

テーマ：増税による経済成長の条件

2010年8月3日(火)

～我が国でクラウドイン効果は期待薄。重要となる金融政策のサポート～

第一生命経済研究所 経済調査部

首席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

副主任エコノミスト 近江澤 猛 (03-5221-4526)

副主任エコノミスト 鈴木 将之 (03-5221-4547)

(要旨)

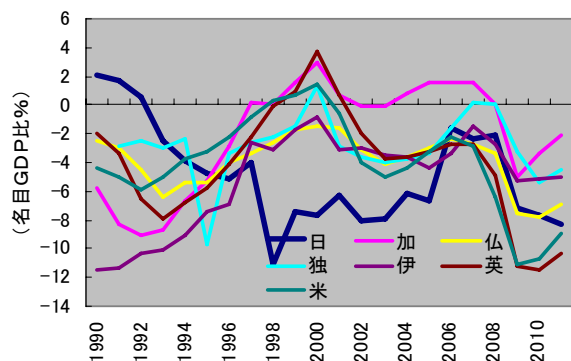
- 日本の財政は先進国で最悪の状態にある。これは、リーマンショック克服のための積極的財政政策に加え、名目成長率や資産価格の低迷を背景に税収の自然減収効果が大きく働いたことによるものである。
- 事実、日本の財政赤字にはデフレ的な要因が大きい。中央・地方政府ベースの財政赤字を要因分解すると、2009年度の財政赤字のうち6割以上は需要不足による赤字が占めており、構造的な赤字は4割未満に過ぎない。このことは、増税すれば自動的に財政再建が達成されるとの見方が困難であることを示している。
- 1990年代に欧米諸国でなされた財政再建は、景気回復につながるケースも多かった。これは、財政再建が家計のコンフィデンスを高めて消費を促進する非ケインズ効果ではなく、専らクラウドイン効果と金融政策のサポートによる金利低下が民間設備投資の増加等を経て回復に寄与したものだと考えられる。翻って日本の現状を考えると、長期金利は低水準にあり、クラウドイン効果の余地は非常に乏しい。むしろ、米国に比べて金融緩和が不十分であることから円高が慢性化し、デフレ克服を困難にしている側面がある。
- 少子高齢化が急速に進む日本の場合、財政再建を進めるに当たって歳出の抑制と国民の負担増を組み合わせる必要性が高い。そのためには、まず経済の活力を高める政策を推進し、デフレ脱却を促す金融政策のサポートと、消費税を中心とした増税スキームの構築による迅速な増税という合わせ技で経済成長と財政再建を辛抱強く進めていくことが重要である。

●先進国で最悪の状態にある我が国の財政

リーマンショック前の日本の財政は、先進国の中で最も改善傾向にあった。一般政府ベースの財政収支は2008年時点で名目GDP比▲2.6%まで縮小し、政府長期債務の名目GDP比は2005年をピークに低下傾向にあった(資料1、2)。これは、2000年代に取られた財政再建努力により一般歳出の伸びが抑制されたことも一因である。しかし、それ以上に、①世界的な金融バブルの到来に伴う企業収益の拡大により、税収に自然増収効果が大きく働いた、②資産価格の上昇を背景に金融・土地取引関連の税収増や時価会計導入による損失の繰り延べ期限が到来し始めたことなど歳入増の要因による面が大きい。世界的な金融バブルによる極めて特殊な好況により、税収の動向も通常の好況時と全く異なるものになったと見ることができる。なぜなら、損失繰り延べの期限が到来し始めたことにより、企業が利益に見合った税金を払わなければならなくなり、税収はGDPの動向が示唆する水準を遥かに超えて増加したからである。

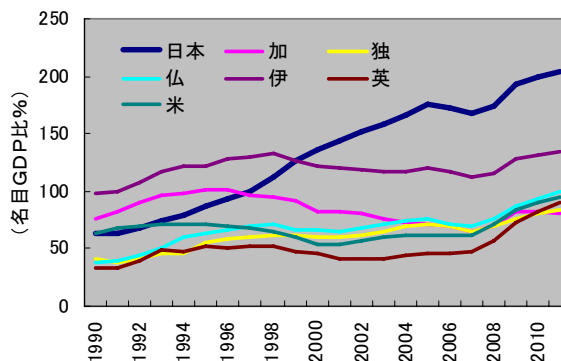
リーマンショックから2年近くが経過した今日、日本の財政は急激に悪化している。政府長期債務の名目GDP比は190%と戦後の平常時における先進国では前例のない高さに到達しつつあり、2009年度の中央・地方の財政赤字は名目GDPの10%以上に拡大した。これは、リーマンショックからの克服に伴う積極財政政策だけでなく、名目成長率の低下や資産価格の下落を背景に、税収の自然減収効果が大きく働いたことによるものである。

資料1 財政収支の国際比較



(出所) OECD

資料2 債務残高の国際比較



(出所) OECD

●財政再建のためには長期金利を上回る名目成長率が必要

近い将来、政府長期債務比率を反転下降させることができれば、財政の安定化は達成される。こうした問題を考えるひとつの拠り所は、基礎的財政（プライマリー）収支の考え方である。基礎的財政収支は財政赤字から純利払い費を除いたものである。

今、政府長期債務残高をL、名目GDPをY、基礎的財政収支をPB、長期金利をr、名目成長率をg、t期をtとすると、政府長期債務比率が上昇しない条件は必要基礎的財政収支をPB*とすれば、以下の式で与えられる。

$$PB^* t / Y t \geq [(r t - g t) / (1 + g t)] \times L t - 1 / Y t - 1$$

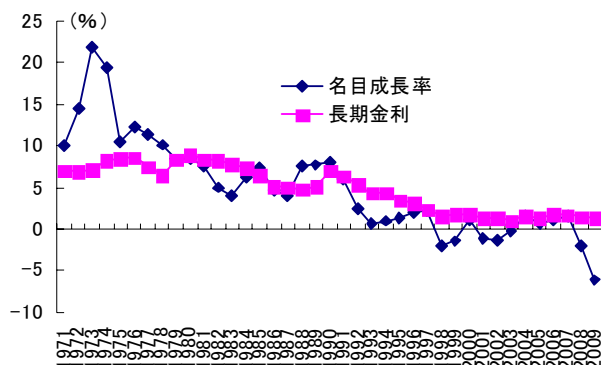
この式が示すように、プライマリーバランスの赤字を解消し、名目金利を名目成長率以下に抑える（ドーマー条件）ことが出来るのであれば、財政の安定化は達成される。問題なのは、経済理論に基づけば、長期的に最適な成長を促す場合には、金利は成長率よりも高くなることが示されることである。しかし、マクロ経済学の最適成長論の考え方によれば、資本や労働力といった生産要素が全て同じ率で成長する状態において、長期的に最適な成長を促す場合、労働分配率が目先の消費を最大にする場合よりも小さくなる。つまり、最適成長の場合は相対的に少ない資本で賄う分、資本の効率性で決まる実質長期金利が、実質経済成長率よりも高くならなければいけない。

ただ、ここで言う実質長期金利とは、民間企業の発行する長期社債の利回りや株式の資本収益率のことであり、財政再建に関わる長期国債の利回りは、リスクプレミアム分だけ民間の長期社債の利回りよりも低い。従って、経済理論によって民間の金利が成長率より高いからといって、国債金利のほうが成長率より高くなるとは必ずしもいえない。長期的な歴史的な事実関係を見ても、多くの主要国について名目成長率が国債金利を上回る、つまりドーマー条件を満たしていたことになる（資料3、4）。中長期的なフィリップス曲線が示すように、実質成長率とインフレ率に一義的な関係はない。つまり、

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。

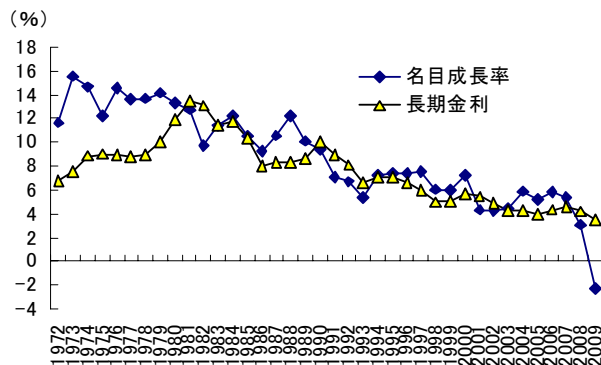
財政再建の中期シナリオを議論するとき、実質成長率が高くなればインフレ率も高くなると考えるのは誤りといえる。

資料3 日本の経済成長と金利



(出所) OECD

資料4 OECDの経済成長と金利

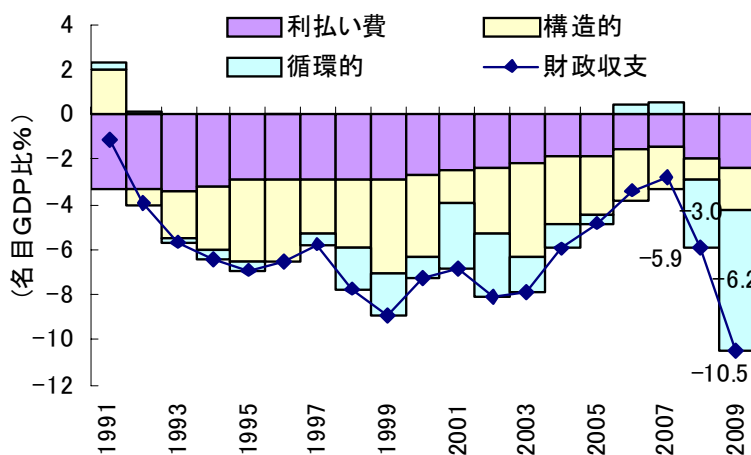


(出所) OECD

●デフレ的要因の大きい我が国の財政赤字

もう一つの問題は、日本の財政赤字はデフレ的な要因が大きいことである。資料3は、中央・地方政府ベースの財政赤字を要因分解したものである。これによると、2009年度の財政赤字(名目GDP比10.5%)のうち、6割以上は需要不足に伴う循環的赤字が占めており、構造的赤字は4割未満に過ぎない。このことは、財政を緊縮すれば自動的に財政再建が達成されるとの見方が困難であることを示している。

資料3 国・地方の循環的・構造的財政収支



(出所) 内閣府資料より第一生命経済研究所推計

このように、循環的財政赤字が大きいのは、日本の税収弾性値が政府の想定よりも大きいことが理由として挙げられる。事実、1971年度以降の弾性値の推移とHPフィルターを使って長期的な傾向を抽出すると、弾性値の趨勢値は90年代前半まで1%前後で比較的安定していたが、90年代後半以降は急上昇しており、08年度の税収弾性値の趨勢値は4.0であることがわかる(資料4)。

一方、これまでの政府における経済財政の中長期試算では、名目GDP成長率に対する税収増加率

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。

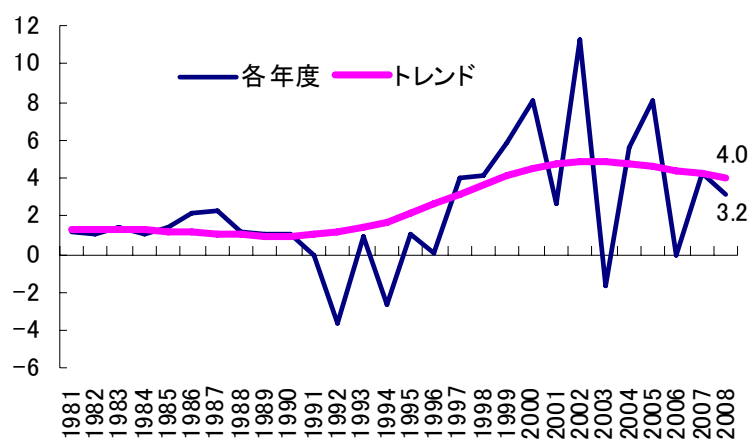
の比率を示す税収弾性値は1.1~1.2程度とされている。つまり、上記の90年代後半以降の趨勢値からすると過小評価の可能性が高い。

このように、税収弾性値が大きい一つの理由は、日本が資産デフレによる不況だったことがある。資産デフレによる不況は、資産価格の下落が企業を借金返済に走らせ、それが有効需要を減少させるという順序で景気が悪化する。しかも、我が国では資産価格の暴落中に時価会計を導入したことにより、資産価格の下落による評価損、実現損が企業収益と税収を直撃し、税収はGDPの動向が示唆する水準を遥かに超えて減少した。そして、資産価格の下落から発生した損失があまりにも大きく、企業がそれを繰り延べたため、景気が回復しても税収が中々回復しないという状態が長く続いた。

しかし、企業が損失を繰り延べられるのは最長7年間であり、それ以降は当期の利益に見合った税金を払わなければならない。つまり、これまでの日本は繰り延べ期間が切れた後から税収がGDP成長率を遥かに上回るペースで急拡大する局面にあった。

以上のような諸点を踏まえると、増税を議論する際には、税収の正常化で財政赤字がどこまで減るかも見極める必要があるといえる。削減しなければならぬ赤字の額によって、必要な政策とその政策の景気へのリスクが大きく変わってくることになり、政府が税収の正常化を見極めた結果、財政赤字が圧縮されれば、その時点で必要な増税は小幅なもので済むことになる。その時点で民間企業の資金需要が回復していれば、その増税を実施しても日本経済がそれに耐えられる可能性があり、そうなれば財政再建も成功できる。財政構造改革は、民間資金需要の回復と増税の正常化をしっかりと確認した上で進めないと、97年度の二の舞を演じることになりかねない。

資料4 時期によって異なる税収弾性値



(出所) 内閣府、財務省資料より第一生命経済研究所推計

● 財政再建下での経済成長にはクラウドイン効果が必要

欧米諸国では、90年代に多くの国が財政赤字問題を概ね克服しており、第一の特徴としてドイツなど一部の国を除き歳出削減に傾斜した財政再建策が採られたこと、第二の特徴として多くの国が財政バランスの改善と景気回復の両立に成功したとされている。そこでよく指摘されるのが非ケインズ効果である。非ケインズ効果とは、財政赤字の削減が家計のコンフィデンスを高め、消費を促進することで景気回復にプラスに働く効果のことを指し、1980年代のデンマークやアイルランド、1990年代のスウェーデンやイタリアなどでみられた現象である。

しかし、欧州などで緊縮財政が行われた背景には、財政赤字の拡大により金利が急騰し金融危機が発生したことがある。そして財政赤字の削減が長期金利の低下をもたらし、これが民間設備投資などに好影響を及ぼしたことが実証されており、消費を経路とした景気回復とは言い切れない面がある。一方で、長期金利が低水準にある日本では、低下余地が少ないため、財政再建に取り組んだとしても、90年代初頭の欧米諸国に比べ金利低下による景気刺激効果は小さい。この背景には、貯蓄投資バランス面から見ると、日本は貯蓄超過（経常黒字）国であるため、国債を国内でファイナンスできることがある。そこで、OECD加盟国のパネルデータ（1980～2002年、21ヶ国）を用い、経常赤字の年のサンプル、経常黒字の年のサンプルに場合分けをして、非ケインズ効果の検証を行った。

（１）経済成長率

まず、実質GDP成長率を被説明変数に、①当該国の1年前の実質GDP成長率、②構造的プライマリー収支／潜在GDP（前年差）、③OECD加盟国の実質GDP成長率、を説明変数としてパネル分析を行った（注1）。これによると、経常黒字の場合、増税や歳出削減を通じた緊縮財政は有意に実質GDP成長率を下押しすることを示している（資料5）。すなわち、経常黒字の場合は、緊縮財政が実質GDP成長率に対してマイナスの効果をもたらす可能性が高いことを示している。これらの計測結果は、日本ではケインズ効果が働く可能性を示唆するものである。一方、経常赤字の場合、構造的プライマリー収支の前年差は経常黒字の場合と同様、係数はマイナスになったが有意性は得られなかった。

（２）個人消費

次に、（１）における被説明変数を実質消費の伸び率にしてパネル分析を行った（注2）。結果は（１）の実質GDP成長率を被説明変数においた場合と同様、経常黒字の場合、増税や歳出削減を通じた緊縮財政は有意に実質消費を下押しした。これは逆に言えば、減税や歳出拡大といった財政政策により実質消費が増加したことを意味している。また経常赤字の場合も、有意ではないものの、構造的プライマリー収支の前年差の係数はマイナスになった。このことから、経常赤字の場合でも、緊縮財政が家計のコンフィデンスを高め、消費を促進したと主張することは難しいことがわかる。

（３）設備投資

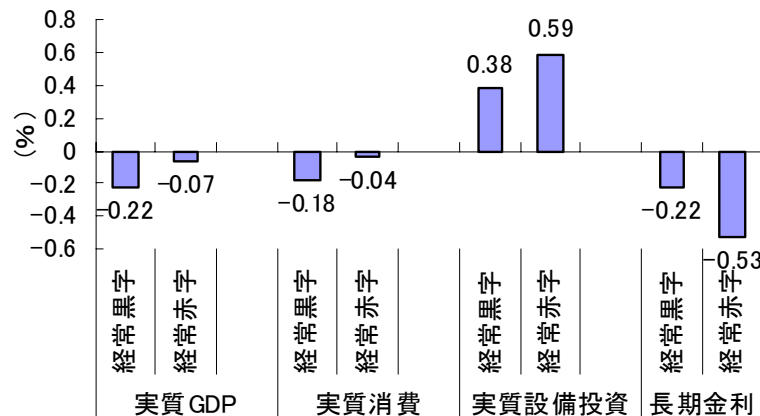
続いて、被説明変数を実質民間固定資本形成の伸び率とし、同様の説明変数で推計した結果が注3である。これによれば、経常黒字のサンプルで推計したものと比べ、経常赤字のサンプルで推計した方が、構造的プライマリー収支の係数が大きくなっており、10%有意水準で有意となった。先に述べたとおり、実質金利の高騰している経常赤字国で、緊縮財政が長期金利の低下をもたらし、これが民間設備投資に好影響を及ぼすといったクラウドイン効果が働いた可能性が高いといえよう。

（４）長期金利

クラウドイン効果が働いた可能性をさらに検証するために、長期金利と構造的プライマリー収支、ならびに経常収支との関係についても調べてみた。ここでも同様に、経常黒字、経常赤字のサンプルに場合分けし、パネル分析を行った（注4）。その結果、経常黒字、経常赤字のいずれの場合も、構造的プライマリー収支の名目GDPの係数は有意にマイナスになった。つまり、財政の再建は長期金利を引き下げるといえる。しかし、構造的プライマリー収支1%ポイントの改善が長期金利に及ぼす

影響度合いをみると、経常赤字の場合のほうが、経常黒字の場合より効果が2倍以上大きいことがわかる。これは、経常赤字の状態にある方が、緊縮財政が長期金利を低下させる度合いが大きく、設備投資の増加に寄与しやすいことが考えられる。

資料5 構造的プライマリー収支／潜在GDP 1%pt改善の影響



(出所) OECD資料より第一生命経済研究所推計

以上まとめると、1990年代に欧米諸国でなされた緊縮財政は景気回復につながるケースも多かったが、これは財政再建が家計のコンフィデンスを高めて消費を促進する非ケインズ効果ではなく、金利低下による民間設備投資の増加等を経て、回復に寄与したものといえる。翻って日本の現状を考えると、長期金利は低水準にあり、その低下余地は非常に乏しい。むしろ、米国に比べて金融緩和が不十分なことが円高をもたらしており、デフレ克服を困難にしているといえる。

●鍵を握る金融政策

また、欧米諸国で90年代に多くの国が財政赤字問題を概ね克服したもう一つの特徴としては、インフレ目標政策に裏打ちされた金融政策を実施したことも指摘できる。財政再建は何がしかのデフレ圧力を伴うと考えられるが、OECD諸国では、財政再建過程におけるデフレ圧力はさほど大きくなかった。そうしたデフレ圧力を緩和したメカニズムとして、金融政策が重要と考えられる。

インフレ目標政策についてみてみると、米国と日本以外の先進国で採用されている標準的な金融政策の枠組みであり、ニュージーランド、カナダ、イギリス、スウェーデン、フィンランド、オーストラリア、スペイン、韓国、チェコ、ハンガリー等の国は、インフレ目標政策が金融政策の核になっている。90年代からインフレ目標政策を採用した国では実質経済成長率が高まり、インフレ率は低下して両者の変動率は大きく縮小した。しかも、これは財政健全化にも大きく貢献した。この場合、インフレ目標を導入している場合と、導入していない場合を比較すると、後者のケースでは、長期金利が景気の実勢以上に上ブレを起こし、それに伴い設備投資の下振れを通じて、成長率は押し下げられると考えられる。中期的には、日本でも金融政策が金利や為替、資産価格等を通じて実体経済に及ぼす経路も重要になると考えられる。

そこで、インフレ目標について、資料6はこうしたインフレ目標が導入された国について、一般政府構造的収支(名目GDP比)、経常収支(名目GDP比)、GDPデフレーター(前年比)、長期金利の4変数からなるパネルデータ(1980~2004年、21ヶ国)を用いて、OECD諸国に対する長期

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。

金利関数を計測した。これによると、インフレ目標を導入した場合、インフレ目標を導入しない場合に比べて長期金利が▲0.9%～▲1.4%pt 下振れすることが確認される。また、表は、インフレ目標導入国と非導入国に分けて、期待インフレ要因、国債需給要因、国内貯蓄要因を説明変数に織り込んだ長期金利関数の計測結果を示したものである。これによれば、インフレ目標導入国では期待インフレ率が+1%ポイント上昇しても長期金利は+0.19%～+0.21%ポイントしか上昇しないのに対し、非導入国では同+0.47%～+0.49%ポイントも上昇することが統計的にも有意となっている。

これらの計測結果は、ドーマー条件の達成に金融政策が鍵を握る可能性を示唆するものといえる。

資料6 インフレ目標の効果

被説明変数	長期金利			
	全サンプル	全サンプル ダミーなし	インフレ目 標導入	インフレ目 標非導入
定数項	5.67 30.24	5.27 32.48	6.29 22.54	5.32 26.42
物価上昇率 (GDPデフレーター)	0.46 19.62	0.50 22.36	0.19 2.12	0.47 18.44
構造的プライマリー 収支の名目GDP比	-0.40 -12.82	-0.40 -12.71	-0.40 -9.16	-0.43 -11.30
経常収支の 名目GDP比	-0.03 -0.99	-0.07 -1.91	0.15 2.01	-0.05 -1.16
インフレ目標 導入ダミー	-1.41 -4.09			
R-squared	0.68	0.67	0.61	0.68
サンプル数	647	647	97	550

(注)下段はt値

被説明変数	長期金利			
	全サンプル	全サンプル ダミーなし	インフレ目 標導入	インフレ目 標非導入
定数項	5.63 23.03	5.38 23.82	6.29 19.86	5.55 20.92
物価上昇率 (GDPデフレーター)	0.48 21.44	0.51 23.41	0.21 2.65	0.49 20.11
構造的プライマリー 収支の名目GDP比	-0.32 -11.25	-0.32 -11.14	-0.31 -8.00	-0.34 -9.84
経常収支の 名目GDP比	-0.05 -1.81	-0.06 -2.01	0.11 2.50	-0.07 -1.94
インフレ目標 導入ダミー	-0.92 -2.98			
R-squared	0.52	0.51	0.50	0.49
サンプル数	647	647	97	550

(注)下段はt値

(出所) OECDデータより第一生命経済研究所推計

●一刻も早いデフレ脱却と増税スキーム構築の必要性

財政構造改革の基本理念としては、政府部門の役割を全面的に見直し、それを基に歳出の徹底した効率化を図っていくことが何よりも重要である。しかし、足元の財政赤字の規模が大きい日本の場合には、財政構造改革を進めるに当たって、歳出の削減に加えて国民の負担増も組み合わせる必要性が高いと考えられる。その場合、まず歳出の徹底した効率化とともに消費税率引き上げ等といった増税のスキーム作りを先行して進め、増税が可能となる経済環境が整うことを条件に迅速に増税を実施するという姿勢が大切である。90年代における欧米諸国の財政再建を振り返ってみても、大きな政府をそのままにして、安易な増税により財政収支を均衡させようとしてもうまくいかなかったであろう。

また、デフレ脱却をどのくらい迅速に行えるかも重要である。日本の場合には、足元の潜在成長率が+1%以下まで低下しているにもかかわらず、物価の下落にも歯止めがかかっていない。当面は国内需要の回復による景気押し上げ圧力も弱く、少子高齢化という重く最優先で取り組まなければならない課題もある。このような状況の下では、97年の橋本改革のように、経済に対して短期的に財政緊縮によるショックを与えるのは適当ではない。

プライマリー収支を黒字に持っていくには、10年程度の長い期間を要すると考えられる。財政構造改革の第一義的目的としては今後10年を目処にプライマリー収支の黒字化をはかり、2020年代初頭に政府長期債務比率をピークアウトさせるというのが一つの現実的なプランであろう。

このように考えてくると、財政構造改革は、財政・金融両面から経済の活力を高める改革を推進する一方、デフレ脱却を促す金融政策のサポートと、消費税を中心とする増税スキームの構築により迅速に増税を実施する、という合わせ技で経済成長と財政再建を辛抱強く進めていくことが重要であろう。

(注1) 実質GDP関数は以下の通り

$$\text{実質GDP成長率} = \alpha + \beta (\text{実質GDP成長率}(-1)) + \gamma (\Delta (\text{構造的プライマリー収支} / \text{潜在GDP})) + \delta (\text{OECD加盟国全体のGDP成長率})$$

表1 実質GDP関数の推計

	α	β	γ	δ	決定係数	サンプル数
経常黒字	-0.60 (-1.72)	0.47 (8.38)	-0.22 (-3.04)	0.82 (8.67)	0.70	153
経常赤字	-0.16 (-0.46)	0.35 (6.33)	-0.07 (-0.86)	0.59 (5.47)	0.38	199

* 変量効果モデルにて推計

() 内は t 値

(注2) 実質消費関数は以下の通り

$$\text{実質消費伸び率} = \alpha + \beta (\text{実質GDP成長率}(-1)) + \gamma (\Delta (\text{構造的プライマリー収支} / \text{潜在GDP})) + \delta (\text{OECD加盟国全体のGDP成長率})$$

表2 実質消費関数の推計

	α	β	γ	δ	決定係数	サンプル数
経常黒字	0.29 (0.78)	0.46 (8.00)	-0.16 (-2.30)	0.41 (4.30)	0.55	153
経常赤字	0.10 (0.22)	0.40 (6.13)	-0.04 (-0.40)	0.37 (2.93)	0.35	199

* 変量効果モデルにて推計

() 内は t 値

(注3) 実質民間設備投資関数は以下の通り

$$\text{実質民間固定資本形成伸び率} = \alpha + \beta (\text{実質GDP成長率}(-1)) + \gamma (\Delta (\text{構造的プライマリー収支} / \text{潜在GDP})) + \delta (\text{OECD加盟国全体のGDP成長率})$$

表3 実質民間設備投資関数の推計

	α	β	γ	δ	決定係数	サンプル数
経常黒字	-6.57 (-4.69)	1.39 (6.60)	0.38 (1.45)	2.44 (7.02)	0.52	153
経常赤字	-5.96 (-3.89)	1.02 (4.58)	0.59 (1.72)	2.03 (4.73)	0.28	199

* 変量効果モデルにて推計

() 内は t 値

(注4) 名目長期金利関数は以下の通り

$$\text{名目長期金利} = \alpha + \beta (\text{構造的プライマリー収支} / \text{潜在GDP}) + \gamma (\text{経常収支} / \text{名目GDP})$$

表4 長期金利の推計

	α	β	γ	決定係数	サンプル数
経常黒字	9.05 (7.51)	-0.22 (-2.64)	-0.35 (-3.66)	0.62	188
経常赤字	10.37 (14.59)	-0.53 (-4.78)	0.10 (0.76)	0.36	223

* 変量効果モデルにて推計

() 内は t 値