経済教室

消費税増税の論点(下)

金利暴騰リスク、より深刻

財政への信認維持を

景気失速には対応可能

ポイント

- 「予定通り増税」「見直し」両方にリスク存在
- どちらのリスクがより深刻かの比較が重要
- 増税先送りで金利暴騰なら政策対応は困難

伊藤 元重　東京大学教授

予定通り来年に消費税率を上げるのか、それとも引き上げ幅を小幅で刻む（あるいは延期する）のかで、それぞれマクロ経済的なリスクがあることは明らかだ。予定通り増税することで懸念されるのは景気が失速することだ。せっかくデフレ脱却の道が見えてきたのに、それを潰しては取り返しがつかない。増税に慎重な人たちはそう主張する。

これに対して引き上げを予定通り進めていくべきだという人たちの中には、増税スケジュールを変えれば、国債金利の暴騰（国債価格の暴落）が起きることを心配する人が多い。ただでさえ膨大な公的債務を抱えている日本が、ここで財政再建の先送り姿勢を示したら、日本の財政への信任がさらに揺らぐことになりかねないという。

米スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）やムーディーズのような格付け機関は、増税が先送りされれば、日本の国債のリスク評価を再検討するだろう。すぐに格付け引き下げにつながるかどうかは分からないが、日本の国債の格付けがもう一段下げられれば、海外の金融機関は日本の国債をリスク資産として再評価しなければならなくなる。ようするに日本の国債を保有しにくくなるのだ。

消費税の増税を急いで、デフレ脱却の芽を潰すというリスクに直面するのか、それとも増税の幅あるいは予定を変更して国債金利暴騰というリスクに直面するのか。どちらにも国債の暴落を止めることは簡単なことではないのだ。

膨大な公的債務の存在は深刻な問題である。それにもかかわらず国債金利は非常に低い水準で推移している。これは、市場が当面の財政危機のリスクを非常に低くみているからだ。かりに相当な確率で国債金利の暴騰（価格暴落）が起きるとみているなら、誰も国債を持とうとは考えないだろう。すでに金利は相当に高くなっているはずである。

そうなっていないのは、財政危機が起こる確率は当面、非常に低いと市場がみているということだ。しかし、この「低い」確率というのがくせ者だ。確率が「ゼロ」ではないからだ。確率が非常に低いので、その可能性について多くの人が真剣に考えないが、いざそのリスクが顕在化したら大変なことになる。これをテールリスクと呼ぶ人もいる。世界的なベストセラーとなったナシーム・ニコラス・タレブ氏の著書「ブラック・スワン」は、この現象の重要性を指摘したものだ。

2008年9月のリーマン・ショックがそうだろう。リルが崩壊する可能性を論じた人はいたが、多くの人はその可能性が非常に低いと見た。だから、リーマン・ショックの直前まで、株価などは高い水準で推移していた。しかし、リスクが顕在化してしまうと、市場の暴走は誰にも止めることはできなかった。

国債金利暴騰のリスクがゼロと考える人はいないだろう。公的債務が国内総生産（GDP）比で200%を超える日本の財政の健全性にまったく懸念を持たない人はいないはずだ。日本よりもはるかに低い債務比率で欧州の多くの国が財政危機に陥っている。

金利暴騰のリスクが、確率的に低いということと、国債金利が非常に低い水準で推移しているということとにも、関係があるかもしれない。筆者はバブルの研究についての専門家ではないが、バブル（国債バブル）について一般的に次のような議論ができるのではないかと考えている。

株にしろ、為替レートにしろ、その価格が暴落する直前は、むしろ価格は高めに推移する傾向がある。だからこそ、高価格が急落するバブルのクラッシュ（破裂）が起きる。

これを日本の国債に当てはめて考えてみよう。日本の国債金利の暴騰の確率は、今の段階では非常に低い。しかしそのリスクがないわけではない。国債の価格が暴落（金利暴騰）することに伴う期待損失額は、国債価格下落から発生する損失額に、そのようなことが起きる確率をかけたものとなる。リスク危険回避度がどの程度かにもよるが、一般的に確率が低いから、この額はそれほど大きくないが、かりに国債を持つことの魅力が期待損失額を十分に上回っていれば、金融機関は国債を保有しようとするだろう。

日本の長期金利（長期国債利回り）が低いことは、日本の財政への信認の強さのように解釈されることがあるが、かならずしもそういってばかりいられない。株式のバブルが崩壊するときには、その直前まで本来あるべき水準よりも株価は高くなっている。為替レートも同じだ。今の国債市場がバブルであるかどうかについてはいろいろな見方があるだろうが、国債金利暴騰というテールリスクの存在を前提とすれば、国債金利があまりに低くなることは歓迎すべきことではない。国債金利は低いが、日本国債の債務不履行（デフォルト）リスクを反映するクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）プレミアムが高いことは気になる。

取り返しのつかないリスクということでいえば、では、消費税率引き上げによって景気が失速してデフレ脱却の芽をつむことになるリスクはどうだろうか。その可能性はどの程度あるのか。そして仮にそうした問題が起きたとき、対応は可能なのだろうか。

消費税率の引き上げによって景気が減速し、デフレ脱却の進捗に影響が出る可能性は否定できない。足元の景気の強さをどう見るのか、消費税率引き上げの影響の大きさをどう見るのか、エコノミストによってその評価は違う。今こそ引き上げの絶好のチャンスだと指摘するエコノミストも入れば、引き上げ幅を小刻みにすべきだと主張するエコノミストもいる。

ただ、重要なことは、消費税率の引き上げで景気に大きな影響が出たとしても、それはリカバーできる面が大きいということだ。突然起きる国債の金利暴騰とは違って、景気への影響にはある程度対応できる。消費税率引き上げの影響を緩和するような財政政策を導入することは可能だろう。その中身が、低所得者対策なのか、投資減税なのか、それとも公共投資なのかは、選択の幅がある。

そして何より重要なことは、デフレ脱却のための中心となる政策は金融政策であるということだ。金融緩和策をさらに踏み込むという方法もあるだろう。そもそも、安倍晋三首相の経済政策「アベノミクス」では金融政策こそデフレ脱却にもっとも有効であるということだったはずだ。消費税率にかかわらず金融政策を柱に脱デフレの政策を進めていくべきである。ここに来て、消費税率の引き上げ延期（あるいは小刻み化）という「財政政策」によって、金融政策が主役のデフレ対策という基本スタンスから脱することには疑問を感じる。

確率は小さいがもし起きたら取り返しのつかないようなテールリスク。これが消費税率の引き上げ先送りによって懸念される国債リスクである。確率は小さくないが、その影響の大きさには幅があり、いずれのケースもマクロ経済政策で対応可能なリスクが、消費税率引き上げショックのリスクである。どちらのリスクを避けるべきか、明らかなように思えるのだが。

いとう・もとしげ　51年生まれ。ロチェスター大博士。専門は国際経済

主要国の国債格付け（自国通貨建て）

	ムーディーズ	S&P
日本	Aa3	AA−
米国	Aaa	AA+
フランス	Aaa	AA+
ドイツ	Aaa	AAA
英国	Aa1	AAA
中国	Aa3	AA−
韓国	Aa3	AA−
イタリア	Baa2	BBB
スペイン	Baa3	BBB−
ギリシャ	C	B−