろう。

基礎的財政収支の着実な改善

基礎的財政収支の黒字化の達成時期について後づれが生じることはやむを得ないとしても、赤字幅自体は着実に縮小していくよう、財政収支の均衡化に向けた政策努力を続けていく必要がある。2013年度から15年度にかけては基礎的財政収支が順調に改善の方向に向かっていったが、16年度・17年度は赤字幅の縮小に足踏みがみられる。極めて緩和的な金融環境のもとで、当面は国債発行にかかる資金調達コストは低位にとどまるものとみられるが、債務残高対GDP比が安定的に推移していく環境を維持するためには、財政収支の着実な改善を確保していくことが不可欠となる。

基礎的財政収支の改善を進めていくうえでは、増税と歳出抑制のいずれを重視して財政収支の均衡化を進めていくべきかが大きな論点となるが、Alesina and Ardagna(2009)、Alesina, Favero and Giavazzi(2018)をはじめとする一連の研究では、歳出抑制を中心とする財政健全化のほうが財政収支の改善に向けた取り組みが継続的なものとなり、景気に対する影響も少ないという分析結果が安定的に得られている²²。

20 14年4月の消費増税前後の期間における所得と消費の関係について、Cashin and Unayama (2016) は2008年12月から2015年9月までの期間を対象に、家計調査の個票データを利用して、備蓄不可能な非耐久財の消費に関する実証分析を行っている。この分析では家計が基本的にライフサイクル・恒常所得仮説にしたがって消費行動を行っていること、消費税率の8%への引き上げがアナウンスされた時点（13年12月）で消費水準が3%程度低下したことが示されている。また、中里 (2018) は「百貨店離れ」が生じる前の期間（2013年1月から2015年12月まで）を対象に、所得、株価、天候（気温・降水量）などの要因が百貨店売上高に与える影響について分析を行い、実質所得が百貨店売上高に有意な影響を与えること、「冷夏」によるものとされている14年夏の消費の停滞は所得要因によって相当程度説明できることを示している。

21 18年4月28日に公表された「経済・物価情勢の展望（2018年4月）」（日本銀行）では、19年10月の消費税率引き上げの影響などを織り込んで、19年度と20年度の実質経済成長率は1%を下回る水準になると見込まれている（各政策委員の見通しをもとにした大勢見通し）。こうしたもともとも消費者物価（生鮮食品を除く総合）は前年同月比1.8%程度まで上昇率が高まるものと見込まれているが、この見通しについては下振れのリスクが政策委員の間でも強く意識されている（19年度については9名中7名、20年度については9名中8名が下振れの可能性を見込んでいる）。18年5月10日の黒田総裁の講演においても「こうした（物価の）見通しについては、どちらかといえば下振れリスクの方が大きいと評価しています」との見解が示されている（「最近の金融経済情勢と金融政策運営（きさらぎ会における講演）」）。

22 財政健全化の取り組みが債務残高対GDP比に与える影響を分析した研究としてはAttinasi and Metelli (2016) がある。ユーロ圏の11か国のデータをもとに財政健全化の取り組みが債務残高対GDP比に与える影響について分析を行ったこの研究によれば、歳出抑制による財政健全化の取り組みは債務残高対GDP比を低下させる効果を持つものに対し、増税による取り組みは債務残高対GDP比の上昇をもたらす、財政健全化の取り組みが自滅的（self-defeating）なものになってしまうことが示されている。

コミットメントの明確化

財政健全化を進めていくうえでは、財政収支の均衡化に向けたコミットメント（約束）をさらに明確なものとしていくことが必要である。現行の計画（「経済・財政再生計画」）では2016年度から18年度にかけての国の一般歳出（地方交付税交付金以外の政策経費）の増加額を1.6兆円程度とすること、社会保障関係費を同じく3年間で1.5兆円程度の伸びに抑えることが歳出改革の「目安」とされているが、この「目安」は十分な拘束力を持ち得ない。しかも、国の一般歳出に関する「目安」は「骨太の方針」（「経済財政運営と改革の基本方針2015」）の脚注に記載されているものであり（25ページの脚注58）、アナウンスメントの仕方にも問題がある。

こうしたもとでもこれらの「目安」はこれまでのところコミットメントとして有効に機能してきたが、18年6月に予定されている新たな財政健全化計画の策定に当たっては、コミットメントのさらなる明確化（各分野の歳出の量的縮減目標の設定と歳出改革の工程表の明示など）を図るとともに、進捗状況を定期的にフォローアップする枠組みの強化などを進めていくことが必要である。

経済対策への慎重な対応

このところ、19年10月の消費増税後の景気の下振れに対する対応をめぐって経済対策の策定のことが話題に

のぼるが、増税による景気の下押しへの対応策として大型の経済対策が実施されることとなった場合には、財政収支の均衡化にかえてマイナスの影響が生じるおそれがある。というのは、景気対策のための一時的な措置とされた歳出増が事後に根雪のように残り、財政収支の改善に向けた取り組みに対する足かせとなってしまう可能性があるからだ。リーマンショックに伴う景気の悪化に対してとられた措置は「臨時異例」のものとしていたが、危機が収束した後も10兆円近い歳出増が2010年代に引き継がれてしまったことを想起すれば、このようなことが実際に起こり得ることは容易に理解されよう。

経済対策の規模によっては増税後にかえて財政赤字が拡大してしまうおそれがあることは容易に確認することができる。消費税率の2%引き上げは5兆円台半ばの税収増をもたらすことになるが、食料品（外食を除く）と新聞については軽減税率が導入されることから、この措置により消費税収には1兆円程度の減収が生じることになる。また、消費税率の10%への引き上げの際に予定されている社会保障関係費の増加額（社会保障の充実分と公経済負担に相当する額）は1兆円台半ばの水準となる。これに加えて「人づくり革命」に2兆円弱の税収が充てられることとなっている。これらのことを踏まえると、2%の税率引き上げで確保できるネットの税収は1兆円ないし1兆5千億円程度にとどまることになる（図表14）。

こうしたもとで、経済対策の「真水」の規模が1兆円

図表14 消費税率の2%引き上げによる財政収支改善効果（試算）

(税収)	
2%の引き上げによる増収分：	5.6兆円程度
(以下控除項目)	
軽減税率による減収分：	1兆円程度
社会保障の充実分（歳出増）：	1.4兆円程度
社会保障4経費の公経済負担の増：	0.4兆円程度
「人づくり革命」の財源（消費税充当分）：	1.7兆円程度
(財政収支改善効果)	1兆円ないし1.5兆円程度
(注) 各種報道等をもとにした仮定計算	

強を上回ることとなった場合には、2%の税率引き上げによる消費税の増収分がそっくりそのまま歳出の増加に充てられることとなり、対策の規模によっては増税後にむしろ赤字が拡大してしまうおそれもある。2020年の東京オリンピックに向けた建設投資が19年頃にピークアウトするなど、消費増税以外にも需要の減退をもたらす可能性のある要因があることはたしかだが、増税後の景気の下支えを理由に大型の経済対策が実施され、結果的に財政収支の悪化が生じてしまうようなことがあれば「財政再建なき増税」が実現してしまうことになる。

これらの点を踏まえると、景気の先行きに対する懸念が強く、増税に際して追加の財政支出などの対応が必要な状況にあるということであれば、再増税の実施時期の見直しも含めて幅広い視点から柔軟な政策対応を心がけていくことが必要となる。

増税に伴う反動減への対応

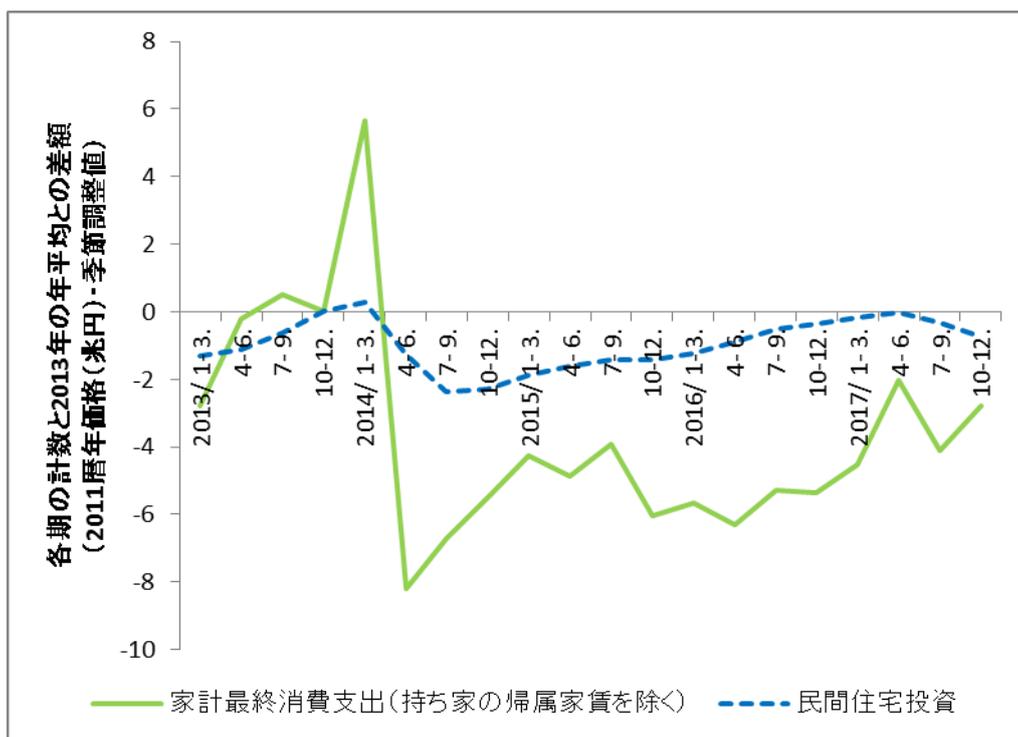
消費増税による景気の下押しに対する対応については、内閣官房に設置された検討会（「消費税率引上げによる需要変動の平準化に関するタスクフォース」）にお

いて、増税後の反動減に対する対応策（減税措置等）の検討も進められている。消費増税の前後にはたしかに消費水準の大きな振れが観察されるから、駆け込み需要と反動減を均して需要の平準化を図ることには一定の意義がある。

もっとも、ここで留意が必要なのは、消費増税に伴う需要の変動には実質所得の低下によるものもあるということだ。14年4月を起点に非耐久財についても消費の下方への水準訂正が生じ、増税の影響は耐久財・半耐久財よりもむしろ非耐久財においてより大きなものとなったことを想起すれば、このことは容易に理解されよう（前掲図表10）。駆け込み需要と反動減については、自動車や家電などの耐久財だけでなく住宅についても増税の影響が懸念されるが、住宅に関しては8%への引き上げ時にすでに対応策（住宅ローン減税の拡充とすまい給付金の給付）が講じられていたことにも留意が必要である。

こうしたもとの、増税の影響を確認するために家計最終消費支出と民間住宅投資の推移をみると（図表15）、いずれについても14年4月をはさむ前後の期間に振れが生じているが、家計最終消費支出の変動は民間住宅投

図表 15 家計消費と住宅投資の動向



(資料出所) 内閣府「国民経済計算」より作成

資の変動よりもはるかに大きく、しかも増税後の回復の度合いが弱いものとなっていたことがわかる。このことを、増税後の消費の落ち込みが非耐久財においてより顕著なものとなったことと併せて考えると、増税により実質所得が大きく低下する場合には、耐久消費財の反動減に着目した対策の効果は限定的なものにとどまることが示唆される。

この点を踏まえて19年10月の増税について考えると、今回は税率の引き上げ幅が2%にとどまることや軽減税率の導入がなされることなどから、増税に伴う実質所得の低下幅はその分だけ前回引き上げ時よりも小さなものとなる。一方、景気動向自体は8%への引き上げ時よりも脆弱なものとなる可能性があることから、これらのことを総合的に勘案して増税の実施・延期の判断を慎重に行う必要があるということになる。

増税に伴う需要変動への対応策としては「消費税還元セール」と銘打った特売の解禁についても検討が進められているが、このような対策の効果は限定的なものとなる可能性が高い。「消費税還元セール」について留意すべきことは、8%への引き上げ時に禁止されていたのは「消費税還元セール」という名称で特売を実施することであって、「8%還元セール」や「春の生活応援セール」といった名称で特売を行うこと自体が禁止されていたわけではないということだ。この点を踏まえると、「消費税還元セール」という名称自体にとりわけ強い訴求力があるということであれば、「消費税還元セール」の実施が解禁されても、それ自体には需要を大きく喚起する効果は見込めないことになる。

デフレへの逆戻りの回避

消費増税をきっかけに需要が減退し、デフレへの逆戻りが生じてしまうようなことがあると、増税が財政健全化にかえてマイナスの影響をもたらしてしまう可能性がある。たとえば、現行の公的年金制度には高齢化の進展にあわせて年金給付額を抑制する仕組み（マクロ経済スライド）が導入されているが、この仕組みはデフレ下では実質的に機能しない。このため、デフレへの逆戻りが生じると、その分だけ給付水準が高止まりして年金財政の悪化（将来の年金受給者に対する給付水準の低下）が生じ

てしまうことになる。また、現在発行されている国債のほとんどは物価連動債ではなく、物価が下がっても既発の国債の元本の価額と利息の支払い額はそのままの形で維持されることとなるため、デフレ下では政府債務の実質的な負担が重くなっていくことにも留意が必要となる。

これらの点を踏まえると、増税実施・延期の判断に当たっては、増税後にデフレに逆戻りしてしまうリスクがどの程度あるかを慎重に見極めたうえで、誤りのない判断をしていくことが必要となる。

金融政策への負担の転嫁の回避

増税に伴う景気・物価の下押しに対しては金融政策による対応が求められる可能性があるが、追加的な金融緩和措置によって対応し得る余地は限られたものになるということに十分な留意が必要である。この4年間の経験から得られた大事な教訓は、金利がほぼゼロ近傍にあり、貨幣と国債がほとんど完全代替となっているもとでは、追加の金融緩和措置が金利の低下などを通じて消費や投資を刺激する効果は限定的であり、消費増税に伴う需要の減退を金融緩和措置によって十分に埋め合わせることは困難であるということだ。

こうしたもて消費増税によるマイナスの影響を金融緩和によって減殺しようとする、国債買入れ額のさらなる増額などの措置が要請されることとなり、将来、金融政策が「出口」に向かう局面となった時点における「正常化」（期落ちを通じたバランスシートの圧縮など）の作業がさらに困難を伴うものとなってしまふなど、金融政策の運営に大きな負担がかかるおそれがある²³。財政健全化に向けた取り組みを進めていくに当たっては、この点を踏まえて消費税率の引き上げなど各般の措置の実施のタイミングや規模について慎重な見極めが必要ということになる。

ここまでみてきたように、デフレ脱却と財政健全化を両立させる道筋はナローパスであるが、この5年間の経験を踏まえ、落ち着いた環境のもとで誤りのない対応がなされていくことが望まれる。

23 中央銀行のバランスシートの拡大がもたらす問題点については、植田（2003）、Sims（2016）において明快な論点整理がなされている。

参考文献

- Alesina,Alberto and Silvia Ardagna(2009) "Large Changes in Fiscal Policy: Taxes Versus Spending", NBER Working Papers No. 15438, National Bureau of Economic Research. .
- Alesina,Alberto, Carlo Favero and Francesco Giavazzi(2018) "What do we know about the effects of Austerity? " ,NBER Working Paper No. 24246,National Bureau of Economic Research..
- Attinasi,Maria Grazia and Luca Metelli(2016) "Is fiscal consolidation self-defeating?"ECB Working Paper Series No.1883,European Central Bank.
- Cashin,David and Takashi Unayama(2016) "The Impact of a Permanent Income Shock on Consumption: Evidence from Japan's 2014 VAT increase," RIETI Discussion Paper Series 16-E-052.
- Sims,Christophr(2016)"Fiscal Policy, Monetary Policy and Central Bank Independence".Jackson Hole lunchtime talk.
- 植田和男（2003）「自己資本と中央銀行（2003年度日本金融学会秋季大会における植田審議委員記念講演要旨）」,日本銀行.
- 土居丈朗・中里透（1998）「国債と地方債の持続可能性-地方財政対策の政治経済学-」,『フィナンシャル・レビュー』,第47号,大蔵省財政金融研究所.
- 中里透（2018）「“天候不順”の経済分析:消費増税後の消費動向」ERSS Discussion Paper Series J17-2,上智大学経済学部.
- 中里透・副島豊・柴田（中川）裕希子・粕谷宗久（2003）「財政のサステナビリティと長期金利の動向」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ No.03-J-7.
- 吉川洋・山口廣秀・大嶋秀雄（2017）「低迷する消費」『理事長室研究レポート』日興リサーチセンター.

【著者プロフィール】

中里 透 (なかざと・とおる)

上智大学経済学部准教授、日本政策投資銀行設備投資研究所客員主任研究員

1988年、東京大学経済学部卒業。日本開発銀行（現日本政策投資銀行）設備投資研究所、東京大学経済学部助手等を経て現職。財政制度等審議会委員、地方財政審議会特別委員。専門分野はマクロ経済学、財政運営。最近の著書として『徹底分析アベノミクス』（2014年、中央経済社、共著、原田泰・齊藤誠編）、論文として「出生率の決定要因：都道府県別データによる分析」（『日本経済研究』所収、2017年、日本経済研究センター、足立泰美氏と共著）など。

*本稿に関するお問合せは、PHP 総研までご連絡ください。
(E-mail:think2@php.co.jp)

PHP Policy Review バックナンバー

Date/No.	分野	タイトル・著者
2018.3.30(Vol.12-No.74)	外交・安全保障	トランプ政権と対米ヘッジング —ダイナミクスとシステム・インパクト— 新潟県立大学大学院国際地域学研究科長、政策研究センター教授、PHP 総研研究顧問 山本吉宣
2017.5.19(Vol.11-No.73)	経済・社会	経営戦略としての働き方改革 —先進事例に見るキーポイント— 研究コーディネーター 山田花菜
2016.5.18(Vol.10-No.72)	外交・安全保障	本格化する日本の科学技術外交 首席研究員 金子将史
2015.11.05(Vol.9-No.71)	地域政策	地方創生を深化させる「当たり前」の3原則10カ条 —拠点都市を育成し、地域連携を強化せよ— 主席研究員 荒田英知
2015.8.28(Vol.9-No.70)	外交・安全保障	中国の台頭と国際秩序の観点からみた「一帯一路」 新潟県立大学大学院国際地域学研究科長、政策研究センター教授、PHP 総研研究顧問 山本吉宣
2015.7.16(Vol.9-No.69)	外交・安全保障	競争的相互浸透秩序の可能性 —北東アジアの安全保障環境をめぐって— 新潟県立大学大学院国際地域学研究科長、政策研究センター教授、PHP 総研研究顧問 山本吉宣
2015.3.30(Vol.9-No.68)	外交・安全保障	武器輸出管理の課題 —我が国の安全保障を確保する制度と運用— 慶應義塾大学 SFC 研究所 上所員 (訪問) 森本正宗
2015.1.09(Vol.9-No.67)	外交・安全保障	デトロイト復活の胎動 —財政問題に悩む日本が学ぶべき破綻と再生のプロセス— 在アトロイト日本国総領事 片山和之
2014.5.30(Vol.8-No.66)	政治	憲法改正はなるのか —与野党試案を比較する— 研究主幹 永久寿夫
2013.9.26(Vol.7-No.65)	教育	いじめ防止対策推進法の問題点を考察する 主席研究員 亀田 徹
2013.9.10(Vol.7-No.64)	政治	『許認可等の統一的把握』をチェックする —規制改革の基盤となるデータベースとして再構築せよ— 主席研究員 熊谷 哲
2013.9.02(Vol.7-No.63)	地域政策	「道州制基本法」はいかにあるべきか —自民党骨子案を読み解く— 主席研究員 荒田英知
2013.7.31(Vol.7-No.62)	地域政策	首長の経営方針に基づいた地域経営の確立に向けて<2> —マニフェストと総合計画をいかに調整するか— コンサルタント 茂原 純
2013.7.23(Vol.7-No.61)	外交・安全保障	パブリック・ディプロマシーへの関心を強めるインドネシア 国際交流基金東南アジア総局長/ジャカルタ日本文化センター所長 小川 忠
2013.6.12(Vol.7-No.60)	地域政策	首長の経営方針に基づいた地域経営の確立に向けて<1> —マニフェストと総合計画の連動モデルとは— コンサルタント 茂原 純
2013.5.23(Vol.7-No.59)	地域政策	デフレ脱却への経済・金融政策と地域経済・地方財政の展望 神奈川大学指定管理者モニタリング・評価研究所客員教授/ファイナンシャルプランナー 伊藤敏孝
2013.3.27(Vol.7-No.58)	経済	アベノミクスによる政治的景気循環の行方 —憲法改正を視野に入れた財政再建戦略を描け— 主任研究員 宮下量久
2013.2.13(Vol.7-No.57)	外交・安全保障	日本の外交と科学技術の創造的なサイクル形成を 主席研究員 金子将史
2013.1.30(Vol.7-No.56)	地域政策	首都圏における高齢者急増に対する施設とサービスの絶対的不足 コンサルテイング・フェロー/県庁ファイナンス・レポート研究所代表取締役 望月伸一
2013.1.30(Vol.7-No.55)	地域政策	公共施設マネジメントにおける合意形成の進め方 ～総論賛成、各論反対を突破するために～ 主任研究員 佐々木陽一
2012.11.22(Vol.6-No.54)	地域政策	【緊急提言】 東京都知事選を政策本位で考えるための8つの視点 主席研究員 荒田英知
2012.11.13(Vol.6-No.53)	教育	教育委員会廃止を提案する —政治的中位性をいかに確保するか— 主席研究員 亀田 徹
2012.10.24(Vol.6-No.52)	外交・安全保障	【緊急提言】 新段階の日中関係に適合した多面的なパブリック・ディプロマシーの展開を 主席研究員 金子将史
2012.07.11(Vol.6-No.51)	外交・安全保障	日本の外交・安全保障政策の知的基盤をいかに強化するか —政策シンクタンクのあり方を中心に— 主席研究員 金子将史

『PHP Policy Review』

Web誌『PHP Policy Review』は、PHP総研の研究者や各界の研究者の方々の研究成果を、ホームページ上で発表する媒体です。各号ごとに完結した政策研究論文のかたちで公開しています (<https://thinktank.php.co.jp/policyreview/>)。

21世紀に入り、中国をはじめとする新興国の台頭により、これまでの国際政治の地図が大きく塗り替えられようとしています。グローバル化の進展は、世界の多くの人々を豊かにすると同時に、グローバルに波及する金融経済危機の頻発を招くなど、新たな問題を惹起してもあります。国内に目を転じれば、少子高齢化社会の進行、公的債務の増加、地域の衰退、教育の荒廃など、将来に向けて解決すべき課題が山積しています。

これらの問題の多くは、従来の発想だけでは解決できないものです。官民の枠を超え、様々な智慧が求められています。『PHP Policy Review』では、「いま重要な課題は何か」「問題解決のためには何をすべきか」を問いながら、政策評価、政策分析、政策提言などを随時発表してまいります。

『PHP Policy Review』 (Vol.12-No.75)

2018年5月発行

発行責任者 永久寿夫

制作・編集 政策シンクタンク PHP総研
株式会社PHP研究所

〒135-8137 東京都江東区豊洲 5-6-52

NBF豊洲チャンネルフロント

Tel: 03-3520-9612 Fax: 03-3520-9653

E-mail: think2@php.co.jp

© PHP Institute, Inc. 2018