

消費増税先送りの影響を考える 金利は1.7%上昇、国債は大幅格下げのリスク

経調査部エコノミスト

千野珠衣

03-3591-1294

tamai.chino@mizuho-ri.co.jp

- 日本の長期金利は、政府の財政規律に対する暗黙の信認の存在など、日本固有の要因により約1.7%下押しされていると推計され、潜在的な金利急騰リスクを抱えた状況にある。
- また、公的債務残高と国内総貯蓄のデータをもとに、国債格付がトリプルB以下にまで格下げされる確率を推計したモデルを日本に当てはめると、日本の格下げ確率は過去10年で急上昇している。
- 消費増税の先送りや財政健全化の遅れは、日本が抱えるこうしたリスクを市場に強く意識させる契機にもなりかねない。予定通りの税率引き上げを含めた財政再建化への着実な取り組みが必要だ。

1. はじめに

政府は、消費税率引き上げについて、あらゆる角度からその道筋について検討するとしている。8月26日から31日にかけては、有識者60名が消費増税に対する意見を述べる「今後の経済財政動向等についての集中点検会合」が開催された。本会合における意見や、9日に公表された4~6月期GDP2次速報の結果、10月1日に公表予定の日銀短観（9月調査）の結果などを踏まえて、10月上旬に消費増税に関する最終判断が下される予定である。

前述の集中点検会合では、既に昨年8月に成立済みの社会保障・税の一体改革関連法に沿って「2014年度に3%、2015年度に2%消費税率を引き上げる案」、「消費増税を先送りする案」、これとは別に「消費税率引き上げの時期や増税幅を改めて設定する案」などが幅広く検討された。同会合では、予定通り引き上げるべきとの意見が60人中46人と大半を占めた（図表1）。足元の経済情勢が良好であることを踏まえると、社会保障制度の維持や日本国債への信認確保のためにも、予定通り消費税率を引き上げることが望ましいとの意見が多い。

本稿では、消費増税が先送りされ

図表1 集中検討会合での有識者の意見

	①消費税 増税	①の理由(複数回答)					
		経済 情勢	信認 確保	世代間 格差	タイ ミング	社会 保障	政治
予定通り	46	10	14	6	5	30	7
1%ずつ	6	5	2	0	3	2	0
先送り	8	5	3	0	5	2	2
(小計)	60	20	19	6	13	34	9
不明	3						

(人)

1.集中点検会合における有識者60人の意見を集約したものである。
 2.任意回答・複数回答のため、必ずしも合計が出席者数と一致しない。
 3.予定通り引き上げと回答した人のうち、理由が「経済情勢」とした人は足元の景気の良好さを、「信認確保」とした人は、予定通り引き上げないことで日本国債や日本政府に対する信認が低下し、これによって金利が上昇したりや株価が下落するのを避けることを、「世代間格差」とした人は世代格差の是正になることを、「タイミング」とした人は足元の景気や国民からの理解を踏まえると今が最適なタイミングであることを、「社会保障」とした人は社会保障制度の維持に必要なことを、「政治」とした人は決められる政治をアピールすることが重要であることや、国民が選挙で増税を受け入れていることを理由として意見した。
 4.1%ずつ・先送りと回答した人のうち、理由を「経済情勢」とした人は足元の景気の悪さを、「信認確保」とした人は、消費税を予定通り引き上げなくても信認が低下したり金利が上昇することはないことを理由として意見した。なお、予定通り引き上げと回答した人のうち、足元の景気回復は不十分と回答した人は4人(非計上)。
 (資料)内閣府のHP「今後の経済財政動向等についての集中点検会合」掲載の会議資料及び大臣記者会見要旨などよりみずほ総合研究所作成

た場合に、長期金利や日本国債の格付けに対してどのような影響が及びうるのかを考察することで、最終判断に向けてのひとつの材料を提供したい。

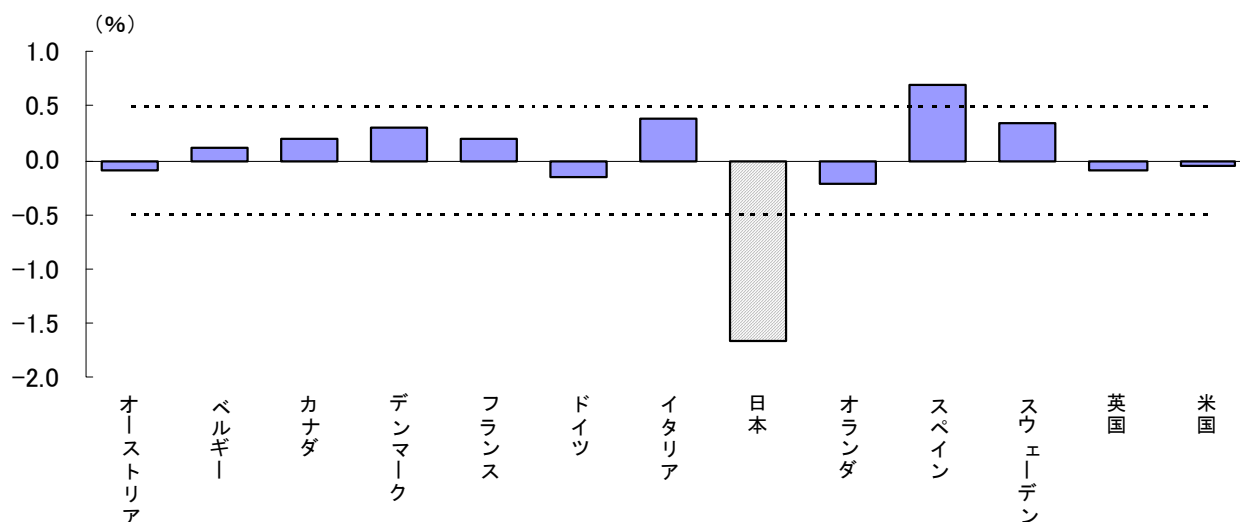
2. 消費税率を予定通り引き上げなければ、中期財政計画の目標達成は先送り

8月8日に経済財政諮問会議に提出された内閣府の資料「中長期の経済財政に関する試算」によれば、政府が目標とする成長率やインフレ率が実現すると想定のもとで、消費税率を予定通り（2014年4月に8%、2015年10月に10%へ）引き上げた場合、2015年度の国・地方の基礎的財政収支（以下、プライマリーバランス）の対GDP比は▲3.3%と、2010年度比の赤字半減は可能である¹。それでも、同試算によれば、2020年度のプライマリーバランス（対GDP比）を黒字化することはできない²。この試算が正しければ、消費税率の引き上げを先送りしたり、引き上げ幅を縮小した場合、中期財政計画に明記された2015年度のプライマリーバランス（対GDP比）の赤字半減目標を達成することは極めて難しくなるほか、2020年度にプライマリーバランス（対GDP比）を黒字化することはほぼ不可能となる。特に、消費税率引き上げを先送りした場合には、目標達成年度は大きく後ズレする。

3. 日本の長期金利は「日本固有の要因」で約1.7%下押しされている

消費増税の先送りなどによって財政再建が遅れた場合に生じる大きな問題としては、長期金利の急騰リスクが指摘される。日本の長期金利は、経済の停滞やデフレ、マクロの貯蓄超過といったファンダメンタルズ要因に加えて、以下のような、いわば「日本固有」の要因によって、諸外国に比べて低く抑えられている可能性があると考えられる。すなわち、「日本政府が財政規律を維持し財政再建を実現するという暗黙の信託が存在すること」や、実際に「諸外国と比べてわが国の消費税率はなお低く、財政再建のための増税余力が十分にあるとみなされていること」などである。逆に言えば、消費増税の先送りなどによって、これらの信憑性が危ぶまれるような事態に陥った場合には、長期金利が

図表2 国ごとに「固有な要因」が長期金利に与える影響



(注)10年物国債金利を、OECD13カ国(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)の年次データ(期間:1983年~2012年「出典:OECD」)を用いてパネル分析した。説明変数として、短期金利、物価上昇率、基礎的財政収支(対GDP比)を2乗したもの、(総貯蓄額-公的債務残高)の対GDP比を採用した。同モデルには、年・国ごとに固有な平均値ゼロの固定時点効果・固定個別効果を盛り込んだ。図表は、固定個別効果の内訳(推計方法の詳細は、脚注5を参照)。

(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

急騰するリスクがあると考えられる。

上記に挙げたような「日本固有の要因」で日本の長期金利がどの程度押し下げられているのかを推計するため、Ardagna (2004) ³を参考に、OECD13カ国のパネルデータを用いて、長期金利を、短期金利、物価上昇率、プライマリーバランスの対GDP比、(総貯蓄額 - 公的債務残高)の対GDP比で説明する非線形モデルによって回帰分析した。先述したような日本固有と思われる要因を明示的に特定して変数化することはできないため、ここでは、上記のファンダメンタルズ変数の他に、固定個別効果(国別ダミー変数)をモデルに盛り込んだ。なお、推計期間内の各時点においてグローバルに共通するとみられる金利変動要因(グローバル経済環境等)については、個別時点効果(時点ダミー)を盛り込むことで対応した⁴。

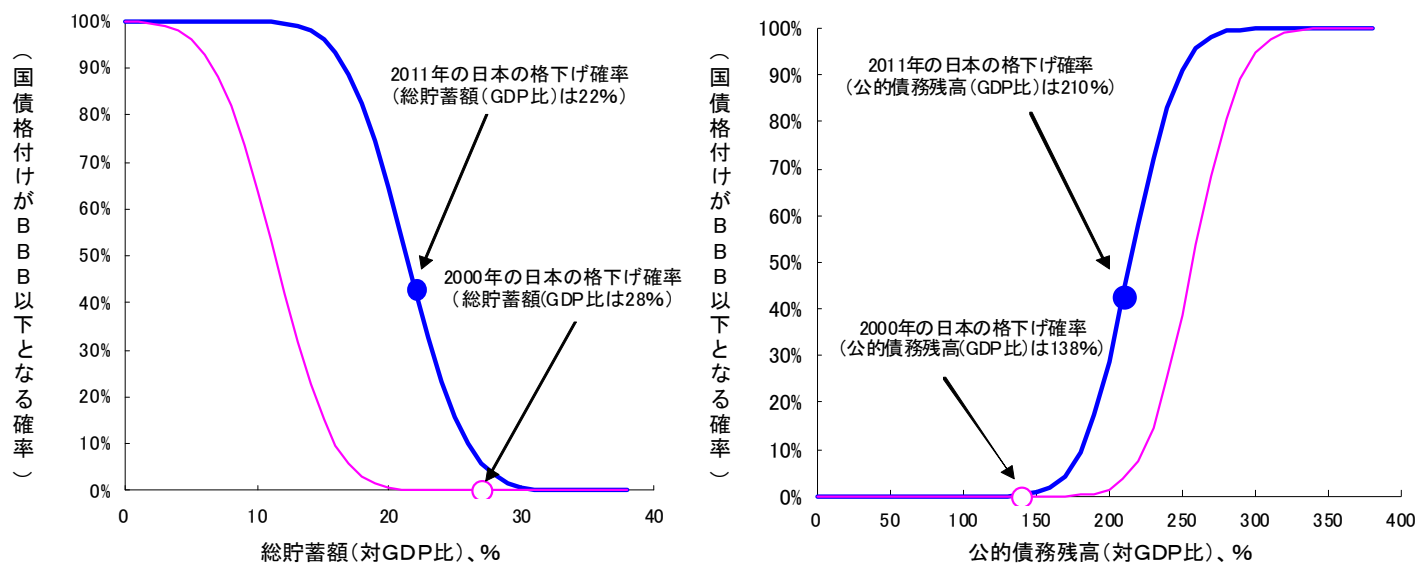
推計の結果⁵、日本の長期金利は、「日本固有の要因」によって約1.7%押し下げられている可能性が示された(前掲図表2)。他国においては、各国固有の要因が長期金利に与える影響は最大でも±0.5%程度の範囲にとどまっており、日本は「日本固有の要因」が極めて重要な金利抑制要因になっているといえる。こう考えると、先に指摘したように、日本はこうした要因が劣化することで、長期金利が急騰する潜在的なリスクを抱えた状況にあるということが出来る。

4. 日本国債がトリプルB以下に格下げされるリスクは急激に高まっている

政府の財政規律維持に対する信認が危ぶまれる状況になった場合には、金利上昇に加えて、長期国債の格付にも少なからぬ影響が及ぶことが予想される。さらに国債の格下げが、長期金利の上昇に拍車をかける可能性もある。そこで、次に日本国債の格付が大幅に引き下げられる可能性がどの程度あ

図表3 日本国債がトリプルB以下となる確率(2000年・2011年)

(総貯蓄額(対GDP比)の変化に応じた確率) (公的債務残高(対GDP比)の変化に応じた確率)
 - 公的債務残高(対GDP比)を固定 - - 総貯蓄額(対GDP比)を固定 -



(注)国債格付けがBBB以下となる確率を、OECD先進国17カ国(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、アイルランド、アイスランド、アイスランド、イタリア、日本、オランダ、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、米国、英国)のパネルデータからロジットモデルで推計(期間:1975-2012年)。説明変数として、政府債務残高、総貯蓄額(全てGDP比)を活用した(推計方法の詳細は、脚注7を参照)。左のグラフは、公的債務比率を2000年時点・2011年時点の値に固定した場合に総貯蓄額比率が変化した場合の確率。右のグラフは、総貯蓄額比率を2000年時点・2011年時点の値に固定した場合に公的債務比率が変化した場合の確率。

(資料)Ons Jedidi(2013)、OECD、Bloomberg、The World bankなどよりみずほ総合研究所作成

るのかを考えてみたい。ここでは、Ons Jedidi(2013)⁶を参考に、日本を含むOECD17カ国の政府債務残高比率、総貯蓄額比率（いずれも対GDP比）のデータをもとに、国債がBBB（以下、トリプルB）以下となる確率をロジットモデル⁷で推計し、その結果を日本に当てはめてみた。

結果を示したものが前掲図表3である。前掲図表3の左図は、公的債務残高比率を日本の2000年時点および2011年時点の値に固定した場合に、総貯蓄額比率の変化に応じて、日本国債がトリプルB以下に格下げされる確率がどう変わるかをみたものである。そして右図は、逆に総貯蓄額比率を固定した場合に、公的債務残高比率の変化に応じて格下げ確率がどう変化するかをみたものである。ドットで示した部分が、2000年時点・2011年時点それぞれにおける日本国債の格下げ確率である。図表からは、2000年時点ではほぼ0%であった日本国債の格下げ確率が、2011年時点では45%へと急激に上昇していることが分かる。

なお、2000年時点と比べ、2011年時点における確率変化を示すグラフは、上方にシフトしている。これは、この間の総貯蓄額、公的債務残高がいずれも悪化したために、仮に片方の変数が同じ水準であったとしても、国債格下げ確率が上昇していることを示している。

前掲図表3は、以下の2つのことも示している。1つは、総貯蓄額や公的債務残高がある閾値を越えると、国債の格下げ確率が急激に高まることである。もう1つは、2000年から足元にかけて総貯蓄額や公的債務残高が、前述した閾値を大きく越えて推移してきたことである。つまり、総貯蓄額比率が30%を大きく下回るようになってきたことに加えて、公的債務残高比率が150%を大きく超えて上昇してきたことが、2000年以降の国債の格下げ確率を急激に上昇させてきたといえる。

今後、高齢化の進展などから、国内の総貯蓄が取り崩されれば、国債格下げ確率は上昇することになる。さらに、財政再建が遅れて公的債務残高比率が上昇すれば、日本国債の格下げ確率は急激に高まることになる。前掲図表3を前提とした場合、今後、総貯蓄額比率が過去10年間と同じスピードで低下し、15%程度近くまで低下すれば、国債がトリプルB以下に格下げされる確率は8割近くまで上昇する計算となる。この間、同時に公的債務残高比率が上昇すれば、左右の図表がいずれも2011年時点以上に上方シフトして、日本国債はほぼ確実に格下げされることになるだろう。

5. 金利上昇リスクを抱えるなかでは、早期の財政健全化が求められる

本稿では、現状低位に抑えられている長期金利が、政府の財政規律に対する暗黙の信認の存在などの「日本固有の要因」によって、約1.7%の潜在的な金利急騰リスクを抱えていることが確認できた。また、日本の財政状態・貯蓄状況などを考えれば、日本国債が大きく格下げされるリスクは急激に高まっていることも分かった。

こうした状況下で、消費税増税の先送りなどによって政府の財政規律維持に対する信認が危ぶまれる状況となれば、日本の抱える潜在的なリスクが市場に強く意識されることで、長期金利の上昇に拍車がかかる可能性がある。以上を考慮すれば、財政健全化に向けた取り組みを着実に進めることが重要であり、予定通りの消費税率の引き上げは最低限必要な対応だと思われる。

- 1 内閣府「中長期の経済財政に関する試算（2013年8月8日・経済財政諮問会議提出）」によれば、①2013年～2022年度の平均成長率が実質2%、名目3%程度、②消費者物価上昇率（消費税率引き上げの影響を除く）が2年程度で2%程度まで上昇、中長期的に2%近傍で安定的に推移すると仮定した経済シナリオのもとで、かつ③2014年度・2015年度に「中期財政計画（案）」を踏まえて基礎的財政収支の改善努力が行われた場合、2015年度の国・地方の基礎的財政収支（復旧・復興対象の経費及び財源の金額を除いたベースの対GDP比、以下同じ）は▲3.3%程度と、2015年度と同基礎的財政収支（対GDP比）を2010年度から半減する目標（▲3.3%）を達成できるとしている。
- 2 内閣府は同資料において、上記と同様の想定のもと、2020年度の国・地方の基礎的財政収支は▲2.0%程度になると計算している。このため、2020年度の黒字化目標を達成するためには、更なる収支改善努力が必要としている。加えて、同試算では、2020年度の公債残高の対GDP比（復興債を除く）が187.9%まで上昇し、その後も公債残高の対GDP比（復興債を除く）が横ばい圏で推移することを見込んでいる。2020年度以降の公債残高の対GDP比（復興債を除く）を安定的に低下させるためには、更なる努力が必要としている。

3 Silvia Ardagna (2004) 「Fiscal Discipline and the Cost of Public Debt Service –Some Estimate For OECD Countries」 (Working Paper Series No.411/November 2004 European Central Bank)

4 「各国の経済成長率」を説明変数に加えて脚注5のモデルを推計した場合、固定時点効果モデルを採用すると「各国の経済成長率」が有意ではなくなる。これは、固定時点効果が「世界経済の成長率などの世界に共通した経済環境など」を含意しており、「各国の経済成長率」に近似した動きをしているためと考えられる。固定時間効果モデルを採用して、「各国の経済成長率」を説明変数から除いた場合には、固定時点効果モデルを採用せずに「各国の経済成長率」を説明変数に加えた場合と比べてモデルの精度が高まることから、今回は前者のモデルを採用した。

5 以下のようなパネル分析を推計（OECD13カ国のデータを使用）し、その固定個別効果を算出した。

$$10 \text{ 年物国債金利} = 3.008 + 0.439 \times \text{短期金利} + 0.203 \times \text{物価上昇率} - 0.005 \times \text{基礎的財政収支} \\ (0.000) \text{***} \quad (0.000) \text{***} \quad (0.000) \text{***} \quad (0.014) \text{**} \\ \text{の対GDP比の2乗} - 0.007 \times (\text{総貯蓄額} - \text{公的債務残高}) \text{の対GDP比} \\ (0.001) \text{***}$$

- ・標本数：372、自由度修正済み決定係数：0.96、推計期間：1983年～2012年の年次データ
- ・括弧内のP値はwhite(diagonal)修正を行った。***は有意水準1%、**は有意水準5%で有意。
- ・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。
- ・Wu-Hausman検定の結果、時点効果・個別効果とも変量効果であるという帰無仮説が棄却されたことから、固定時点効果・固定個別効果をモデルに採用した。固定時点効果については、脚注4をご参考。
- ・10年物国債金利と（総貯蓄額・公的債務残高）の対GDP比には内生バイアスが働くとみられることから、（総貯蓄額・公的債務残高）の対GDP比を内生変数とし、右辺の1期ラグを操作変数に加えて操作変数法で推計した。
- ・説明変数である、基礎的財政収支の対GDP比については、基礎的財政収支の対GDP比をそのまま説明変数として推計した場合よりも、基礎的財政収支の対GDP比の2乗を説明変数として推計した場合の方が係数のP値や推計式の決定係数が上昇したことから、基礎的財政収支の対GDP比の2乗したものを採用した。このことは、基礎的財政収支と長期金利の関係が非線形であり、基礎的財政収支が悪化すれば悪化するほど長期金利の上昇が加速することを示している。もっとも、公的債務残高の対GDP比については、基礎的財政収支の対GDP比とは反対に2乗をすると係数のP値や推計式の決定係数が低下することから、そのまま説明変数に加えた。

6 Ons Jedidi (2013) 「Predicting Sovereign Debt Crises: A Panel Data Approach Using Composite Indices」

7 以下のようなロジットモデルを推計し（OECD17カ国のデータを使用）した。

$$\text{Pr} (\text{国債の格付けがトリプルB以下} = 1 \mid \text{公的債務残高の対GDP比, 総貯蓄額の対GDP比}) \\ = \Lambda (-2.129 + 0.038 \times \text{公的債務残高の対GDP比} - 0.277 \times \text{総貯蓄額の対GDP比}) \\ (0.068) * \quad (0.000) \text{***} \quad (0.000) \text{***}$$

- ・標本数：435、対数尤度：-42.244、推計期間：1975年～2012年の年次データ（6回の反復計算で収束）
- ・被説明変数がゼロの値をとるサンプル数は413、説明変数が1の値をとるサンプル数は22
- ・ロジットモデルを採用（ロジットモデルの対数尤度は、プロビットモデルの対数尤度に比べて高い）

-
- 本来の実現値がゼロのものうち正しく予測した比率は 99.27%、本来の実現値が 1 のものうち正しく予測した比率は 50.00%。***は有水準 1%、*は有意水準 10%で有意。
 - OECD17 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、ギリシャ、アイルランド、アイスランド、イタリア、日本、オランダ、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、英国、米国。
 - 各国の国債の格付けは、スタンダード&プアーズの格付け。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。