

パネル・ディスカッション

「財政健全化の方向性」

予算委員会調査室

昨年第二次安倍内閣発足以降、いわゆるアベノミクスの一環として量的・質的金融緩和及び大規模な補正予算の編成が行われた。このような政策の効果もあり、足元で我が国の経済は緩やかに回復しており、長引くデフレからの脱却も視野に入りつつある。

一方、物価が上昇に転じようとする中、財政健全化へ向けた具体的方策を示さなければ、長期金利が急上昇する可能性は否定できない。我が国の財政状況に鑑みれば、金利の上昇は深刻な危機を招きかねず、財政健全化の方向性と着実な取組姿勢を示すことは、今まで以上に重要な課題となると想定される。

こうした状況を踏まえ、2013年10月7日、「財政健全化の方向性」をテーマとして、外部有識者によるパネル・ディスカッションを開催した。以下、この会議における討議の概要を紹介することとする。



パネリスト（五十音順、敬称略）

小黒 一正（法政大学経済学部 准教授）

片岡 剛士（三菱UFJリサーチ&コンサルティング
経済・社会政策部 主任研究員）

鈴木 準（株式会社大和総研 調査提言企画室長）

司会

藤井 亮二（予算委員会調査室 首席調査員）

1. 開催に当たって

○小野亮治・予算委員会調査室長 皆様、今日はパネル・ディスカッション「財政健全化の方向性」に御参加をいただきまして、ありがとうございます。そして、パネリストの先生方、今日は大変お忙しいところ参議院においていただきまして、本当にありがとうございます。重ねてお礼申し上げます。

さて、我が国は、昨年末に政権交代が行われて、それ以降、まずは経済ということで、大幅な金融緩和など、いわゆるアベノミクスといった政策が採られ、そしてこの夏から秋ぐらいにかけては、来年の消費税引き上げの判断をどうするのかということが、大きな注目を集めることになりました。

実は、このパネル・ディスカッションを企画していた今年の春から夏ぐらいだったでしょうか、今年はせいぜい消費税引き上げのために経済を持ち上げる、この辺が精いっぱい、財政健全化の議論にはどのぐらいたどり着けるのかなという感じが私個人しておりました。しかし、今回、消費税引き上げの判断が非常に注目されて、先週予定どおりに引き上げるということで決まりましたが、併せて、5兆円規模の経済対策も行われる方向になりました。

そうなりますと、これから日本の財政はどうなるのか。これまでどちらかと言えば隠れていた財政再建の問題が、ここに来て一段とクローズアップされてきたのではないかと。そういった意味では、このディスカッションもタイムリーな時期に開催することができたかなと思っております。

パネリストの先生方には、是非それぞれの持論を展開していただき、忌憚ない財政健全化に関する御意見をいただければ幸いです。

限られた時間ではありますが、今回のパネル・ディスカッションで実りある議論が行われるようお願いしまして、御挨拶に代えさせていただきます。

図表 1 財政健全化の方向性

	小黒 一正 氏	片岡 剛士 氏	鈴木 準 氏
金融政策	マイルドな物価上昇は重要だが、異次元緩和は金融政策の出口戦略を困難にするため、(現状ではなかなか難しいが)徐々に縮小するのが望ましい。	・2%の物価安定目標の下での金融緩和策は景気拡大に寄与。 ・消費税の影響抜きで2%の物価安定を担保し続けることがまず必要。	デフレ脱却へ向け進んでいる。ただ、現状はコストプッシュ要因が大きき、需要拡大を伴った安定的な物価上昇という予想が醸成されてきたとはいえない。2年でCPI2%の目標はハードルが高い。
	アベノミクス	・12年度補正予算は一定の効果があった。 ・財政政策の効果は一時的であるため使いどころが重要。	事業規模20兆円超、財政支出10兆円超の対策(12年度補正予算)が必要だったのかについては議論が少なくない。今回アウンスされた5兆円規模の対策は税收使用の在り方という本質的問題を惹起。
成長戦略	最適な社会保障予算の経路と公共投資の経路は異なるが、現状では社会保障予算の膨張がその他の予算を圧迫している。将来の成長に繋がる投資は重要であり、社会保障予算をハード化するの望ましい。	・現在の成長戦略には、①規制緩和、ターゲティングポリシー、③対外政策が混在。 ・フレームワーク政策、市場重視、減税、分権型の成長政策が必要。	財政金融政策よりも格段に重要。生産性を引き上げるための資本ストックのスクラップ&ビルドなど課題は多く、安定した政権の下において戦略的かつ大胆に構造改革が進められることを期待。
消費税率引上げへの対応策	5兆円規模の経済対策が本当に必要か疑問。ただ、流動性制約下にある低所得世帯への支援は重要。法人税率の引下げは、効果の薄い政策減税を廃止・縮小し、それを財源に引き下げるの望ましい。	・財政政策は中低所得者層への給付金・所得税減税を柱とすべき。 ・日銀法改正(雇用目標追加)と追加的緩和策が必要。	税制抜本改革法附則第18条が想定する「経済財政状況の激変」は生じておらず予定通りの税率引上げは当然。しかし、その際に追加の歳出など多くのことが求められる状況は非常に大きな問題。
財政再建の手法	成長による収支増のみで財政再建は不可能。財政の持続可能性を高め、世代間格差を是正するには、増税のみでなく、社会保障の抜本改革が必要であり、最終的な増税幅の議論を深めるべき。	・消費税増税を行っても、結局財政再建の可能性は低い。 ・成長、歳出削減、増税のバランスを考慮して進めることが必要。	現状を踏まえると、あらゆる手法を展開する必要あり。現実には歳出削減は容易でなく、少なくとも増やさないことが重要。また、民間経済を活性化させる中での給付抑制・負担増の構想が不可欠。

(注) 本資料は各パネリストにおいて記入したものである。

2. 経済・財政の現状

○司会 まず、資料として、小黒先生からパワーポイントの資料が1冊、それに加えて、今回3人の先生方に御意見をお述べいただく上で、より論点をはっきりできるのではないかという趣旨から、「財政健全化の方向性について」（図表1）というマトリックスの表を準備させていただいております。御確認ください。

先週10月1日には、来年度からの消費税率8%への引上げと経済政策のパッケージが併せてまとめられたところです。これを受けて、間もなく秋の臨時国会も予定されています。今回は、それをにらんでパネル・ディスカッションを進めていきたいと思っております。よろしくお願いいたします。

それでは、まず、現在の我が国の経済、財政の状況について、どのように見ていらっしゃるのかを各パネリストの先生方、おおむね1人5～6分程度で御報告いただければと思います。

○小黒 法政大学准教授の小黒です。よろしくお願いいたします。財政と経済という2つの話を含めてという話でしたので、まず、経済の足元の動きにつきまして、簡単に私なりの見方を報告させていただきたいと思っております。

御承知のとおり、直近4～6月期の実質GDP成長率は、1次速報では2.5～2.6%台でしたが、2次速報で3.8%ぐらいという形で上方修正されています。この上方修正の中身については、冷静に考える必要があると思っています。

まず、法人企業統計等を見ますと、改定された理由の多くがいわゆる公共投資の部分で上方修正されたという形になっていることです。

また、設備投資を踏み込んで見ますと、製造業ではほとんど伸びておらず、建設や不動産が伸びているというところですので、実は上方修正のほとんどが、アベノミクスの3本の矢のうち、2本目の機動的な財政政策の効果として伸びている部分ではないかと考えています。

そのため、この部分は取り去ることにします。同時に、幾つか推計がありますが、例えば日経センターが出している推計では、消費税の駆け込み需要が大



小黒 一正 氏

法政大学経済学部 准教授

体今年度 0.7%ぐらい、それから補正の効果が 0.6%ぐらいという形になっていますので、それも取り除くと、実際は 1%台の伸びになっているのではないかと見ています。

これは、例えば 2000 年～2010 年ぐらいの平均的な経済成長率と比較すると、今は少しいい状態になっているのではないかとということです。ただ、この中にはリーマンショックなどの影響がありますので、その分を当然考える必要がありますし、欧米と比較すれば、かなり低い状態になっています。

ただ、日本は労働人口が減少していますから、その分を差し引いて 1 人当たりの実質 GDP 成長率を計算すると、アメリカやイギリスと比べてもそれほど低くはない。しかも、その 1 人当たりの中には、高齢者や子どももいますので、そういった人たちを取り除くという意味で、生産年齢人口で見ますと、2000 年～2010 年で日本は比較的高い成長率を実現していたという形になります。

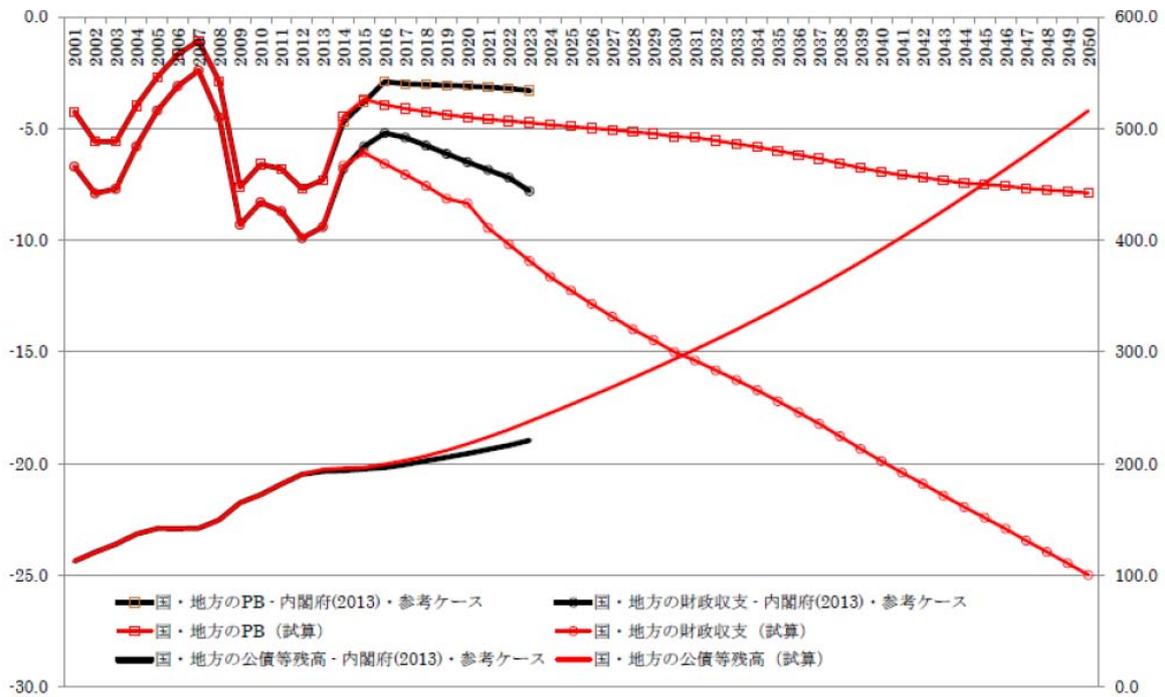
そうしますと、駆け込み需要や公共投資の部分を除くと成長率は一見低そうに見えますが、それほど悪い経済成長率ではない。また、アベノミクスのいい効果であった部分だと思いますが、マインド的にかなりプラスになってきている。しかも、増税前の段階でオリンピックの開催が決まるという効果もありましたので、今、増税するというのは、いいタイミングではないかと考えています。

他方で、財政の状況はどうかといいますと、少し極論になりますが、今の財政状況というのは、収入と歳出を比べて持続するということはあり得ない。したがって、財政の論理だけを考えれば、歳出を抑制する、増税をする、経済成長をする、この 3 つを同時にやっていくことが必要であることは間違いないということです。

そのときに、全部歳出カットで対応できるかということ、当然無理ということになりますので、何らかの対応をしなければいけないわけです。一時期「ゆでガエル」理論というのがあったと思いますが、今はもうそうではないと考えています。飛行機が空を飛んでいるけれども燃料が切れかかっている、着陸しようと思っても車輪が一部壊れていてどっちを選択するかという状態になっているのかなと思います。

図表 2 は、上から順に大体 3 つのグループに分かれていまして、上が国と地方の基礎的財政収支の対 GDP 比、2 番目が財政収支、3 番目は内閣府が推計した公債等残高の GDP 比になります。

図表2 内閣府(2013)「中長期の経済財政試算」
(参考ケース・復興対策含む)の延伸(簡易試算)



(出所) 小黒氏資料

黒い線は、安倍政権が出した中長期の経済財政試算です。これには経済再生ケースと参考ケースとがありますが、経済再生ケースは、ほとんど実現不可能と思われるので、慎重な見方をした参考ケースにフィッティングさせる形で私の推計として延長したものが赤い線です。

内閣府が2023年度までしか推計を出していないため、黒い線は2023年度で切れています。また、推計とは2015年度ぐらいからズレがありますが、これは内閣府がいろいろな改革を参考ケースの方に入れていることで、かなり改善する部分が出ているためだと思います。そうでない形で引っ張っていくと、例えば債務残高のGDP比などは2030年に400%、2050年に500%ぐらいになりますので、やはり今回何らかの形で増税をする環境が高まっていることは間違いないと思います。

ちなみに、今回の3%増税に加え、2015年10月には更に2%増税するという話がありますが、これはそれらを全て含んだ上での簡易試算となっています。例えば最後の2050年度ぐらいの基礎的財政収支は、左目盛りですが、8%ぐらい赤字になっています。GDP比で消費税を1%上げると0.5%ぐらい税収が改善しますので、そうすると、更に16%ぐらい引き上げないと駄目だということ

になります。10%に更に16%ですから、歳出を抑制しない場合には消費税26%ぐらいにしなければならない状況になっているのではないかとというのが私の推計です。

したがって、今回増税を判断したということは、賢明な選択であったのではないかと思っています。

○司会 ありがとうございます。小黒先生の御主張は、1人当たりの経済成長率は高い、その一方、財政は非常に厳しい状況である。1つの試算として消費税26%ぐらいまで引き上げるべきであり、増税のタイミングは適切であるという御主張だったと思います。

それでは、片岡先生、お願いします。

○片岡 三菱UFJリサーチ&コンサルティングの片岡と申します。よろしく申し上げます。

過去20年間ほど、経済状況としては失われた20年という形で長期の経済停滞が続いているということが言われているわけですが、財政上の観点から申し上げれば、名目成長率が非常に低くなってしまったということが、一番大きく効いているのではないかと思います。

しかし、アベノミクスにより今年に入って成長率が高まっています。名目で3%超の成長率が直近の数字では出ていますので、経済成長に光が差したという評価になるかと思っています。

ただ、一方で、GDPデフレーターで見たデフレというのはまだ続いているという状況です。なおかつ名目GDPの水準で見ますと、リーマンショック前で最高潮だったときと比較して年率ベースで30兆円超少ない状況ですので、回復は進んでいるものの、十分に回復しているとはなかなか言いづらいのではないかと考えています。

こうした中、10月1日に御存じのとおり安倍総理が消費税増税を行うことを表明しました。日本経済は、増税の中で予定されている増収を担保する一方、景気の腰折れやデフレの深刻化を避けるという難しい判断をしないといけない



片岡 剛士 氏

三菱UFJリサーチ&コンサルティング
経済・社会政策部 主任研究員

という状況に入っているのではないかと思います。

日本の財政状況につきましては、当然ながら1～3年といった期間で解決がつく問題ではありません。申し上げたいのは、財政については、できる限りルールに即した形で、財政規律を中長期的にきちんと作っていくことが大事だということです。これは歳出カットや増税も含めて重要になってくると思います。

現状は、成長率をどれぐらい維持していくのかという絵姿を政府も含めてきちんと描けていない状況ですので、そうしたことが今後必要になってくると思います。例えば、消費税率については、社会保障など財政上の観点から見てどれぐらい最終的に上げる必要があるのか。歳出カットについても、どれぐらいの規模で行っていく必要があるのかなどです。

先ほど小黑さんから、消費税率は26%まで上げないといけないというお話もありましたが、こうした中26%まで上げることがどこまで可能なのか。そういう観点からも検討する必要があると感じております。

○司会 片岡先生からは、経済はまだまだ十分には回復し切れていないのではないかという経済の見方、財政についてはルールに即した中長期的な絵姿を描いていく必要があるという御意見をいただきました。

それでは、鈴木先生、よろしく申し上げます。

○鈴木 経済財政についての現状認識ですが、もちろんデフレというのは非常に大きな問題で、ここから脱却することが日本の一番大きな課題だと思っています。脱却できるかもしれないという段階に来ているのだらうと思います。

一方、財政に関しては、まさに極めて厳しい深刻な状況で、財政再建の手綱を緩めるということは許されない状況です。つまりデフレ脱却をして、コストプッシュ型ではない、いい意味でのインフレ期待が醸成された世界になったとき、長期金利がどういうふう形成されるのか、実は未知であろうと思います。現在の金融政策をうまくやっていくためにも、財政健全化の手綱は緩めるべきではないと考えています。



鈴木 準 氏

株式会社大和総研 調査提言企画室長

それから、民間リサーチャーの立場から、足元の政策に照らして財政状況をどう見ているかという意味では、6月の骨太の方針と8月の中期財政計画があるわけですが、5年以内にGDP比でプライマリーバランス（PB）の赤字を半減させて、10年後に黒字化させるという目標は、振り返れば麻生内閣がリーマンショックを受けて策定した目標です。これを民主党が財政運営戦略という形で踏襲し、国際公約だと言われながら自公政権でも続いています。もちろんその後、数年たっていますので、これを前倒しせよということを申し上げるつもりはないですが、小泉内閣時代には11年度にPBを黒字化させると言っていたことを皆さん忘れてしまっています。そういう意味では、財政を健全化させるマインドが非常に薄れてしまっているということを改めて踏まえるべきではないかと思っています。

現状は、骨太の方針や中期財政計画を見ましても、片岡さんがおっしゃいましたように、将来どういう絵姿になっていくのかということが、よく分かりません。定性的、抽象的な表現で、無駄を最大限縮減するなどということは書いてありますが、それは財政再建と関係なく重要な話だと思います。一番重要な社会保障費についても、極力全体の水準を抑制するというようなことぐらいしか書かれていない。一方で、地方財源については、一般財源について2013年度と同等の水準を確保するというような、ある意味で歳出のスリム化に後ろ向きと感じざるを得ない記述すら見られます。

もちろんペイ・アズ・ユー・ゴーのような話は中期財政計画に書かれているわけですが、目標をどういうふうに達成しようとしているのかが分からないと、市場や国民の信任を得続けることは難しいのではないかと思います。

それから、もう1点、2020年度に黒字化させるということが非常にピンポイントで注目されています。メディアなどは特にその傾向が強いように思いますが、私は、日本の財政問題とは超高齢化をどう乗り切るかということだと思います。2020年度につじつまを合わせて1回黒字化を達成しなければならないという問題ではなく、その先を中長期的に見て、負担と給付のバランスがとれ、財政が破たんしない方向に向かっている状況が2020年頃に作れるかどうかのポイントです。2020年度の一点に合わせて無理に歳出削減と増税を行ってPBを黒字化させるべきということではないと思っています。

それから、同時に8月に出た内閣府試算について、小黒さんは参考ケースが現実的とおっしゃいましたが、私は経済再生ケースも見べきだと思います。なぜなら、大きくとらえるといずれのケースもGDPデフレーターは1%程度のプラスになっているにもかかわらず、参考ケースでは2015年度の赤字半減が

達成できない。2020年度については、経済再生ケースでも目標達成できず、参考ケースはもっと悪いということですが、どちらもデフレから脱却していることは共通しています。そして、両者の違いは実質成長率の違いだと私は思っています。

もちろんデフレは大問題ですが、インフレになれば、歳入だけでなく歳出も名目で増えていきます。収支を考えるときには、やはり実質成長率を高めていくことが重要です。これは国民負担に耐えられる実質所得の拡大を実現する、あるいは失業給付や景気対策的な歳出を実質で減らしていくという意味で重要だということです。

最後に、部門別のISバランスを頭に思い浮かべていただきますと、日本の場合、今、家計部門の貯蓄はプラスで、企業部門も大幅な貯蓄超過、資金余剰の状況にあります。その状態が鏡に映しだされたのが政府部門の赤字です。それでも貯蓄が残るので、経常収支黒字が維持されています。こういう部門別のISバランスの構造ですので、財政赤字を減らしていくためには、民間の資金余剰を減らす、つまり消費や投資の活性化を同時に考えていかないと、歳出削減と増税だけでは財政収支の改善は恐らく起きないだろうと思います。

その意味では、安倍内閣は非常に成長志向の政権であり、今までの内閣と違って長期安定政権となる見込みだと言われているので、期待をしているところです。

○司会 鈴木先生からは、小泉内閣の頃と比べて財政健全化のマインドが薄れてきているのではないかという御指摘をいただき、経済では実質成長率の方が重要という見方を御披露いただきました。

いずれの先生方も、財政はかなり厳しいという見方で一致してしまして、経済の見方は多少幅があろうかと思っています。

3. アベノミクスの評価

○司会 次に具体的に伺いたいと思います。お手元の資料（図表1）も御参考にさせていただきながら、アベノミクス、大胆な金融政策、機動的な財政政策、それから民間投資を喚起する成長戦略、この3本の矢についてどのように評価していらっしゃるのか、それぞれの政策課題としてどのようなことがあるのか、これからの景気経済はアベノミクスによってどう変わっていくのかについて、先生方の御意見を伺えればと思います。

○**小黒** アベノミクスの3本の矢についての評価ということで、順番にコメントさせていただきたいと思います。

まず、1本目の金融政策は、自民党が2012年12月の選挙で政権を握る前から、為替が変動し、株価も反応し始めたということで、日銀が異次元緩和を始めるという効果が、期待ですけれども一部あったと思います。ただ、現実の結果はどうだったかといいますと、私はかなり懐疑的です。

理由は非常に単純で、日銀はコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）を2014年度で1.4%、増税の効果分を入れれば2.6%から3.7%という形で目標として掲げ、今、政策を打っているわけですが、バブル期のときも含めて、コアCPIが2%を超えたのは、特殊ケースしかないということです。これは、多くのエコノミストの方も新聞等と言っており、同意していただけるものと思います。

特殊ケースとは、1989年に消費税を増税した際と、湾岸戦争時に原油価格が上がった1990年、1991年という3年です。あとは、1997年に消費税を橋本政権が1回引き上げましたが、このときも増税分が込みになったためにCPIが上がっています。また、2008年に原油価格が上がったときも2%にかなり近づくという領域になりました。

ただ、コアコアCPI（食料（酒類を除く）及びエネルギーを除く消費者物価指数）と呼ばれるもので見ますと、トレンド的にはずっと低下するという状況で、直近でも依然としてマイナスになっています。現在、コアCPIが上がっている原因のほとんどは、円安、原油価格の上昇、原発問題などにより、高コストになったということで、本当の意味で日銀が目指している物価目標には、なかなか到達できないのかなというのが感想です。

むしろ怖いのは、アメリカと同じように金融の出口戦略が最終的にはどうしても難しくなるのではないかということです。もし金融政策の効果があまり出ないような状況に陥った場合には、少しずつ撤退した方がいいと思いますが、それもなかなか難しくなっているというところがあります。それは、財政との関係です。4月に異次元緩和を始めたときには、一時期10年債を含めて長期金利が上下したときがありました。直近では、一応金融抑圧という概念はありますが、かなり落ち着いています。ここで、もし日銀が買っているボリュームを減らすという形で徐々に金融の緩和を解除するとすると、おそらく金利がまた上がり始めると思います。したがって、非常に難しい領域に踏み出してしまったのではないかと感じています。

また、短期的にも日銀が目指しているポートフォリオリバランスの効果とい

うのはほとんどないと思っています。むしろコストの方が大きい。それは短期のコストと長期のコストです。出口戦略は難しくなっており、今の当局者は出口のところには直面しないかもしれませんが、やや無責任ではないかというのが、1本目の矢の評価です。

財政政策は、政権初期発足したときに組んだ補正予算と、これから消費増税等の影響を緩和するために組まれるものと2つあると思います。1つ目の方は、もうやってしまったのであまり議論してもしょうがないと思いますので、今進んでいる話との関係で少しお話しさせていただきます。

5%に向けて増税する中で、低所得者対策として、経済的に流動性制約に直面しているような家計に対して何らかの補助をするというのは重要だと思います。しかし、それ以外に、増税の影響を緩和するため5兆円もの対策を行う必要が本当にあるのかどうかという検証がなされていない。内閣府の中長期試算は、本来、財政との関係若しくはマクロ経済との関係をきちっと検証するものなので、今回の対策がマクロ経済に与える影響を含め、中長期試算を再度改訂して出すべきだと思います。そういったものもなしにやっているということ自体に問題があります。

また、財務省と官邸の関係で政治的駆引きもあると思います。つまり、5兆円の対策とは別に1兆円の減税があって、減税は既に決まっている減税にプラスオンで5,000億円出すぐらいなので、実際には財政収支に与える効果は少ないわけですが、5兆円の方は少し違うのではないのでしょうか。

復興法人税の廃止などの9,000億円以外に、競争力強化策や高齢者・女性・若者向け施策に対応する部分などで決まっていなかった枠が2兆円程度あるということで、予算の分捕り合戦が始まっていると同時に、本予算との関係でそちらへ回そうということが出てきています。1回本予算に組み込むと、将来の歳出を過去と同じように膨張させることになります。そういうツケを残す形になってしまうという意味で、ここは本来であればもう少し検証してから対策を打った方がよいと思っています。

成長戦略の部分は、別途重要だと思います。これは安倍政権からではなくて、ずっと前の政権からやらなければいけなかった分野です。例えば労働、介護、医療、直近では原発やエネルギー関係もありますが、こういったところは、あとはどこまで踏み込めるかというところだけがキーポイントになっています。しかし、なかなか実効性が伴わない形で止まってしまう。これもポリテックスですので仕方がない部分があると思いますが、今動いている話ですので、評価はまだ難しいのではないのでしょうか。

仮にここにもう少し踏み込めるようになれば、成長の効果も少し違う世界になるのかなと思います。しかし、現状では、例えば雇用関係でも、最初はかなり踏み込むような話をしてきたものが後退して、期待していたものとは外れてしまっています。

ただ、そうは言っても現実ベースでは、限定正社員制度など徐々に議論が始まっていますので、ここはもう少し注視する必要があると思います。しかも成長戦略の場合、中長期的な話ですので、この評価をするのは、2、3年たって本当に効果があったのかどうかを見定めることが必要です。

○司会 金融政策は出口戦略が問題であり、財政政策は歳出の膨張が懸念される、成長戦略はこれから注視していくべきだろうということに総括できるかと思えます。

それでは、片岡先生、よろしくお願いします。

○片岡 アベノミクスの評価ということですが、今年の4月に『アベノミクスのゆくえ』（光文社新書）という本を書きました。その中で、金融政策、財政政策、成長戦略、それぞれのリスク要因と言いますか、どういった危険性があるのかなのか、そういったところも書いております。また、これまでの金融政策・財政政策・成長戦略の評価については、お手元の資料（図表1）にも少し書かせていただいています。

2%の物価安定目標の下で、量的、質的緩和策というのを黒田総裁が行っているわけですが、私自身は、金融政策自体が一大転換をしたということで、この展開には非常に評価をしています。これ自体は、政府と日銀が同じ方向を向いて、具体的にデフレ脱却に向けて歩んでいる、そういう政策の転換というのが、まず評価できるポイントだと思います。白川前総裁まで、若しくは以前の政権では、デフレから脱却するのは大事だとは言っていたけれども、具体的にデフレから脱却するために何をすべきかという話がなかなか出てこなかったわけですね。

そうした中で、安倍総理になり、自民党が政権を再び取るという状態になりましてから、政府と日銀で共同声明を作り、その中で2%の物価安定目標を設定するという話になりました。そして、御存じのとおり、日銀総裁、副総裁等々の人事がありまして、金融緩和に積極的な方々が執行部になったという状況で、金融緩和をやるべきと言っていた方でも驚くような内容の金融緩和がなされています。

金融緩和が行われた4月から数えれば5か月ぐらい、安倍政権が誕生してからは9か月超が経過したわけですが、先ほど小黑さんや鈴木さんからお話があったように、物価の動きで見ると金融政策の効果はまだ十分に発揮されていないと私も思います。消費税増税の影響を抜いて2年程度で2%のインフレ率を達成することが目標ですが、今のところは円安、若しくはエネルギー価格等々の要因が大きい。そして、名目賃金も十分に上がっているような状況ではない。方向感としてはいいと思いますが、ここから先どういう展開になっていくのかは分からない状況だと思います。

図表1の金融政策の2点目のところで書いてありますが、今回、消費増税を安倍総理が閣議決定をして決断をしたわけですから。これ自体は、アベノミクスのこれまでの展開を考えると、政府、日銀がそれぞれ協調しながら同じ方向を向いていた状況が変わるということになります。

この状況変化が、予想インフレ率、実際の消費や投資、輸出等々の経済の動きにどのような影響を与えるのか。10月に入って、消費税の要因だけではないですが、株価は下がり円高が進んでいます。こうした中で、追加緩和をするのかしないのか、するとしたらどういうタイミングすべきなのか。例えば今2%のインフレ目標を設定しているわけですが、そこから更に進むような枠組みを作る必要があるのかないのか、そういうところも含めて議論をしていくことが必要ではないかと考えています。

それから財政政策については、2012年度補正予算が今年の1月末に決まって、それが今年の4-6月期のGDPに予想どおりの形で影響を与えたわけですから。やるべきかやるべきでなかったかという議論は当然あるかと思いますが、効果はそれなりにあったということですから。

金融政策自体は2年程度と言っていますが、レジームが変わるとか、政策行動が変わるとかということによって、予想の影響というのはそれなりに早期に効いてくると思います。例えばお金をずっと供給していくなどといった話は1年半から2年ぐらいのラグを持って効いてきますので、どうしてもその間総需要の下支えをするということが必要になってくると思います。その意味で、財政政策は意味があると思います。

ただ、自民党政権になって、国土強靱化といった話がかかなり出てくるようになって、公共事業に過度に肩入れするような経済対策が打ち出されるのではないかと懸念を持っています。公共事業をやらなくてもいいとか、必要でないと言うつもりはないですが、財政的な制約も当然あります。また、少子高齢化などを踏まえて、インフラをどこにどういう形で配置するのかといったこと

も併せながら公共投資について考える必要があるのではないかと考えています。

消費増税に際する5兆円の経済対策については、小黒さんがおっしゃったように、財政や経済への影響を含めた形でシミュレーションをしていない、若しくはロジカルに整理されていないというのは、そのとおりだと思います。ただ、これ自体は、恐らく8兆円規模の増税だけをやってしまっただけという認識が先にあって、とにかく5兆円規模の経済対策を決めなければと、そういう認識のもとで政治的に枠組みがつくられたということだと思います。12月ぐらいまでには、具体化の必要が出てくるので、日本経済の動きも考慮しながらもっと詰めた議論をしていくべきだと思います。

特に低所得者対策等々は、手厚くやった方がいい。むしろ経済対策としては、それだけでもいいのではないかと。消費税増税のためという意味ではそれぐらいに思っていたのですが、結果として、その部分は3兆円ぐらいで、残りの2兆円について中身が決まっていなくて草刈り場になっているということです。こうしたところについて、どのような形で本来必要なお金を配れるのかといった話が今後は必要になってくるのではないかと考えています。

成長戦略については、例えば法人税減税をしたとあって、来年度の景気がそれによって良くなるか悪くなるかという話ではなくて、中長期的な観点から日本経済の足腰を強めていこうという視点で考えていく必要があると思います。

今年閣議決定された成長戦略を見ますと、規制緩和、ある産業に焦点を絞って産業政策をやろうというターゲットングポリシー、それから対外政策、この3つが混在しているという状況でした。

私自身は、2年程度で2%のインフレ率を達成するというのは、政府、若しくは日銀がそう言っているという話で、2年後は違う目標を通じて経済を活性化していく必要があると思います。そういう視点で見ると、成長戦略というのは非常に重要な要素となります。

ターゲットングポリシー等々はやらずに、図表1にはフレームワーク型政策と書きましたが、例えば日銀のように2%程度のインフレ目標の下で金融政策をやるといったルールや枠組みに基づく経済政策を主に進めていく必要があると思います。これは財政についても当てはまります。

それから、特定の産業、利害関係者重視よりも市場を重視し、財政出動よりも減税、経済活性化、それから分権型という成長戦略にどれだけ持っていけるのかということが重要です。ただ、今のアベノミクス、安倍政権の経済政策の動きを見ていると、むしろそういう方向からやや後退しているような気がします。例えば消費税増税が決まる前のタイミングで出たシーリングです。これ

が、青天井になってしまっていて、結果的に増税を見越してか見越さないでか分かりませんが、100兆円を超えるような非常に規模の大きい形の歳出が出てきてしまっています。

こうした話をずっと野放しにしておくと、幾ら増税しても歳出がどんどん膨らんでしまいますので、結果的に財政再建には全く寄与しません。そういったことをできる限りなくしていくことが、今後は必要になってくると思います。雑駁ですが、以上です。

○司会 それでは、鈴木先生、よろしく申し上げます。

○鈴木 アベノミクス全般に関しては、先ほど少し申し上げましたようにパイ（所得）の拡大政策であり、その展開は国民、企業経営者、市場関係者などのマインドを好転させることに成功しているという点で高く評価されるべきだと思います。特に昨年の夏秋ごろの1ドル80円を切るような為替レートは、明らかに行き過ぎた円高だったと思いますので、世界経済が復調する要因もあったとは言え、その是正に成功したことは評価されるべきだと思います。

個別に、第1の矢の金融政策ですが、先ほどから議論がありますようにコスト要因でCPIがやや上振れています。ただ、8月までの統計でコアコアCPIは依然マイナスです。いい形でのインフレ見通しが生じて、デフレ脱却が確実に見込めるという状況にはなっておりません。

しかし、金融政策の効果にはタイムラグがあり、今から設備投資や賃金、消費が増大するという流れになっていくであろう、なっていかなければならないという局面ですので、私はまだ評価ができないと考えています。片岡さんから、先ほど追加緩和や更に進んだ金融政策の可能性に言及がありましたが、現状で新しい金融政策の枠組みが必要という状況ではないだろうと思います。

小黒さんが述べられたように、9月のFED（連邦準備制度理事会）の判断などを見ましても、出口政策の難しさは、今のうちから勉強しておく必要はあります。ただ、その心配の前に、まだ良い形でデフレ脱却ができる見通しではない点を重視すべきだろうと思います。

一方で、2年で2%のインフレはかなり難しいと思います。2%のインフレを安定的に実現するということは、名目賃金は3%から4%で安定的に伸びていないと、普通のフレームワークで考えると実現できません。名目賃金が安定的に3~4%伸びる状況を2年以内に実現できるかという点、それは難しい。逆に言うと、コアCPIで1%を超える程度の状況を作り出せば、見事にデ

フレ脱却を実現できたという評価になるのではないかと思います。

第2の矢と言われている財政政策ですが、第1の矢と比べて、どうとらえればよいのか今一つはつきりしません。2012年度補正予算、事業規模で20兆円以上のものを編成したわけですが、それは本当に必要だったのか、実はあまり議論がありません。もちろん、昨年の夏秋頃というのは、景気動向指数などを見ましても、景気が悪い状況でしたから、一定の補正予算が必要だということは自然な感覚でした。

他方、一体改革の議論の中で、政府案にはなかった附則第18条の第2項を挿入し、国土強靱化策を政治的に入れ込んだわけですが、それで、秋になって政権交代色が濃厚になっていき、12月に総選挙があった。そういう流れの中で補正予算の議論も進んでいったことを踏まえ、予定されている消費増税への理解を求めめるためにも、公共投資などを拡大させる誘因があったのかもしれないと想像しています。

ただ、冒頭に小黒先生から、4-6月期のGDPの動きというのは政策要因に過ぎないというお話がありましたが、これは社会実験ができないので、その20兆円の景気対策がなかった場合とあった場合とでどう違ったかは、判断が難しいところかなと思います。

それから、消費税法には税収は社会保障に充てると書いたわけですが、それで生まれた余裕をほかに使うということになると、結局一体何をやっているのか分からないわけで、余裕分で財政出動をしてしまうというのは、税収の使途という意味でも疑問のあるところだと思います。

この点に関して、今回発表された5兆円の対策については、消費税率引上げの対応策について議論する際に申し上げたいと思います。

3本目の矢の成長戦略というのが、私は一番重要だと思います。財政金融政策というのは短期の需要面の政策で、成長戦略というのは、供給側と言いますか、長期的な日本経済の底力を上げる政策という意味で重要です。

これまでの政権は結果的に短命に終わってしまっていて、毎回成長戦略は出てくるわけですが、明確な優先順位付けがされることもなく、少し手を付けて政権が代わってしまうということを繰り返してきました。今回安定政権ということであれば、是非、大胆で戦略的な構造改革を行っていただきたいと思います。

その中で話題になっているのは賃金を上げるという話です。本来、賃金は成長戦略の成果として上がるという話だと思いますが、労働市場の中で決まっている賃金を政策的あるいは人為的に引き上げるということには、本能的な嫌悪感を覚えます。資本に対する課税である法人税制を使って賃金を上げようとい

う点もどこかおかしい気がします。

もちろん賃金というのは、変動所得である一時金か、恒常所得である所定内給与かで、何が違うのかといった学術的な議論もありますが、いずれにしても経済成長の本質である生産性上昇という裏付けなしに賃金を上げるようなことをしますと、一時的には消費が盛り上がるかもしれませんが、恐らく株価は下がると思いますし、長期的に見ればこれは資本蓄積せずに消費しようという話ですから、生産性が上がっていない状態でそれをやれば、長期的に日本の潜在成長率を落としてしまう懸念があります。賃上げの話というのは、そもそも名目賃金の話をしているのか実質賃金の話をしているのか分からない議論がたくさんありますし、賃金の上昇がどのようなメカニズムで経済にプラスなのか、議論をもう少し整理する必要があるだろうと思っています。

そういった賃金の話もありますが、最終的に生産性上昇が必要で、そのためにやるべきことはかなりあると思います。陳腐化した設備ストックのスクラップ・アンド・ビルドが必要だと思っていますし、M&Aをもっと活性化させる必要もあります。それから、若者、女性、高齢者など、働きたくても働いていない労働力はまだ相当あります。1,500兆円の家計金融資産、資本も日本はありますが、うまく活かせていません。医療、介護、保育といった分野では行列ができるほどの需要がありますし、あるいはTPPのような話もあるわけです。成長戦略としてやっていくべきことはたくさんあると思います。

もう1点最後に、日銀と政府だけが一生懸命頑張ることが成長戦略のように思われていますが、最終的には民間企業がどうするかということで決まってくる。その意味では、設備投資減税は、リスクを取った企業だけがメリットを受けられる点で、今回打ち出された政策の中では特に注目しています。

○司会 3人の先生方から、それぞれの政策についての評価、見方、あるいは注目すべき点を伺いました。

まず、金融政策についてお聞きしたいと思います。これは片岡先生にお伺いしたいと思います。先ほどのお話ですと、アベノミクスの金融政策を評価しているという御説明ですが、一方、小黒先生あるいは鈴木先生からは、出口戦略に対する懸念が示されていたように思います。

片岡先生は、この出口戦略ということについて懸念は持っていらっしゃるのでしょうか。

○片岡 もちろん懸念はあります。ただ、鈴木さんからもお話がありましたよ

うに、現状のようになって5か月ぐらいのところ、なおかつデフレから脱却できるかという瀬戸際のタイミングだと思いますので、まだ少し出口を考えるのは早過ぎるのかなと思います。

○司会 財政政策につきましては、みなさんが財政は膨張し過ぎである、公共事業に依存し過ぎではないかという懸念を示されました。鈴木先生は、この財政政策について肯定的ではない意見を述べられています。

3本目の矢の成長戦略について、小黒先生と鈴木先生にお伺いしたいと思います。秋の臨時国会、成長戦略実行国会と政府は名付けておりますし、来年の常会に向けて法案の提出も考えられています。

小黒先生は、成長戦略についてどのように思われるのかということをお伺いしたいと思います。

また、鈴木先生は成長戦略について、先ほど生産性の上昇、M&A、さらには設備投資減税を挙げられました。その関連で、例えば成長戦略で、法人税減税が主張されることがあります。法人税減税についてどのようにお考えなのか、鈴木先生にお伺いできればと思います。

○小黒 まず、成長戦略ですが、冒頭にはっきり申し上げなかったのは申し訳ないですが、実質GDP成長率若しくは名目成長率、この2つの概念があったときに、名目は伸びていないという話があるわけですが、本当の成長率というのは、基本的には物価の影響を取り除いた実質GDPに関するものであるべきということです。

その場合、経済全体の規模の実質GDP成長率は、欧米と比較するとかなり低いレベルにあるわけです。そうすると、マインド的にはこのテーマである財政の話と含めてとても暗いイメージになりますが、私は、それは誤解ではないかと思っています。

それが先ほど御説明した内容で、人口規模が違いますから、中国の実質GDPの規模と日本の実質GDPの規模とは、為替レートの調整をすれば中国の方がどんどん大きくなっていくのは当たり前です。もしそれを変えたいのであれば、先ほどからテーマになっている生産性を上げるということと、あとは資本、人口を増やすという話になります。ですけれども、これだけいろいろな懸案があった中にもかかわらず、日本経済の1人当たり生産年齢人口で見た実質経済成長率というのは、欧米と比較して、かなり高い状況にあるということは、ファクトファインディングとしてよく認識しておく必要があります。

その上で、今回の成長戦略をどのように位置付けることができるかということですが、現状の1人当たりで見た実質GDP成長率が高いとは言えるものの、元々の実質GDP成長率の水準はまだずっと伸びていく、伸ばしていく余地があるわけで、この関係で重要であるということは間違いないと思います。

その意味で、今回、臨時国会で本格的な議論が始まると思われませんが、医療・介護等の社会保障改革は重要です。いま、GDPは500兆円ぐらいあるわけですが、政府の歳出歳入は、一般会計だけですと90兆円、特会なども合わせれば大体230兆円ぐらいあるわけですね。そうすると、GDPの半分ぐらいが国に1回入ってから出ていくという形になっているのが現状です。その中で、国債費と社会保障が大きなウェートを占めており、長期で見た場合にそこはもっと増えると考えれば、社会保障で特に現金給付でない部分、医療と介護の産業の部分をどう官と民で役割分担して市場を活用していく中身に変えるかというところは、極めて重要なことは間違いないと思います。

ただ、ここは少し制約条件があったので残念だと思いますが、元々社会保障制度改革国民会議が、税・社会保障一体改革という名のもとに、今回の5%の増税込みで制度の枠内において社会保障をどう改革するかという形に位置付けられてしまった。はっきり言えば抜本改革、理想的な年金のシステム、介護とか医療とかのシステムをどう変えていくかという議論がされなかった。秋の臨時国会には、社会保障改革プログラム法案の審議があります。そして、これから厚生労働省の中で医療や介護の改革法案の提出に向けて議論を進めていくはずですが、その中身を見定めていくということが重要ではないかと思えます。

○司会 鈴木先生、お願いします。

○鈴木 投資減税などの政策減税と法人税率の引下げといった一般減税の違いについてのお尋ねと理解しました。

今、日本の資本ストックのビンテージは非常に高くなってしまっています。直近の25年度の経済財政白書にも、1990年を基準にして各国の設備ストックがどれぐらい陳腐化しているかという分析が示されていますが、日本の製造業は5～6年設備年齢が上がってしまっています。生産性を引き上げていくためには、新規性のある生産性の高い設備ストックにスクラップ・アンド・ビルドしていかなければなりません。企業は設備投資に消極的な状況が続いてきましたので、インセンティブを付与する設備投資減税に注目していると申し上げました。

法人税率の引下げは、中長期的に日本の供給構造あるいは企業の本社の立地、投資の場所、あるいは稼いだ所得を置く場所に影響を与えられと考えられます。それらに平均的な税率あるいは限界的な税率が関係してきます。したがって、国際的な調和の観点から中長期的には法人税率引下げを行う必要があると思いますが、現時点での優先順位としては、今申し上げたような理由で、設備投資をする、リスクを取る、そういう企業にインセンティブを与える税制が検討されるべきだと考えます。

そのとき、更に設備投資減税には2種類ありまして、1つ目が加速償却や即時償却です。ただ、これらは企業にとっては基本的にいつ減価償却費を計上するかという時間の違いですので、メリットは金利分ということになります。そうしますと、今のようない金利が必ずしも高くない局面ではあまり有効ではないと思います。また、資本財価格が大きく上昇している局面や、IT投資のブーム下でITストックの陳腐化が激しい局面であれば加速償却は有効だと思いますが、現在は必ずしもそういう局面ではありませんので、今回、即時償却が目玉とされるようだと、ネガティブに評価せざるを得ないと思っています。

それよりも、設備投資減税はもう1つである税額控除方式がいいのではないかと思います。平成25年度税制改正でも設備投資促進税制が入ったわけですが、税額控除率は3%で、対象も機械だけですので、例えば建物や無形固定資産などは対象外です。できるだけ対象企業や対象設備を絞らずに、経営判断としてリスクを取った企業に確実に恩恵が及ぶ設備投資減税が必要です。できればネットで設備を増やす企業に手厚いメリットを与えるようにすれば、より効果的でしょう。今回も減税を受けるためには前年より総投資が10%増えていなければならない、減価償却を上回っていないなければならないという条件がありますが、減税の対象は更新分を含む根っこからの総投資になっています。そうではなくて、純投資の部分に限定して厚めに減税をするということをやれば、それなりに効いてくる可能性があると思います。

財政への影響を考えましても、一般減税は非常に大きな税収減になりますが、投資減税は景気にプラスとなる設備投資した企業だけが減税対象ですので、財政に及ぼす悪影響は格段に小さいと思います。

また、法人税率引下げについては、復興特別法人税の前倒しでの廃止の検討が挙げられましたが、これは、その廃止が確実に賃金増につながる見通しを確認することが条件となっています。資本に対する課税を使って賃金を動かそうという政策に対する私の意見は既に述べたとおりです。

東日本大震災からの復興については、その費用と財源のフレームの中でバラ

ンスがとられた経緯があります。全然復興に関係ない分野にお金を使っているのではないかという問題が指摘されているわけですが、財政としては、収支をバランスさせたフレームで実施したことを事後になってひっくり返してしまうのは、政治哲学という観点からも問題があるだろうと思います。

○司会 アベノミクスについて、第1の矢、第2の矢、第3の矢という視点から、それぞれの先生方の御意見、見方をお伺いしました。

ほかの先生方にお伺いしたい点がありますでしょうか。

片岡先生お願いいたします。

○片岡 ほかの先生方への質問ではなくて、賃金の話です。先ほど鈴木さんからもお話がありましたが、できる限り早く賃金を上げないといけないと、そういう話がしきりに安倍政権の中で出ているわけです。私自身、こういった話を聞いたときにまず思い当たったのが、ルーズベルトがアメリカでニューディール政策を行ったときに、TVAという形で産業統制をしながら賃金を上げていくということをやったことでした。

その当時、アメリカでは当時のFRBが量的緩和に踏み切るという形で金融緩和をやっていて、一方で政府としては、できる限りその恩恵を賃上げという形で還元してほしいということで産業統制をやったのです。ところが、結果としてどうなったかということ、各産業の生産がむしろ逆に縮小してしまいました。

これはどういうことかといいますと、金融緩和で総需要曲線といいますか、AD曲線を右シフトさせるという形で政策を行っているわけですが、総供給曲線は右上がりの曲線ですから、これは総需要が増えながら物価が上がっていくという形になります。ですけれども、賃上げを要望して、生産性が十分高まらない状態で賃上げを早期に進めてしまうとどうなるかということ、結局企業としては生産が増やせませんので売上げが減ってしまう。売上げが制約される中で賃金を上げざるを得ないということになって、総供給曲線が左シフトしてしまう状況になってしまいます。

こうなると何が起こるかといいますと、結果的に物価は上がるけれどもなかなかGDPは増えない状態になってしまうということです。ですから、経済のメカニズムを無視した形で賃上げをあまり強調してもよくないのではないかと私自身は思う次第です。

○司会 鈴木先生、今の片岡先生の御意見を聞かれてコメントはございますか。

○鈴木 賃金を人為的に上げて何が起るのかということをよく考えてやらないと、場合によっては雇用が減る可能性があるわけです。一方で、デフレ脱却という意味では、賃金が安定的に上がっている状況でないとデフレから脱却できないということもあります。

今、日本の場合はサービス業の賃金が上がらなくなっているというのがここ10年ぐらいの大きな特徴で、日本のサービス価格はかつて10年前、20年前は内外価格差が非常に大きかった。それが規制緩和やグローバル化によって競争が進んで調整されてきました。調整が進んでどこかで適正な賃金になれば、他方で今、労働市場はかなり需給が逼迫してきていて、中長期的にも生産年齢人口の減少で逼迫してきますから、私は、放っておけばいずれきちんとした賃金上昇というものは起きるのではないかと考えています。

ですから、実物経済の世界の方で十分デフレ脱却というものが見込めるのではないかなと思っています。

金融政策によるのではなくて、リアルな世界で賃金上昇がいずれ起きるのであれば、無理やり経済にゆがみをもたらすような形で政策的、人為的に賃金に干渉することは避けるべきではないかと考えます。

○司会 小黒先生、お願いします。

○小黒 今の政権側の説明がよく分からなくなっている理由があると思います。

それは、元々金融政策を発動したときの考え方というのは、どちらかという学術的には古典派的な議論、つまり貨幣数量説によるものでした。その場合、マネーストックをマネタリーベースでどれぐらいコントロールできるかはよく分からないですが、仮にできるとすれば、実体経済とは全く関係なしに、中央銀行がマネタリーベースを増やせば、物価は上昇するというのが当初の考え方だったわけです。ですが、現実にはなかなかそうはなっていない。この矛盾に、どうやら安倍総理は気付かれています、「物価は実態経済の影響も受ける」というケインズ的な要素もあり、経済界に賃上げを要請するようになったのかなという気がします。

その辺の整理がしっかりされないまま今に至っていると思うので、今、片岡さん、鈴木さんが言われたような話ともその接合点が何か政権も混乱しているようで、国会でしっかりと議論を整理された方がいいのではないかと考えています。

4. 消費税率引上げへの対応

○司会 次の話題にいきたいと思います。

10月1日に消費税率の8%への引上げが決められました。この対策として、5兆円規模の補正予算編成から成る政策パッケージが示されています。この政策パッケージである5兆円の補正予算についてどのように評価されるかをパネリストの方々にお伺いしたいと思います。

○鈴木 まず附則第18条に関しては、条文があいまいだったわけですが、私は条文に書いてあるような経済財政状況の激変は、法律の公布施行以後起きていませんので、税率引上げは当然のことだと思います。

現在は、深いデフレ状況にはなく、むしろ改善していくという方向です。実際にデフレ脱却した後に増税すると、むしろ景気腰折れのきっかけになりかねませんので、いい方向に向かっていく中で増税をするというのは正しい増税だと思います。

問題は、今回の5兆円の対策でして、これは本質的な問題が惹起されたと思います。よく聞かれるのは、税率3%の増税をするので2%分を還元するという説明です。しかし、税収というのは全額を国民の幸福のために使わなければいけないはずで、3%取って2%返しますというのは、とても違和感がある表現です。国債発行でも税収でも、歳出の全額が国民の幸福のために使われなければなりません。

先ほど小黒さんからもお話がありましたが、1回増やした予算というのはなかなか減らせないということを見えてきたわけですが、5兆円はワンショットで、増税は恒久ですと言われても、信じ難いところがあります。予算を計上すると公的支出を前提とした産業の構造や家計所得の構造ができてしまいます。それを変えるのは大変なことであって、成長戦略とも矛盾してくるリスクがあります。先ほど申し上げたように、増税によって財政に少し余裕ができることをよいことに、特に公共事業などを裁量的に増やすことは問題だと思います。

今回は17年ぶりの消費税増税で、なかなか難しいからこういう方法を使ったという説明もあり得ますが、この後10%への引上げが待っていますし、更にその先も消費税については引上げをうまくやっていく必要があると思います。いわば第1回目である今回、増税の際にこれだけ多くのことを求められてしまったというのは、将来に向けて懸念を強く感じます。

○司会 片岡先生、お願いします。

○片岡 消費税引上げへの対応策ということだと思いますが、私自身は消費税率を予定どおり引き上げるについて元々反対していたのですが、これは安倍総理が決断された話なので、そこから先どうしたらいいのかというのが現状で考えるべきことだと思います。

先ほど鈴木さんからもお話がありましたように、仮に3%引き上げるのであれば、経済状況を心配して財政出動するのは本末転倒ではないでしょうか。そもそもそれだけの心配をされるのであれば、例えば消費税率については、3%引き上げるのではなく1~2%ずつ引き上げるといった政策オプションもあったと思います。ただ、そういうスキームにされなかったということが、1つの問題であると思います。

3%引き上げて2%分を還元するというのは、これは表現としてそもそもおかしく、消費税率の引上げについては社会保障に使うという話ですので、その意味で国民に還元されるわけです。ですから、2%というのは、理屈に窮したところが大きいのではないかと思います。

中身の方は、先ほど申し上げたとおりですが、中低所得者層への給付金、所得税減税というのを、やるとしたら柱にすべきなのではないかと思います。

国民に消費税という形で負担をお願いする一方で、法人税だけを減らすという言い方をしてしまうと、無駄に反対を助長するだけなのではないかと思います。そういった話は、敢えて言わない方がいいと思いますが、むしろ現政権は積極的に言っているように私は感じてしまいます。

○司会 小黒先生、お願いします。

○小黒 消費税の対応策ということですが、私もそもそも論が結構重要だと思っています。なぜかといいますと、1回増税しても、そのお金が消えるわけではなくて、もう1回経済に戻ってくるわけです。

例えば経済に1人しか人間がいなかった場合に、その人に例えば100万円消費税という形で増税して、それをもう1回配るということをしたとします。その場合、その人は何も損得なく、経済は変わらないわけです。

増税の効果としては、税は全て「歪み」を引き起こすため、それが経済にインパクトを与えるということがあります。「歪み」とは、増税がない場合、100ぐらいの経済活動がなされていたものが、増税すると98ぐらいになり、2減ってしまうという話です。その2は何かと言うと、例えば法人税であれば、2つ同じようなプロジェクトがあり片方が5億円の売上げ、もう片方は3億円の売

上げで、両方とも2億円のコストがかかっている場合を考えます。この売上げに50%課税すると、売上げ5億円のプロジェクトは税引き後の売上げが2.5億円ありますから、コストが2億円かかっても一応0.5億円という利益が発生し、プロジェクトは行えます。

けれども、売上げ3億円のプロジェクトの方は、3億円売上げて半分税金で持っていかれると1.5億円しか課税後に残りませんので、それに2億円のコストがかかるとマイナスになってしまうわけです。このような場合、法人税がないケースでは両方ともプロジェクトを実施していたものが、法人税を導入すると、片方のプロジェクトの実施はなくなるという形で経済にインパクトを与えるというのが、「歪み」であり、標準的な経済学の考え方になっています。

その場合に、消費税の「歪み」がどれぐらいインパクトを与えるかと言うと、様々な学術的研究があるわけです。海外で研究されている方だと、実はそれほどインパクトはないという話があります。

実は消費税は個人ベースで見れば比例の賃金税、労働所得税だという話になります。例えば手取りで10億円の収入がある場合、手取り段階では課税されず、それを全部使おうとする時、もし消費税が25%であれば2.5億円取られるという話です。でも、これは、両辺を1.25で割ってしまえば、賃金税を先に20%取ることと同じことになるわけです。一種の賃金税である社会保険料も、例えば2004年の年金改革で保険料を引き上げるということをやってきたわけですが、その時は別に大きな対策を打つ必要があるという話にはならなかったわけです。

所得税と住民税の定率減税を1999年に導入し、2007年に縮減廃止したわけですが、そのときの負担増は3.4兆円です。あとは年金も上げて合計5.6兆円ぐらいの負担増をしているわけですが、あまり議論されないまま増税されています。

消費税の負担感が大きく見えるのは、最初に駆け込み需要があって経済を大きく上向かせますが、その後大きな反動減という形で経済成長を屈折させるからだと思います。反動減があるから、景気に大きな悪影響を与えているように見える部分があるのではないのでしょうか。

駆け込み需要が発生しているほとんどの部分は耐久消費財ですから、実はその耐久消費財に対する課税の仕方が悪いのではないかというのが私の持論で、これは1997年に増税したときも議論されました。

例えば建設業界とか不動産業界で議論になって、頭の整理をするために敢えて教科書的な説明の仕方をしますが、例えば3,000万円の住宅を買います。30

年の耐用年数だったときに、消費税は買った瞬間に課税します。ですが、よく考えれば耐用年数が30年の住宅だとすると、毎年100万円ずつ消費していると考えるのが自然です。そこに本当は課税すべきだという議論が1997年当時もされていました。そういう形に変えれば、駆け込み需要は発生しないということになります。

例えば3,000万円に対して一度に課税されると、5%のときだったら150万円ですが、10%では300万円も納めないといけません。しかし、100万円ずつ消費しているという概念の中であれば、住宅購入が1年ずれても大きく納税額が増えるということはなく、そうすると駆け込み需要は発生しないことになります。したがって、そういったところを改めていかないと難しいと思います。

なぜかといいますと、社会保障改革や成長戦略をやるとしても、財政の改善にどれぐらい寄与するかというと、現実ベースではかなり難しいわけです。そうすると、歳出もある程度抑制するとしても、これから何回も5%増税しなければいけないという局面になり、同じような議論が繰り返し出てきて、そのたびに対策を打つ必要が出てきてしまいます。

そうだとすれば、駆け込み需要を発生させる基礎的な部分を直し、消費増税の(見かけ上の)インパクトを緩和していくことが必要ではないかと思います。

○司会 各先生方から、消費税率の引上げと対応策ということでお話を伺いました。先生方から追加される発言はありますか。

○鈴木 簡素な給付措置が5兆円の中に含まれたわけですが、簡素な給付措置というのは、元々やるということが決まっていたものです。復興の予算もそうですが、5兆円の中には、元々必要なものも入っているということは一応踏まえた方がいいと思います。

1989年、1997年のときも臨時福祉給付金ということで、数百万人の方に1万円ずつ配りました。ただ、今回の3,000億円の簡素な給付措置は対象者が2,400万人で、人口の5分の1ぐらいの大規模なものです。さらに65歳以上の方には一律に5,000円加算をすることになっています。就職できずに困っている若者は多いですし、最低賃金近くで働いて、高齢世帯の年金収入よりも低い所得で頑張っている若い夫婦などもいる中で、年齢が65歳以上というだけで配慮することには疑問を感じます。しかも、5,000円の加算は年金の特例水準解消を考慮するという言葉が付いています。年金の特例水準解消は払い過ぎの分を減らすということで決着済みの問題です。ところが、それを考慮して簡素な給付措

置で配り直すというのは、民主主義が歳出膨張の性格を本質的に抱えている仕組みであることを強く示唆するものです。

今回の簡素な給付措置は1回限り、1年半分と説明されていますが、これは給付付き税額控除か軽減税率か、逆進性の緩和策が決着しない限り続くというのが今の法律の規定になっています。簡素な給付措置のような制度が結局ずっと続くリスクもあり、必要な増税に付随して歳出膨張の圧力が大きい点は問題だろうと思います。

5. 財政再建の優先順位

○司会 では、次のテーマに移らせていただきたいと思います。本日は、「財政健全化の方向性」というテーマを設定しています。財政再建という場合に、大きく3つの方向、手法が考えられると思います。1つ目は経済成長によって歳入を増加させる、2つ目は社会保障制度改革などによって歳出の削減を図る、3つ目として税制改革による増税です。

アベノミクスを振り返ってみますと、まず経済を活性化させ、それから来年4月に消費税の引上げ、そして財政再建に取り組むという道筋が見えてこようかと思います。今後、経済成長、歳出削減、あるいは増税というこの手法、これはどういう形で進めていくのが一番のベストミックスなのかということについて御意見を伺えればと思います。

○小黒 今、3つの選択肢で、経済成長、増税、歳出削減という話がありました。私も先ほどやや感覚的に、経済成長というのはあまり貢献しないという話をさせていただいたのですが、結構その認識がどちら側なのかということが、増税と歳出削減の方向性を決めると思っています。

なぜかといいますと、公的債務の対GDP比に関する式を見ていただきたいのですが（図表3）、公的債務の対GDP比の変化を決めるのは、分母のGDPと分子の借金があるわけです。借金は新しい借金をしなければ金利で伸びていく一方、ある程度債務が伸びていっても、経済成長すれば対GDP比の公的債務は縮小していくことになるわけです。それがこの式の2項目で書いてある、金利と成長率の差が今の債務残高の対GDP比を掛けたものだけ膨らむということになります。ですが、新しい借金部分の基礎的財政収支が新しく出てくると、その分だけまた赤字が膨らむということを表す式になるわけです。

実は、竹中元経済財政政策担当大臣や、東大の吉川洋先生が経済財政諮問会議に入られている時に論争があったわけですが、どちらかと言えば吉川先生の

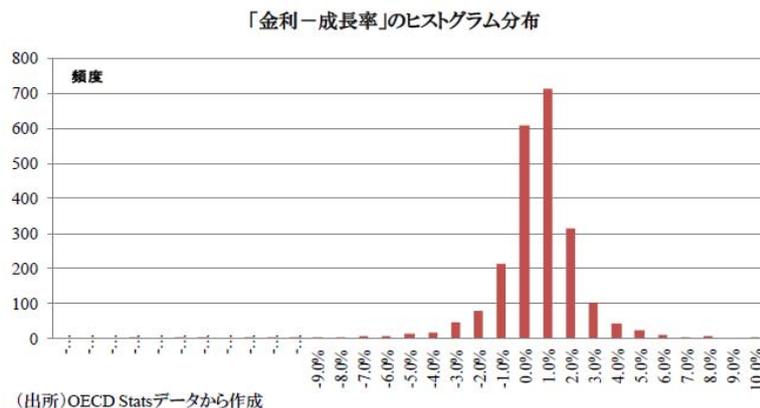
方が学術的には正しいという話があります。理由は単純で、ここで言っている金利というのは市場の金利ではなくて、国債のいろいろな年限の金利の加重平均です。それと成長率の差をヒストグラムにしてみますと、ゼロポイントのところより少し右側にたくさん集中していますが、金利と成長率はおおむね同じ動きをし、その差はゼロに近いということです。

図表3 成長のみでの財政再建の成功確率は極めて低い
財政赤字ギャンブル失敗のツケは若い世代・将来世代に

公的債務（対GDP）の変化

$$= -\text{基礎的財政収支（対GDP）} + (\text{金利} - \text{成長率}) \times \text{現在の公的債務（対GDP）}$$

- 基礎的財政収支の赤字=4%、現在の債務=200%のとき、左辺がゼロの条件
- 金利-成長率 ≤ -2%
- 以下の分布では単年で7.6%の確率。独立分布なら10年連続で7.6%の10乗



(出所) 小黒氏資料

そうすると、基本的にはこの第2項というのはなくても同じようなもので、必要なことは基礎的財政収支をゼロにするか、少しリスクを制御するのであれば、若干プラス気味にするということです。

仮に基礎的財政収支の赤字がずっと4%で推移すると、その場合に成長率の方が金利よりどのくらい高ければいいかというのを計算すると、成長率が2%高ければ、基礎的財政収支が4%の赤字でもどうにかなるということになります。ですが、その確率はゼロに近いので、不可能です。何が言いたいかというと、景気がよければ成長率が上がりますが、金利も上がり、金利と成長率は似た動きをするということです。だから、財政で債務残高の対GDP比を考えると、第1項の「-基礎的財政収支（対GDP）」が重要で、それを改

善するには、基本的には増税か歳出削減をしなければいけないということです。

社会保障を削減せずずっと放置した場合に、最後どこかで急激に税率を上げなければ、債務残高の発散を防げないというターニングポイントがあります。アメリカのブラウン氏らは、それを試算していて、消費税率を10%に引き上げた場合でも2032年までしか放置できず、それほど時間はないわけです。

1997年に増税してから今回増税するまで17年ぐらいだと思いますが、そのタイミングのスパンを考えると、次は2030年ぐらいにかかる可能性があるとなると、とてもではないけれども難しい。彼らの試算では、最終的に5%ずつの増税をやったとしても、あと5回ぐらいやって、やっと財政が安定化するという話になっています。この中身というのは、社会保障をかなり大胆に切り込んでいて、例えば年金給付の現役時代収入の半額保証を外すということまでやったとしても、この税率になるという状況です。

彼らの試算では、長期的には消費税率が約32%になってしまうことになり、時間は限られています。もし上げられる税率がこの30%レンジではなくて、もし20%ということであれば、10%分は切り込まなければいけない。それをきちんとプログラムとして作る必要があると思います。

これはどこかで限界が来るということですので、2016年までしばらく選挙がないという極めて稀な時期にある政権ですから、是非改革をしていただく必要があると思います。

そのために重要なのは、内閣府が出しているこの中長期試算について、改革をしているケースだけではなく、していないケースも出す必要があります。しかも、それを2023年度で止めるのではなくて、もっと先まで出すべきです。アメリカやイギリス、ヨーロッパでも2050年ぐらいまで出しているわけです。そういうものを日本でも出さないと、改革の必要性というのが理解できないと思います。

しかし、内閣府は現状何をやっているかというのと、2009年に推計を出したときには、2023年度までの推計を出していました。次の2010年では2024年度までの推計を出すはずですが、2023年で止まっています。ずっと繰り返し計算しているわけですが、直近の安倍政権でも2023年度で止まっていて、それ以降の推計が出ていないわけです。

○司会 片岡先生、お願いします。

○片岡 財政再建の手法ということで、大きく経済成長、歳出削減、増税とい

う話があると思います。今回消費増税を行うという話になっているわけですが、増税した分がそのまま財政再建に回るというよりは、むしろ歳出として使ってしまうというインセンティブが働いていると言わざるを得ない状況になっています。

増税した分を使ってしまうという財政運営をしてしまっているのは、結果的に財政再建にはつながらないということです。

経済成長させて歳出削減、増税のバランスを考慮するというのが現状のやり方ですが、当面の財政再建のスケジュールというのは、2015年にプライマリーバランスの赤字を2010年比で半減するという目標があります。私自身は、この目標の達成は現状のやり方では極めて難しいと思います。むしろ、極めて難しいということをまず明らかにするべきではないかと思います。

そもそも2015年度にプライマリーバランスの赤字を2010年比で半減するという目標自体が安倍政権の下で設定したわけではなく、なおかつ新たに政権を取ってから2、3年ぐらいで現状の▲6.6%からいきなり半減させていくということなので、かなりハードルが高い話です。できる限り現実味のある中で、負担感を減らしながら時間をかけてやっていくのであれば、15年度に半減するという目標がどこまで意味があるのかという点も含めて、検討すべきでしょう。

同じことが2020年までにプライマリーバランスを黒字化するという目標にも当てはまってくると思います。なかなか将来の絵姿が描けないという可能性は当然ありますが、できる限り緩やかに赤字を減らしていく方向にコミットする姿勢を示すことがまず大事です。今の政権は、財政赤字が大変だ、財政は危機的だと言っている一方で、増税したらすぐ使ってしまうという話があり、財政再建を進めていくスケジュール自体も、私の目から見ると極めて実効性に欠けると思います。

その一方で社会保障の問題もありますが、こうした状況を続けていると、結果的に意図する、意図せざるにかかわらず最悪の状態に進むのではないかと、いった危惧を持っております。

そうした視点の中で、経済成長、歳出削減、増税という話をどう考えるかということですが、私自身は、名目成長率が低く、特にデフレから脱却していないという状況ですので、まずはデフレから脱却した上で、どれぐらいの税収が毎年見込まれるのかを判断するべきではないかと思います。

その中で、経済成長によって増える税収増の分と、一方で歳出としてどうしても外せない分が金額としては出ますので、残りが歳出削減か増税かという話になってくるかと思っています。そういう数字の感覚をしっかりと共有することが、

現段階で求められていると思っています。

○司会 では、鈴木先生お願いします。

○鈴木 世界の財政再建の成功例から分析して、確率的にうまくいく方法についての研究はあるわけですが、人口動態や現時点での政府債務残高など日本の置かれた状況を考えますと、経済成長、歳出削減、増税を同時に進めるしかないと思います。社会保障改革だけでなく、行革も忘れてはいけないことで、80年代の行革はそれなりの効果があったと私は思いますが、一方で国民負担増ということも避けられないと思います。

民主主義は歳出を膨張させてしまうメカニズムを本質的に持っていることを先ほど申し上げましたが、減らすことは非常に難しいので、私はまず増やすことをやめるべきだと思います。

具体的な直近の例で申し上げますと、日本の社会保障というのは、今後増えていく見込みの費用が非常に大きく、この増え方をどう抑制するかが問題なわけです。ところが、一体改革の議論の中では低所得者対策が目白押しで、何をどこまでやるのか分からない程に財源を必要とするメニューが多い状況です。

もちろん、本当に困っている人に対する配慮は必要です。しかし、吟味せず配慮する対象範囲を広げてしまうと、何のために改革し、国民負担増をやるのか分からなくなってきました。アベノミクスの中に、社会保障改革が十分埋め込まれていないという点は問題で、そこが日本の今後の財政再建で最も重要なところだろうと思います。

まず、増やさないとというのはどういうことかということ、成長戦略というのは、マンアワー生産性上昇率2%ぐらいを目指すと考えると、生産年齢人口は減るのでマクロの実質成長率は1%ぐらいです。物価上昇率が1%とすると名目成長率で2%ぐらいですね。こういう長期的な経済のフレームワークを考えたときに、今の高齢者1人当たりの給付というのは実質で減らす必要は必ずしもなく、高齢者が増える分や、物価が上がる分は歳出を増やしていくと考えるとします。

他方、現役の方は生産性上昇で実質賃金が上がっていますから、現役と引退層の格差は次第に広がっていきます。つまり、高齢者1人当たりの実質給付を増やさなければ、年金だけではなく、医療や介護も含めた全体で見た所得代替率が低下していきます。もっとも、所得代替率が今の25%減とか3割減とか、それぐらいのレベルに引き下げる改革ができて、消費税率は最終的に25%程

度必要と計算しています。

年金はマクロ経済スライドをやらざるを得ないので実質額が減りますが、医療や介護はこれからも実質で増えるでしょう。しかし、トータルとしては1人当たりの実質額を増やさないことが必要です。これから増えそうなものを増やさないようにする一方で、それなりの生産性上昇率を実現していくことができれば、財政の持続可能性は、かなりの程度回復されるのではないかと思います。

小黒さんが先ほど御説明になった金利と成長率の関係はおっしゃるとおりだと思いますが、問題となる基礎的財政収支のところにも経済成長との関係はあると思います。経済との関係という意味では、歳出の弾力性と歳入の弾力性をそれぞれどう見るかです。ただ、歳入弾力値が多少高いとしても歳出と歳入のギャップが極めて大きい現状では収支は容易に改善しません。それに加えて、経済とは関係ない構造的な高齢化に伴う歳出増の要因があります。構造的な歳出増の要因が日本の場合非常に重要ですので、歳出削減と増税が肝心という結論です。

ただ、歳出の削減と抑制、国民負担増を同時にやっていかざるを得ないのですが、それをやっていけば将来像が見えるようになって国民が安心して消費をするという見方は疑問です。ダイナミックに考えた場合には、負担増や給付抑制をやると経済は悪くなります。供給側だけでなく需要側をどれぐらい重視したモデルで考えるかにもよりますが、これから長期に国民負担増、給付抑制、給付削減をやっていくと、経済はどうしてもやらないよりは悪くなっていくと思います。国民負担増、給付削減という話だけで終わってしまうと、経済成長率が下がって政府債務残高の対GDP比がなかなか下がらないという、結局最後まで解が出てこない状況になってしまいます。

ここで考えなければいけないのは、政府の役割です。ナショナルミニマムというのは人によって考え方が様々ですから議論が必要ですが、政府の社会保障はナショナルミニマムの方向に抑制していく。しかし、それだけだと社会のリスクがコントロールされていない西部劇の世界になってしまいますから、社会保障の抑制分を補完するための民間の知恵が必要です。例えば、新しい企業年金や医療保険、病気にならないようにするための健康市場の拡大が考えられます。民間の様々な新しいサービス生産のための投資も起こしていく必要があります。

つまり、政府の役割は、人々が抱えるリスクを全てカバーするのに十分なお金の全額を直接配ることではなく、マイナンバー制度を適切に整備・運営したり、民間が自助努力でやろうとしていることをサポートするために税制優遇を

行ったり、あるいは規制を民間のニーズに合わせて改革したりすることに、ある程度シフトすべきです。一方で民間では、政府からの給付が減る分を補完する新しいサービス、あるいは病気にならない、要介護にならないための新しいサービスを生産することがビジネスになります。民間の投資や消費を拡大させるという成長戦略の構図の中で負担増と給付削減を構想しないと正しい処方箋は書けず、非常に暗いシナリオになってしまうと思っています。

財政再建の手法という点で、3つとも重要だということと、それに加えて増やさないとということや、社会保障の分野に民間の知恵を活かすようなことを成長戦略としても考えていくやり方が必要ということを申し上げました。

○司会 財政再建の手法の優先順位だけにとどまらず、小黒先生からは2023年度以降の見通しを示すことが重要であるとの指摘、片岡先生からはスケジュールの実効性をはっきりすることの必要性、鈴木先生からは歳出拡大をやめることの重要性なども指摘されたと思います。

6. 会場との意見交換

○司会 それでは、会場の皆様から御意見をいただければと思います。

○質問者 財政健全化とマーケット、金融市場との関係です。金融市場が落ち着いていることの背景に、消費税引上げの余地があるという議論を時々耳にします。今度5%から8%に上がり、今後は10%に上がるかもしれませんが、それにしてもまだ税率引上げの余地があるので、それが影響しているという議論があると承知しています。今日の話をお伺いしましても、20%どころか25%、26%への消費税率の引上げまでいかないと、財政均衡のシナリオが描けないという話もありました。

その点を考えても、今日も話が出たような歳出削減や、その他いろいろな抑制的な経済政策運営等もあるから大丈夫だということもあるかもしれませんが。一方、悲観トリガーが引かれると不安定化する懸念がやはりある気がします。その点を悲観的に見てもしょうがないでしょうが、どういった見方をされているか。そこは割と楽観的だとお考えになるか、非常に注意しなければ危ないとお考えになるかというところを、専門家の先生方にお伺いしてみたいと思います。

○小黒 今の御質問ですが、理論ベースか実体ベースかという話があると思い

ます。柔軟な発想で考えると、2、3年でおかしくなる可能性は十分にあると思います。

今は、政府が新規に発行する国債の7割ぐらいを日銀が買っているような状況になっており、それで金利が押さえつけられているわけです（金融抑圧）。国債の償還や利回りが最終的にどういう形になるか分かりませんが、一部デフォルトするのか、財政的なインフレーションという形で解決されるのか、また増税とか歳出カットという形で返ってくるのか、そこは当然見通しに依存するわけです。

私も理論モデルを作ったり、シミュレーションをしたりすると、政府の財政政策に依存するというモデルになってきます。ただ、財政政策をきちんと打ち出しているにもかかわらず、国債の償還は、最初は歳出カットと増税というより、課税権的なベースも含めたものでしっかり償還されるという話もありますが、理論的には、それを越えた瞬間にあとはデフォルトするか財政インフレで帳尻合わせるしかないわけです。そういうガチガチの理論モデルを作れば、それが分かった瞬間に金利が上がり始めるという話になります。

では、現実はどうかということ、それほど世の中が政府の見通しについて予測しているということはないと思いますから、少しそこは違うかなと思います。ただ、そういうことがないとも言えないでしょう。

もう1つ重要なのは、経常収支が今黒字だから大丈夫で、赤字になったら危なくなるという議論があります。これもマクロベースで考えて、いわゆるケインズ型の単純なモデルのケースなわけですが、なぜ国債が順調に償還されているのかは一概に言えないわけです。

どういうことかということ、仮に経常収支が赤字でも、銀行が海外から資金を借りて、それが国内のお金になり、それで国債を買うというスキームも考えられます。そうすると、理論的には経常収支が赤字か黒字かというのも本当はあまり関係ないかもしれない。ガチガチに詰めていくと、私の見立てでは、やはり先ほど言われた見通しが重要で、そことの関係になります。

ただ、日銀が今国債を多く買っているので、はっきり言えば国債市場はほぼ死んでいるわけです。そういう状態の中では、短期的に金利の急騰はなかなか起こりにくい状態になっていると思っています。

私は楽観していませんが、出口戦略の部分は景気がもし仮によくなり始めれば相当難しくなるはずなので、物価上昇と連動し、そこで名目金利が上がり始めるということも考えられます。そうすると、当然財政にもインパクトを与えるだろうし、また、最後は金融政策と財政との兼ね合いで、金融政策が財政

の下に従属するフィスカルドミナンスという、そういう形で調整されることも当然あるのかなと思っています。お答えになっているかどうか分かりませんが、私はそう思っているところです。

○片岡 いろいろな視点から考えることができますと思いますが、例えば市場関係者と呼ばれる方々には、増税をしなければ金利が急騰するとお考えの方も、そう考えない方もいらっしゃいます。例えばこの人がこう言っているから金利が上がる、外国人の投資家がこう言っているから金利が上がる、という話をそのまま鵜呑みにして、本当に金利が上がるのではと考えるのは、かなり大ざっぱな話だと思っています。

長期金利がどうやって決まるのかという話ですが、例えばグリーンSPAN FRB議長のときに引締めを少しやろうとして、政策金利を上げたけれども長期金利がなかなか上がらないという話もありました。実際問題、どういうメカニズムでどれだけ長期金利が上がるのかをコントロールすることは難しいと思います。

日銀のホームページ等で見ますと、将来の期待されるインフレ率が上がれば長期金利が上がっていく。それから、一方でリスクプレミアムを下げれば長期金利が下がるという話があります。日銀が金融緩和をして国債を買い、国債を保有することのリスクを減らすので金利が下がるということです。それから、期待潜在成長率という経済の足腰の問題でも金利が動きます。

リスクプレミアムの中に財政プレミアムという話があり、それが懸念されている部分かと思います。ただ、現状これがどう動いていくのかというのは、はっきりしたことは言えないのではないかと思います。

ただ、財政のリスクという意味では、例えば10年前と比較すれば当然高まっていることは事実なので、そういう意味で金利が急騰する可能性がないとは言えないと思います。

消費増税前のときには、増税しないと金利が上がるのではないかということが言われていて、黒田総裁もテールリスクといった話をされて非常に懸念をしておられたわけですが、現状は消費税率を8%に引上げということが決まっていますので、財政プレミアムを経由した長期金利の急騰が起こるリスクは、黒田総裁の指摘が正しいとすれば非常に少ないのではないかと考えています。

○鈴木 かつてもどうなれば金利が上がりそうか分析していた際、1990年代の後半に政府の金利負担が上昇に転じると試算し、それがきっかけになるかもし

れないと予測しました。70年代半ばから赤字国債発行を始めましたが、80年代半ばから政府の金利負担はむしろ下がっていました。しかし、90年代終わり頃に、2004年前後で反転するだろうと予測したところ、予想どおり反転したわけです。金利負担が増え始めたことを見た債券投資家は何か行動を起こすだろうと予想したのですが、これは外れました。金利は上がりませんでした。その背景には長期資金の需要低迷ということがあって、日本経済はデフレが続く「失われた15～20年」の中にあったということだと思います。

今回は、成長戦略ということを一方でうたっています。成長戦略がもし奏功すれば、企業部門全体として大幅な資金不足の状態になるとは思いませんが、長期の資金需要は出てくると思います。そのときには長期金利が不安定になる可能性はありますし、それに備えて社会保障改革をしっかりとやって、政府の赤字を垂れ流さない状況を作る必要があると思います。

それから先ほどの御質問で、消費税率を上げる余地があるから安心しているという点についてですが、余地があったとしても、どこかで現実には政治的に上げられないということになれば、何か起きるかもしれないと私は思います。今回は消費税を8%に引き上げる最終判断をしましたが、仮に消費税率を上げないのであれば、上げない代わりにシナリオをどういった形で提示するかという点がおそらく重要です。消費税率引上げの話を中心に反故にすれば市場は混乱すると思いますし、それに代わるシナリオをうまく説明をしていくことができるかどうかです。

日銀が国債を買っている安心感というのは、市場関係者の間には非常に強いものがあります。そういう意味では、国債市場は非常におかしなことになっているのかもしれませんが、デフレ脱却が今一番大きなテーマですが、本当にデフレ脱却の姿が出てきたときに長期金利がどうなるか。日本の債券市場というのは、「失われた15～20年」の中でずっと価格形成をしてきましたが、本当にインフレ期待が出てくれば、私は名目金利が上がらないとおかしいと思います。

名目金利が多少上がったとしても、日銀が買っているという安心感があるわけですが、日銀は普通のプレーヤーとは違います。今で言えばマネタリーベースをターゲットにして必要な量を買っています。つまり、価格で買っているわけではなく、買う必要のある分を買う、本当は価値が低いとしても高い価格（低い金利）で買うということです。実質的なマネタイゼーションに近いことをやっている中で、安心感という市場の認識が、日銀は少しやり過ぎているかもしれないという認識に徐々に変化すると非常にまずい状況になってきます。

まとめますと、民間の長期資金需要がどうなるかという点とデフレ脱却の動

き、インフレ期待がどうなっていくかが注目点だと思います。

○**司会** それでは、本日のパネル・ディスカッションこれで終了させていただきます。御多忙中御参加いただきまして、誠にありがとうございました。