

消費税増税と日本銀行の関係 ～2013年秋に向けた金融緩和の強化～

発表日：2012年8月13日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（TEL：03-5221-5223）

消費税増税と金融政策は、一見独立の関係にあるように思える。しかし、両者は密接である。これまで日銀は、流動性供給の目的で国債購入を増やしてきた。日銀がことあるごとに財政ファイナンスに警戒感を漏らしてきたのは、購入した国債の裏づけになる財源確保をしっかりと決めてほしいという意思表示だったと考えられる。今後、日銀は、政府が消費税率引き上げの判断をする 2013 年秋に向けて、協調関係をより強めると予想される。

財政ファイナンスを恐れる日銀

日銀は、政府の発行する国債を直接引き受ける「財政ファイナンス」＝マネタイゼーションを極度に恐れている。もしも、政府が中央銀行に資金調達を依存することになれば、財政規律が失われて、質の悪い歳出拡大が横行することになりかねないからだ。例えば、日銀に引受けさせた国債 100 兆円を元手に国民 1 人に 80 万円をばらまく特別減税を行ったとしよう。国民の間には、消費税増税をせずに日銀の国債引受で済ませればよいではないかという議論が高まる。納税意識がとことんまで地に堕ちて、財政規律も喪失する。財政ファイナンスの恐ろしさは、歳出・歳入面での規律の崩壊と導火線がつながっている点である。

現在の日銀は、国債購入は財政ファイナンスとは無関係という建前を守っている。流通市場からの国債購入は資金供給を目的とする金融政策上の措置の一環だという建前を採っている。このスタンスは、金融政策と財政政策が別だという主張に聞こえる。

しかし、いくら日銀が長期国債の買い切りは流動性供給の目的だと言い張っても、間接的に、政府の国債消化を助けているのは事実である。政府の資金繰り支援を直接は行っていないくとも、間接的に利害がつながっている。長期金利を引き下げるとは、金融政策の政策効果の浸透に欠かせない作用であると同時に政府の資金調達コストを引き下げている。長期国債の購入を通じて日銀が長期金利低下を促すと、それは政府の国債管理政策にも貢献する。金融政策と財政政策との境界線がわかりにくくなるほどに、金融政策は財政政策の領域に接近している。

ここで注意したいのは、日銀が、国債購入は「財政ファイナンスではない」と予防線を張っている言葉の意味である。日銀は財政ファイナンスという言葉はかなり広い意味合いで使っている。国債の直接引受（マネタイゼーション）以外のことまで、財政ファイナンスと関連するとみなしている点が、筆者を含めて金融関係者には理解しにくい。どうして日銀が財政ファイナンスを拡大解釈するのかという理由もわかりにくい。

消費税率の引き上げに肯定的な日銀

政府と日銀の関係に関して、政府が健全な手法で財政再建を目指す限りは、政府は日銀に資金繰り支援をお願いするような間柄ではないと言える。だから、日銀が国債管理政策に協力することは、財政再建の推進と合目的な行動であり、財政ファイナンスの悪しき道に足を踏み入れる可能性があるなどと、大仰に騒ぐ必要はない。日銀が沈黙を守らずに、財政ファイナンスという懸念にことさらに言及するのは、逆効果に思える。

ここを読み解くと、日銀は「国債購入は流動性供給の一環だ」と言い続けているだけでは、政府が徐々にマネタイゼーションに寛容になってくる可能性があることを警戒しているからだろう。現在の政府は、財政ファイナンス

にならない前提で節度を守っていても、将来はスタンスを徐々に変えてくるリスクまで心配しているのである。だから、財政ファイナンスについて拡大解釈をして、危険エリアを広げて金融市場に告げることで、国債購入が無制限に拡大しないように注意を払っているのだろう。

白川総裁の考え方を知る上で格好の材料がある。2012年4月21日に白川総裁がワシントンで行った「財政の持続可能性の重要性」という講演である。「財政の持続可能性と中央銀行の関係：一般的な整理」と題して述べられているのは、

「『時間を買う』ことの意義は、金融市場が不安定化する中で、財政の持続可能性回復に向けた国民の合意形成に必要な時間や財政健全化措置が投資家の信認を得るまでの時間を確保することにあります。しかし、財政改革へ向けての意志が弱かったり、決定された措置が実効性を欠くものであった場合は、時間を買うことの副作用も大きくなります。すなわち、金融市場の小康が保たれ国債金利が安定することで、事態の深刻さへの危機意識が薄れ、改革へのモメンタムが低下する可能性もあります。その結果として財政赤字の拡大が続き、金融システム不安が再燃すれば、中央銀行は国債担保の流動性供給、あるいは国債買い入れを通じて、最終的に際限のない流動性供給に追い込まれる可能性があります」

少し長い引用であるが、筆者の理解では、要するに中央銀行が時間稼ぎをしている間に増税をして財政の持続可能性を担保してほしいと言っている。政府が必要な対応を採らずに債務支払い能力を失った場合（インソルベントになった場合）、いよいよ財政ファイナンスの危険性が高まる。

おそらく、日銀は消費税増税が必要と考えており、それを政府に強力に推進して欲しいと思っている。8月9日の白川総裁の記者会見では、消費税法案の成立について尋ねられて、一般論と断った上で、「財政の持続可能性が維持されること、それに対する信認が確保されることは、物価の安定、金融システムの安定の基礎的で最も大事な条件です」と述べている。「物価安定、金融システム安定」が、金融政策の使命だと読み替えると、消費税増税によって財政再建を目指すことは金融政策の使命とも合致すると言っている。この発言は、財政政策と金融政策の利害が一致していることを示している点で興味深い。

資産買入基金の考え方

従来、日銀が国債の買い入れを進めるに当たって気を配ってきたのは、成長資金を供給する範囲を超えて長期国債の残高を増やすことである。これは、銀行券ルールと呼ばれ、長期国債の保有残高を銀行券発行残高の範囲内に留めるという日銀自身の内規である。内規だから自由に改廃してもよいという批判は、形式論にかこつけた乱暴な議論だ。

もともと不換紙幣である日本銀行券は、日銀のバランスシート上では、国債などの資産を裏づけに発行された負債になる。その銀行券の健全性を担保するのは、資産側の健全性である。銀行券の発行残高は、民間部門の保有動機によって決まる内生変数なので、政府も日銀の勝手に操作できない。だから、銀行券発行残高を基準にして、それを上回らないように長期国債の保有残高を抑えるとするのが、日銀に国債購入の規律を持たせることになる。少しわかりにくいのが、銀行券の信用力は、銀行券の発行残高以内に日銀が国債購入の規模がコントロールされているから、野放図には増えないということで担保されている。この銀行券ルールは、同時にオペの一環としての国債購入が、財政ファイナンスにならないように別に管理されているという理屈付けのひとつにもなってきた。

ただし、2001年の量的緩和政策開始によって、日銀当座預金残高が膨らむと、当座預金を大幅に増やすために銀行券ルールは邪魔になってくるという側面も表れてきた。白川総裁は、包括緩和政策を2010年10月から実施するに当たって、資産買入基金の中で保有している長期国債は銀行券ルールに該当しないという新しい取り決めを行って、銀行券ルールの縛りを一時的になくしている。これは、資産買入基金が期間限定のスキームであり、その

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

中で長期国債を購入するとしても、時間が経過すると解消する扱いだから、長期的に規律は保たれるという判断による。つまり、一定期間が経過した後は、銀行券ルールが再び遵守されるという仕組みになっているのである。

資産買入基金のルールをみると、当初、買入期限は 2011 年末に設定されており、そこで残存期間 2 年の長期国債を購入することになっていた。長期国債の満期が到来するのは 2013 年末という計算であり、そこまで資産買入基金が存続するという仕掛けになる。この期限は、その後変更されて、現在では 2013 年 6 月末までに残存期間 3 年の長期国債を購入することで、2016 年 6 月末までとなっている。

日銀の受け止めとしては、政府が消費税率を引き上げて財政再建に一定の目途をつける基盤を固めたことで、包括緩和が時限的な措置だという根拠を明確にできたと考えているだろう。2016 年 6 月末までになれば、資産買入基金は自動消滅するので、財政ファイナンスにつながりかねない状況も解消する。極端な解釈をすれば、2013 年 6 月までの買入期限の中で残存期間 3 年以内の国債を購入するという取り決めの中ならば、もっと積極的に残高を積み上げることをできるようになったという見方もできる。

政府との協調関係

消費税と日本銀行の関係を考えるとき、消費税増税を所与の条件として扱えるかどうかという吟味が必要だ。

消費税法案の成立によって、消費税率を引き上げることは確定したという訳ではない。消費税率の引き上げに当たっては、「経済情勢の判断を行うとともに、経済財政状況の激変にも柔軟に対応する観点から」、「その施行の停止を含め所要の措置を講ずる」とある。現状で見込まれているのは、2013 年秋頃になってそのときの政権が経済情勢に照らして消費税率を 8%に引き上げるかどうかを判断すると考えられている。経済情勢の前提としては、2011 年度から 2020 年度までの平均において名目 3%、実質 2%程度の望ましい経済成長率に近づけるための政策対応が講じられることになっている。金融政策は、2013 年秋の成長率を盛り立てることを暗黙のうちに求められている。

2012 年 7 月の展望レポート中間評価では、2013 年度の実質成長率 1.7%（中央値）、消費者物価 0.7%（同）が見込まれている。この数字の設定は、消費税率を引き上げられる経済環境に近づけるという目標を日銀が強く意識している。日銀からすれば、ここで掲げられた経済・物価のパフォーマンスを何としても達成したいと考えている。だから、今後の金融政策は、2013 年に入ってから次期日銀総裁の任命をはさんで、客観的にみて 2013 年秋までは積極的な姿勢を後退させることは考えにくい。

消費税と物価安定の目途

金融関係者の間では、日銀の経済・物価見通しがやや楽観的だと言われている。特に、物価安定の目途の達成について、日銀が遠からず 1%を達成できると言っている点に関して疑問を抱いている人は少なくない。

これは具体的には、「先行きについては、（消費者物価の上昇率が）2012 年度は+0.3%、2013 年度は+0.7%、さらにその先をみると、遠からず 1%に達するというのが私どもの判断」だと述べた白川発言を指している。この 2013 年度の数字は消費税率の駆け込み要因を含めていないという。だから、余計に自律的回復の作用だけで達成されるという見解は少し強すぎるという印象になる。

この点、筆者は、むしろ発想を変えて、消費税の駆け込み要因が加わると、経済成長率、消費者物価上昇率が 2013 年度後半にかけて押し上げられて、2014 年度も消費者物価が増税分だけゲタを履くことに注目したい。駆け込み要因を含めると、消費者物価が 1%までは行かなくとも、いくらか嵩上げされることはあり得る。

消費税率の引き上げというイベントは、日銀にとってリスクであるとともにチャンスでもある。もしも、2 度の消費税増税を鑑みて企業が増税分を円滑に消費者に価格転嫁できれば、形式上はデフレ圧力を企業が受けずに済

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

む。中小企業などが強制的に価格転嫁を試されて、それに成功すれば日本経済はデフレ脱却に大きく前進できる。

逆に、消費税増税を徹底して批判する論者は、消費税増税分をおおむね価格転嫁できないと悲観的にみている。デフレ脱却の経済的基盤は、消費税の価格転嫁と密接に関係している。

日銀がなぜ「遠からず 1%に達する」と自信を持っているのかは、駆け込み需要の盛り上がりを経済の助走にできるチャンスをもっと多くの企業が見逃さないという観測からだろう。これは、政府が 2013 年秋に消費税増税を最終判断する際に念頭に置いている考え方とも共通するものだろう。

将来の駆け込み需要について、筆者は 1996 年のときよりもデータ上では大きく出そうだとみている。実質 GDP の構成に関しては、現在、実質耐久消費財のウェイト※が 8.4~8.8%と極めて高くなっていて、駆け込み需要の影響が表れやすい。過去よりも現在の方が、経済成長率全体への駆け込み需要の押し上げ寄与が大きいことは、2013 年秋の判断においては消費税率の引き上げを肯定しやすいバイアスだと考えられる（その分、2014 年以降は反動減も誇張される）。

※2013 年秋は 2005 年の基準年からさらに離れるので、ウェイトはより高まることになる。

最後に、日銀にとって、2013 年度の消費者物価上昇率の押し上げに影響力を及ぼせるルートを考えるのならば、為替レートを円安に誘導して、輸入物価への押し上げを促すことであろう。日銀が人為的に円安誘導ができるかどうかは不確定要素が強いが、今後の政策委員会はその点をより掘り下げて物価安定の目途の実現可能性を議論すると予想される。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。