

財政再建¹

ドル建て国債による円安政策

創価大学 高橋一郎研究会 財政分科会

河野太輔 國田啓子 高橋裕太
松山多美子 山本大輔

2010年12月

¹本稿は、2010年12月11日、12日に開催される、ISFJ日本政策学生会議「政策フォーラム2010」のために作成したものである。本稿の作成にあたっては、高橋一郎教授（創価大学）をはじめ、浅井学教授（創価大学）や多くの方々から有益且つ熱心なコメントを頂戴した。ここに記して感謝の意を表したい。しかしながら、本稿にあり得る誤り、主張の一切の責任はいうまでもなく筆者たち個人に帰するものである。

財政再建

ドル建て国債による円安政策

2010年12月

要約

本稿では、財政破綻を一時的に回避するために、円高を是正することによって財政の健全化を目指す。

第1章では、日本の現状の財政運営と財政破綻懸念について述べている。現在日本は巨額の公的債務残高を抱えているが、公的債務残高の増加は現在世代・将来世代の双方に対して経済的悪影響を及ぼすと考えられる。それだけでなく、現状の財政運営を維持し、このまま公的債務残高が増加していった場合、日本は近いうちに財政破綻に至る可能性が高い。現在の日本が財政破綻に陥った場合、経済的な悪影響は国内外にわたって大きなものとなる。したがって、日本の財政問題は早急な解決を要しており、破綻回避のための政策が行われなければならない。財政の構造を踏まえたうえで、日本の財政破綻を回避するには基礎的財政収支を改善・黒字化させることが必要であるという結論に至った。

第2章では、財政の健全化の妨げになっている円高とデフレについての現状分析を行う。日本は12年間デフレ下にあり、デフレが経済を停滞させているために税収が減少し、財政を圧迫していることが分かった。そして、このデフレを長期化させている要因が近年急激に進んでいる円高である。円高は、日本の主要な産業である輸出産業の企業収益を圧迫することによって経済に悪影響を与えている。したがって、デフレ脱却には円高是正が必要であり、円高を是正することによって、企業利潤を増加させなければならない。そして、経済が活性化されれば、税収増が期待できる。最終的に、税収増を通じて基礎的財政収支が改善すれば、一時的に財政破綻を回避できると考えた。

第3章では、財政破綻を回避するための政策として「円高是正のためのドル建て国債発行」を提言する。日本の国債購入者をみると、そのほとんどが国内の投資家であることが分かる。しかし、提言するドル建て国債は、海外の投資家が購入するためのものではない。ドル建てで発行された国債を国内の投資家が購入することによって、ドルに対しての需要を創出し、円安誘導するというものである。先述したように、今の日本経済はデフレや円高によって停滞段階にあり、歳出増に見合うだけの税収が足りていない状況である。そこで、円高を是正することによって円高の経済に対する悪影響を緩和するとともに、デフレ脱却を図り、税収を増やすことによって日本の財政破綻を回避する。

第4章では、これまでの内容を踏まえて、本稿で提言するドル建て国債発行の実現可能性を高めるために計量分析をまじえた実証分析を行う。具体的には、為替相場変動から税収の変化までを4つの段階に分けて分析を行う。

- ①政策施行による為替相場の変動
- ②為替相場の変動によるGDPへの影響
- ③GDPの変化による税収への影響
- ④基礎的財政収支の改善による財政破綻確率の減少

このそれぞれの段階を定量的に分析することで、ドル建て国債の発行がどの程度財政再建に貢献できるのかを確認していく。そして、最終的にはそれらの結果をもとに提言を行う。

目次

はじめに

第 1 章 財政の持続可能性

- 第 1 節 財政運営
 - 第 1 項 財政の現状
 - 第 2 項 財政の将来予測
- 第 2 節 財政破綻懸念
 - 第 1 項 公債の性質
 - 第 2 項 財政の破綻確率

第 2 章 財政を取り巻く環境

- 第 1 節 デフレが経済・税収へ及ぼす影響
 - 第 1 項 理論：デフレの影響
 - 第 2 項 現状：デフレの影響
- 第 2 節 円高が経済へ及ぼす影響
 - 第 1 項 為替相場における変動要因
 - 第 2 項 景気下押しの 2 つの経路
- 第 3 節 デフレへの波及経路
 - 第 1 項 供給：低価格商品の輸入
 - 第 2 項 需要：有効需要の減少

第 4 章 政策提言

- 第 1 節 先行研究
- 第 2 節 政策の概要
- 第 3 節 平成 23 年度税制改正を踏まえて
 - 第 1 項 消費税
 - 第 2 項 法人税

第 5 章 実証分析

- 第 1 節 分析の概要
 - 第 1 項 目標の確認
 - 第 2 項 分析の流れ
- 第 2 節 第 1 段階：輸出入関数
- 第 3 節 回帰係数の推定
- 第 4 節 税収への影響
 - 第 1 項 第 2 段階：GDP の推計
 - 第 2 項 第 3 段階：税収の予測
- 第 5 節 政策提言
 - 第 1 項 ドル建て国債の発行高水準
 - 第 2 項 破綻確率の減少

第6節 今後の課題

先行論文・参考文献・データ出典

はじめに

近年、急激に円高が進行している。円高については、その是非について様々な見解がある。自国通貨は経済の実力を反映するものであるから強いほうがよいとする見方、今の円高は日本の実体経済に対して過大評価されているという見方、さらには実質為替レートで見たとき果たして本当に円高なのかという意見もある。しかし、名目であっても円高になると輸出企業が国際競争力を失うという観点から、急激な円高は回避すべきであるという見解が一般的である。

急激な円高に伴い、経済界から政府に対して早急な円高対策を求める声が寄せられている。これをうけて日本銀行は 2010 年 9 月、6 年半ぶりとなる単独為替介入に踏み切った。今回の 2 兆円規模の為替介入は一時的な効果をもたらしたが、円高を止めるには至らなかった。9 月以降日銀は追加的な為替介入を行っていない。10 月 23 日に韓国で開催された G20 において、輸出促進を目的とした自国通貨安競争を回避する共同声明が採択されたことなどから、日本銀行が為替介入を行うことが困難な状況になっていると考えられる。

本稿では、円高は輸出企業の収益減少をもたらすだけでなく、財政破綻の可能性を高めていると考える。円高は、デフレを長期化させることで日本経済を下押ししており、結果的に税収を減少させる要因になっている。税収の減少は基礎的財政収支を悪化させ、財政破綻の可能性を高めている。ゆえに、円高を是正することで日本の景気を押し上げ、それに伴い税収が増加することにより基礎的財政収支を黒字化し、日本財政の持続可能性を高めることができる考えた。その具体的な円高是正の政策を提案し、財政の持続可能性が高まるまでの道筋を示すことが本稿の目的である。

財政再建のための円安誘導政策として、本稿では財務省によるドル建て国債の発行を提案する。この政策には、

- ① 海外からの反発を最小限に止めつつ円高を是正することができる
 - ② 円安誘導政策として持続的な効果が見込める
 - ③ 日本の逼迫した財政状況のなかで追加的な財源を必要としない
- など、単独為替介入と比べても多くのメリットがあると考えられる。

ドル建て国債発行による円安誘導政策は、元 J.P.モルガン銀行のトレーダーである藤巻健史氏によって発案されたものである。藤巻氏は、財政破綻を回避するためには円安誘導政策によって低迷が続く日本経済を活性化する必要があるとしており、本稿の問題意識と一致している。本稿では計量分析によってドル建て国債の発行が経済に及ぼす影響を推計することで、政策の実現可能性を高める。具体的には、ドル建て国債発行が為替相場に与える影響を分析し、それが景気・税収に与える影響、さらには税収増が日本財政の持続可能性に与える影響を分析する。

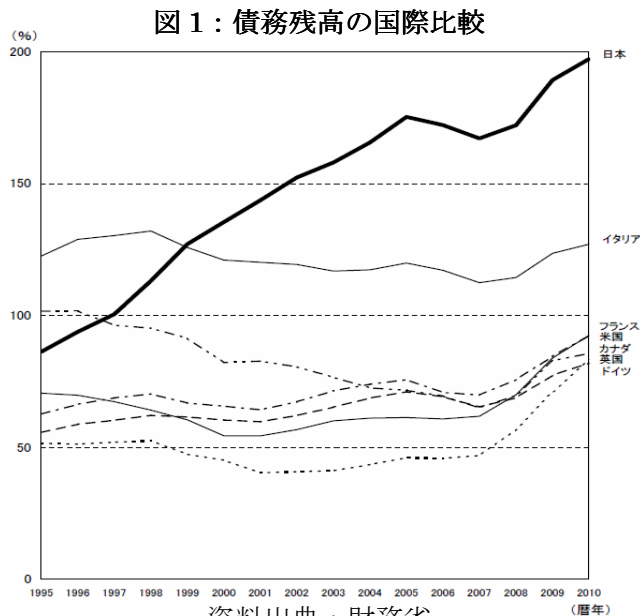
第1章 財政の持続可能性

第1節 財政運営

第1項 財政の現状

現在、日本政府の抱える公的債務残高は 900 兆円を超える。図 1 は公的債務残高の国際比較を対 GDP 比で示したものである。他の主要先進国は財政の健全化を進め、その結果、債務残高は横ばいかもしくは減少している。一方で、日本は主要先進国の中で最も財政が悪化している。

日本において、なぜこれほど債務残高が膨らんだのだろうか。1980 年代後半には、財政再建に向けた歳出削減への努力と、バブル経済による税収の急増により、財政収支は改善した。しかし、1990 年代に入って日本の財政赤字は急速に拡大した。バブル経済崩壊とともに景気が停滞した日本では、不況対策として積極的な財政政策の採用がされたが、期待したほどの効果が出ず公的債務だけが累積していった。このようにして、1980 年代には先進主要国において財政「優等生」であった日本は、現在、「劣等生」へと転落してしまった。



第2項 財政の将来予測

図2は一般会計歳出と一般会計の税収の推移を示している。

2010年度一般会計歳出は92.3兆円となっている。その内訳は、一般歳出等54.2兆円、地方交付税17.5兆円、国債費20.6兆円である。国債費と地方交付税交付金等と社会保障費関係で、歳出全体の7割を占めている。それに対し、2010年度の税収は48兆円なので、公債金収入は44.3兆円となり、日本の債務残高は973兆円、うち国債残高は637兆円となった。税収で賄われているのは4割程度に過ぎず、5割弱は将来世代の負担となる借金に依存している。

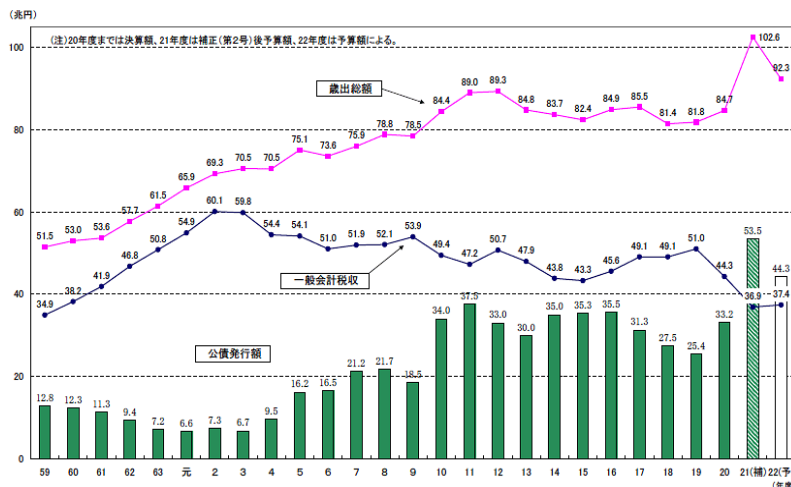
こうした公債発行が維持可能であるのか、について説明する。

政府が抱える巨額の公的債務は、主に家計貯蓄によって支えられている。預金や年金、保険として集まった資金は金融機関を通して国債に流れ込んできた。日本には1400兆に上る家計貯蓄が存在し、それによって国債が安定的に消化されてきた。しかし、だからといって現在の財政運営を維持して国債を発行し続けていいということではない。ましてや高齢化の進展にともない団塊世代が貯蓄を取り崩し始めている状況下で、いつまでも国債が安定的に消化される保証はない。これからも公的債務残高が増加し続けられれば、近い将来に家計貯蓄では国債が消費されなくなり、財政破綻に陥る可能性がある。

土居(2004)は、財政の持続可能性について、公債残高を一時的に累増させたとしても、その後の財政収支黒字で公債を償還できるかを基準として示している。実証分析の結論として、現行の財政制度や財政に関する挙動が今後とも継続された場合には、将来的な財政破綻の危険性があると述べている。このように、財政の持続可能性が問題視される中で、財政の将来推計を発表した Broda and Weinstein (2005)では、政務の純債務残高で見たとき深刻な規模ではなく、実現可能な政府収入対GDP比の水準を確保することで政府債務は維持できることを示した。しかし、土居(2006)では、Broda and Weinstein(2005)を再検証し、Broda and Weinstein(2005)で導き出された結果は政府債務を純債務として設定している点や、直近の財政の悪化を加味していない点を挙げ、将来の政府債務について楽観的な結果であることを指摘している。

したがって、本稿では、土居(2004)の「従来の財政運営を継続させたまま政府債務を租税ですべて償還することを前提として、政府債務は持続可能性ではない」との結論に基づき、日本財政が危機的状況であることを前提にする。

図2：一般会計税収、歳出総額及び公債発行高の推移



資料出典：財務省

第2節 財政破綻懸念

第1項 公債の性質

財政の悪化が日本経済へ与える影響については、以下の3つに整理される。

クラウドディング・アウト効果

政府が公債を発行すると民間の資金が吸収される。つまり、民間の投資需要へ向けられる可能性のあった資金が、政府支出の増大に吸収されることによって金利が上昇し、資金需要が抑制されてしまう。

後世代への負担の転嫁

公債を発行すると償還するためにいずれは増税しなくてはならない。また、公債の発行は、資本の貯蓄が減少する分だけ、将来世代の使用できる資本ストックが少なくなることを意味する。

財政の硬直化

歳出全体に占める国債比率が財政赤字の拡大とともに上昇し、政府が本来なら一般歳出で使えるお金が国債の利払い費へ向かう。その利払い費へ向かう分だけ、財政が硬直化することになり、将来の政策が限定されてしまう。

このように財政の悪化は日本経済に悪影響を与える。現在の財政を容認すれば、今後も公的債務が増えていくことになり、財政がいずれ破綻するのではないかという懸念はより高まってくる。こうした現在の財政状況の深刻性を小黒(2010)で推計された財政破綻確率を用いて説明する。

第2項 日本財政の破綻確率

将来の国民生活に多大な悪影響を与える財政破綻を回避するためには、今の日本の財政運営を見直す必要があると考えられる。持続可能な財政運営を行うためには、公的債務残高をGDP比で減少させるか、少なくとも一定に保つ必要がある。公的債務の改善に影響する要因として、基礎的財政収支、金利と成長率の差がある。この関係は以下のドーマー条件で表わされる。

$$\Delta \text{公的債務残高(対 GDP)} = - \text{基礎的財政収支(対 GDP)} + (\text{金利} - \text{成長率}) \cdot \text{公的債務残高(対 GDP)} \quad (\text{式 1})$$

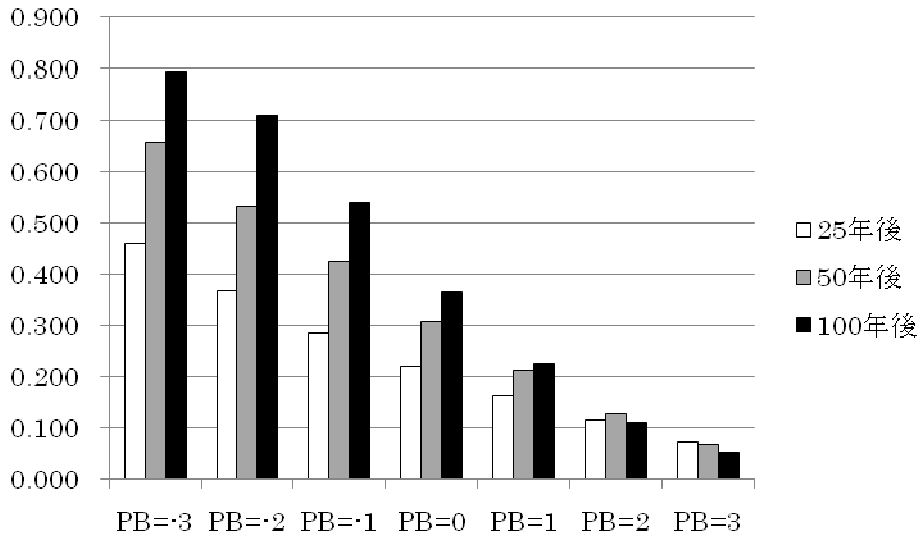
以上の式より、公的債務を改善するためには、基礎的財政収支を黒字化するか、成長率が金利を上回る必要があるということが分かる。現実には成長率が金利を上回ることもあれば、金利が成長率を上回ることもある。つまり、成長率が金利を上回ることによる公的債務の改善は不確実であるため、基礎的財政収支の改善が重要となる。したがって、本稿では金利と成長率の差を捨象し、基礎的財政収支の黒字化を目標とする。

図3は、小黒(2009)による今後の財政の破綻確率の推定である。いくつかの対GDP比基礎的財政収支のシナリオを前提に、日本の財政破綻確立¹を推計している。これによると、

¹ 小黒(2009)では、過去1966年から2005年の成長率と長期金利のデータに基づき、モンテカルロ法という5000本のシミュレーションによって、いくつかの基礎的財政収支ゼロのシナリオを前提に、日本の財政破綻確率を推計している。

基礎的財政収支の赤字幅が対 GDP 比 3%であるとき、25 年後の財政破綻確率は 46%¹となっている。2009 年度の対 GDP 基礎的財政収支は約 4%の赤字であり、日本の財政運営は深刻な状況にある。他の主要先進国の水準まで日本の財政破綻確率を引き下げするには、基礎的財政収支を現在の 4%の赤字水準から 2-3%の水準まで黒字化する必要があるといえる。

図 3：財政の破綻確率 (PB は GDP 比を示す)



資料出典：小黒(2010)

基礎的財政収支を改善するためには、国債費以外の歳出を減らすか税収を増やさなければならぬ。しかし、少子高齢化が進むなかで増加すると思われる社会保障費などの将来的な見地からは、歳出の大幅削減は見込めないばかりか今後増加すると考えられる。そこで、基礎的財政収支を改善するためには税収の増加が必要であると考え、歳出削減ではなく税収の増加に焦点を当てる。小黒(2009)によると、近年社会保障関係費は毎年約 1 兆円程度増加している。これを踏まえ、本稿では今後増加する歳出の増加幅を毎年 1 兆円と仮定し、税収の増加によって基礎的財政収支を改善し、持続可能な財政運営を達成することを目標とする。

先に述べた目標を達成するためには、税収を増やす必要があるのだが、近年日本経済は落ち込んでおり、税収増を見込める状況ではない。本稿では、この近年の経済不況をもたらしているのは、円高とデフレであると考え。デフレは三大税収の減収をもたらすし、円高はそれ自体が輸出企業の収益を減少させ法人税収の減収をもたらすとともに、デフレを長期化させる要因にもなっている。

¹ 小黒(2009)の日本の財政破綻確率と同様の手法で、鳩山政権の編成した 2010 年度予算の財政赤字が将来も継続することを前提に推計すると、71%の値になる。

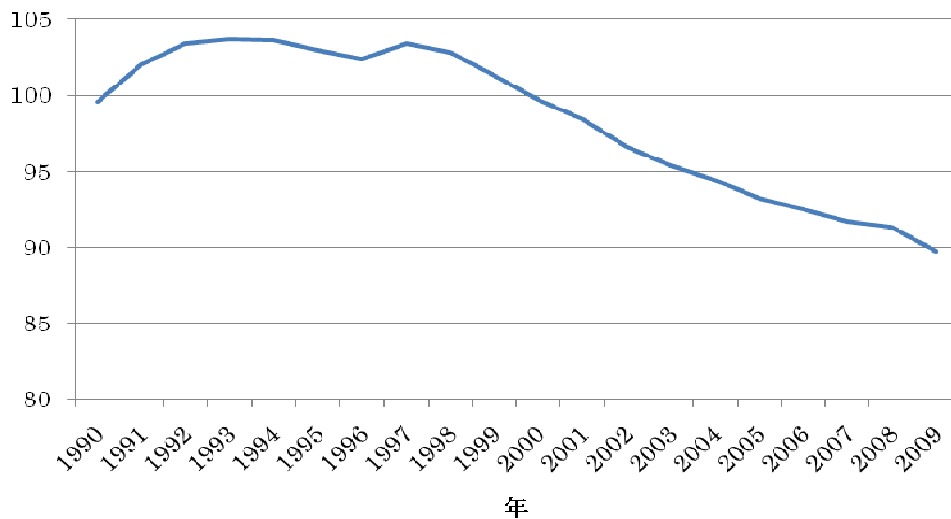
第2章 財政を取り巻く環境

第1節 デフレの経済・税収へ及ぼす影響

本節では、デフレが、経済に影響を与え、それが税収に影響を及ぼすまでの理論を検討するとともに、現在の日本の現状と照らし合わせる。最終的には「デフレが財政を圧迫する一要因である」ということを示す。

図4は、1990年から2009年までのGDPデフレーター推移を表している。これより、日本は1998年から12年間、デフレ・ディスインフレの傾向にあると言える。特に近年、リーマン・ショックの影響もありデフレが急激に進んでいる。

図4：GDPデフレーター推移



資料出典：総務省 統計局のデータをもとに作成

第1項 理論：デフレの影響

次に、デフレが日本の経済にどのように影響を与え、それが税収に影響を及ぼす理論についてみていく。

まず、法人税収に影響を与える原因は企業収益の減少である。デフレによって価格が下落し、企業の売り上げが減少する。また、消費者が消費を抑制するため、需要が減少し、企業の売上が減少する。よって、企業収益が減少するため、企業収益に課せられている法人税の税収は減少する。

また、所得税収への影響は実質賃金の変化によってもたらされる。デフレになり、物価下落が起こっても、賃金が頻繁に改定されることは少ない。つまり、名目賃金の変化が小さい

ので、デフレ下では実質賃金が上昇する。実質賃金の上昇は、企業の負担を増加させるため、企業は人件費削減を行うか、安い賃金を求めて海外に拠点や工場を移転させる。よって、日本国内の雇用状況が悪化するため、日本国民の所得が減少する。結果、所得税収が減少する。

最後に、デフレが消費税収の減少に繋がる理由を説明する。所得が減少し、経済の先行きに不安を感じている国民は消費、特に耐久消費財の購入を抑制する。また、実質金利の上昇と収益の減少によって、企業は設備投資を先送りする。したがって、消費税収が減少する。

デフレ下におけるこのような経済への影響は、消費者を低価格志向にし、さらなる物価下落を引き起こすことになる。よって、デフレスパイラルに陥るため、よりデフレが進むと考えられる。

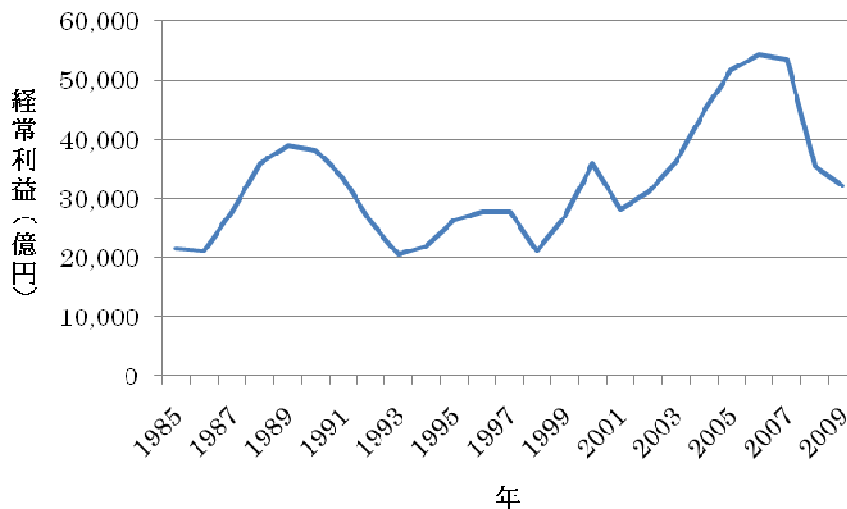
そして、デフレの全体的な税収への影響としては、法専(2009)によると、「理論的にデフレ下では、物価に対する税収の弾性値は1以上であり、デフレ率以上に税収が減少する」ということが述べられている。このことから、デフレの税収への影響は大きいことがわかった。

第2項 現状:デフレの影響

前項では、デフレが企業収益、所得、そして消費に影響を及ぼすと述べている。よって、本項では、前項で述べた理論がどのように現在の日本経済に表れているかを検討する。

まず、企業の利益は、図5によると2008年・2009年と著しく減少している。国内のデフレの影響だけでは、このように大きく減少するとは考えにくく、いくつかの要因が考えられる。1つは外需の減少である。それまで外需が日本の企業を支え、企業は利益を得ることができていたが、近年の世界的な不況により外需が減少してしまったため、このような企業収益の減少を招いた。そして、もうひとつが円高である。このことは、次節で詳しく説明するため省略する。

図5：法人企業の経常利益推移

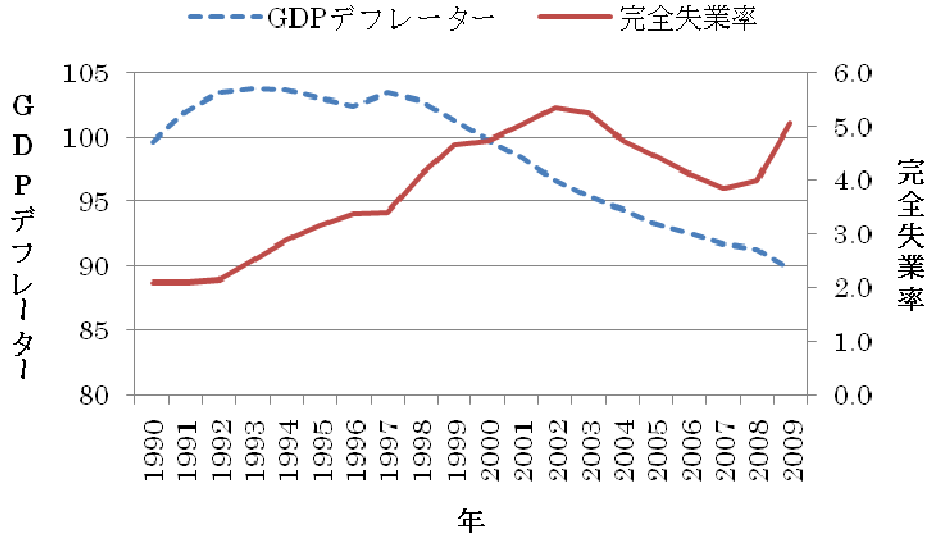


資料出典：財務省「財政金融統計月報」より作成

次に、日本国民の所得減少に関しては、現在の雇用状況を見てみる。図6は1990年から2009年までの完全失業率とGDPデフレーター推移を表わしている。近年の失業率に注目してみると、2008年後半から上昇し、2009年7月には最高で5.6%に達している。また、フィリップス曲線の理論を用いて説明することもできる。フィリップス曲線とは、横軸に失業率、縦軸に物価水準をとったときに右下がりの曲線を描くものである。このことから、失業

率と物価水準はトレードオフの関係にあり、物価水準が下落すると失業率が上昇するという
ことである。

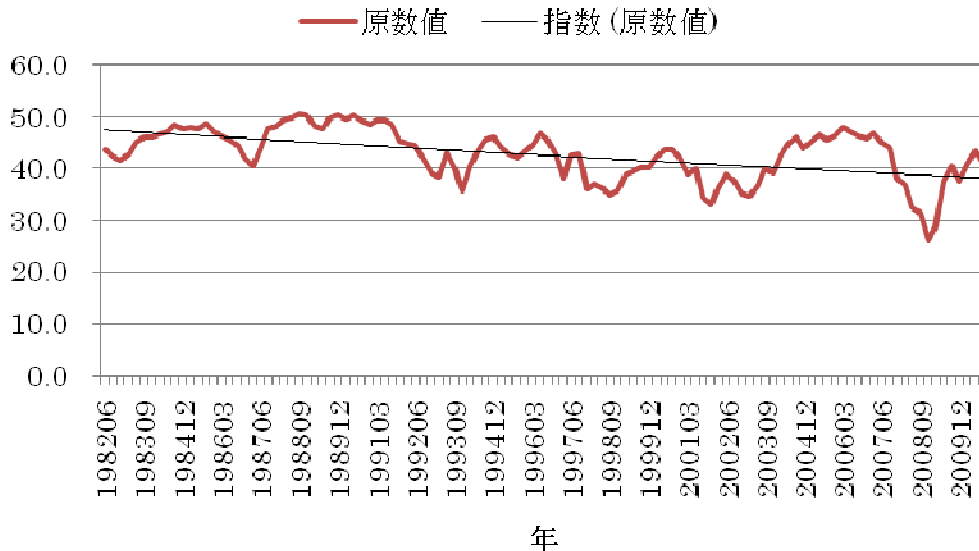
図6：完全失業率とGDPデフレーター推移



資料出典：総務省 統計局のデータをもとに作成

また、消費税収に関しては、消費者態度指数によると、あまり変化は大きくないが、全体的には減少傾向にあることが見て取れる。(図7) また、企業の設備投資は、減少しており、このことについても円高に関係しているため、次節にて説明する。

図7：消費者態度指数の推移

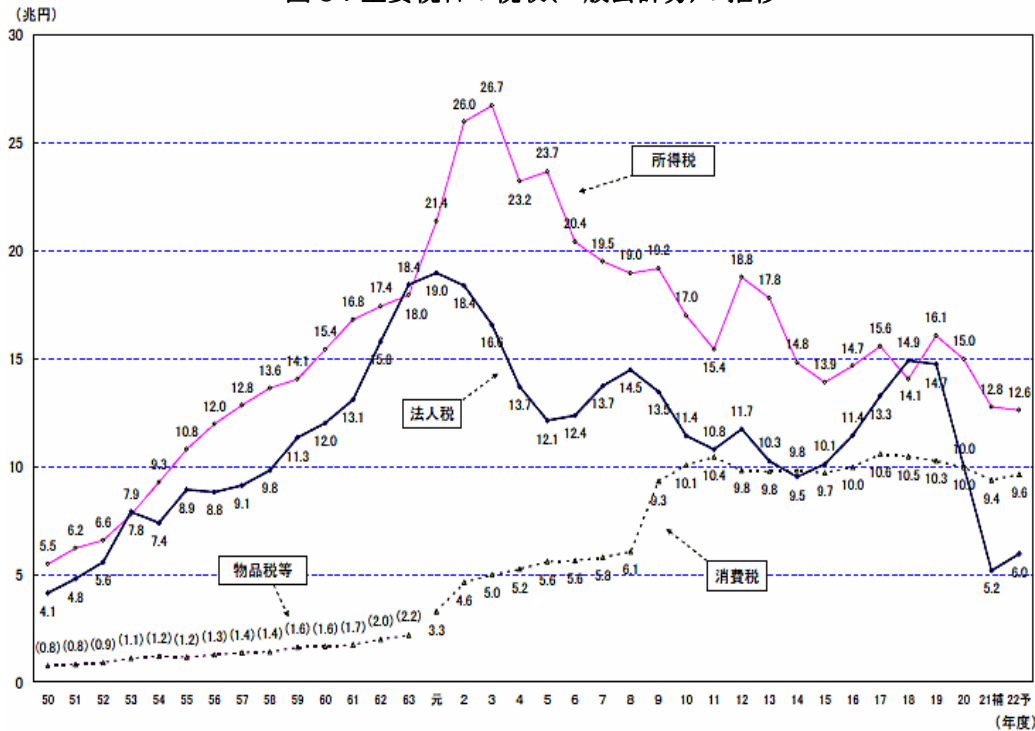


資料出典：内閣府のデータをもとに作成

そして、最後に現在の3大税収の推移をみよ(図8)。全体的にも税収は減少しており、近年の税収の変化に注目すると、法人税収は2007年から減少し始め、2007年14.7兆円だったものが2009年に6兆円へと大幅に減少している。所得税も同じく2007年から4兆円

の減少であり、消費税も 2005 年から減少傾向にある。すなわち、主要税目はすべて減少しており、特に近年の減少は著しいものであることがわかった。

図 8：主要税目の税収(一般会計分)の推移



資料出典：財務省

上記のように、デフレは企業に大きな影響を与え、その影響は所得・消費へと影響を及ぼす。結果、3大税収にまで影響が及び、財政を圧迫する要因の1つとなっている。そしてこのデフレの要因の1つであるのが円高である。よって、次節では、円高の経済への影響を検討する。

第2節 円高が経済へ及ぼす影響

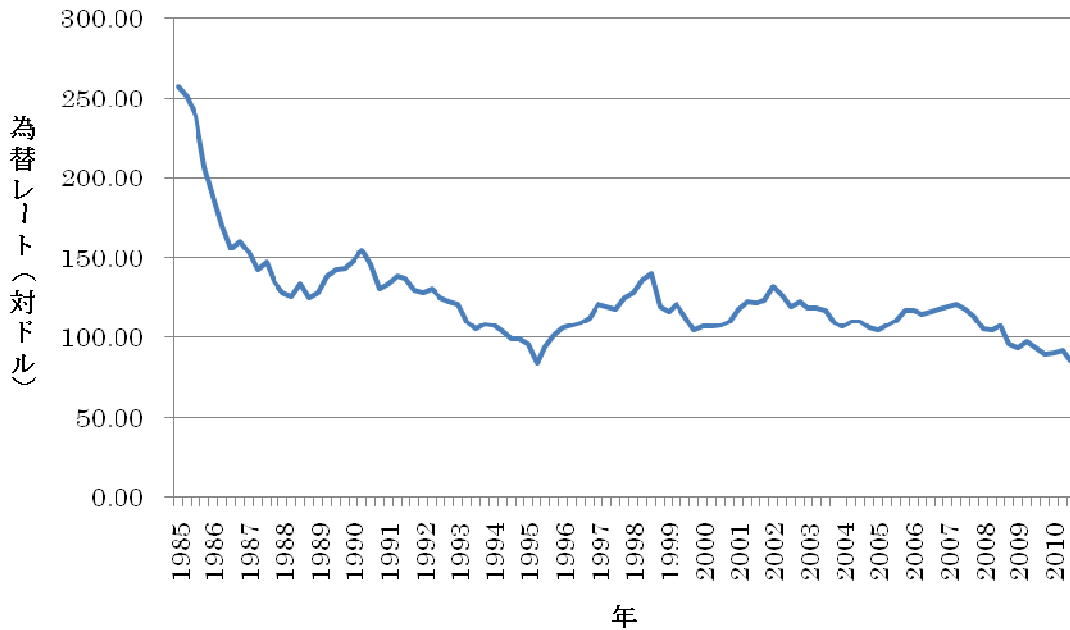
第1節では、デフレにより需要が押し下げられ、経済活動へ悪影響を及ぼすことと、税収の減少に繋がることを説明した。本節では、近年の急激な円高の要因と円高それ自体が経済への下押し要因となることを検討する。本節の構成は、①為替相場の変動要因と②景気を下押しする経路の2点に分けて説明する。

第1項 為替相場における変動要因

90年代後半を除く過去20年間、趨勢としての円高傾向がみられる。為替相場における変動要因は、主にファンダメンタルズ要因と心理要因の2つに分けて考えることができる。為替相場の基本的な影響をとしてファンダメンタルズ要因がある。具体的には、継続的な物価水準の下落や、累積を続ける日本の貿易収支の黒字、そして近年の内外金利差の縮小などが挙げられる。

そして、心理的要因としては、世界的な景気後退の引き金となった 2008 年のリーマン・ショックやドバイ・ショック、ギリシャ金融危機によって、海外投資家のマインドがドル・ユーロ両通貨から離れ、円に集中していることである。武内(2010)において、近年の円高に関して「ギリシャショックを端に発した欧州ソブリン危機の広がり投資家のリスク許容度の低下につながり、低金利の円やドルが買われる展開となった。」と述べている。つまり、相対的に安定している円が逃避通貨として買われているということである。したがって、近年の円高の主要因は心理的要因であり、実体経済から大きくかけ離れたものになっていることが問題である。

図 9：為替相場の推移



資料出典：日本銀行

第 2 項 景気下押しの 2 つの経路

次に、円高が日本経済に与える影響を理論的側面から考える。為替相場が経済に与える影響は多岐にわたるが、本稿では、景気下押しの効果について説明する。継続的円高に伴う景気の押し下げは、以下の 2 つのケースで説明できる。すなわち、①円高による輸出コストの増加を、商品に価格転嫁(価格上昇)した場合、②円高による輸出コストの増加を、価格転嫁せず、企業内で吸収した場合の 2 つのケースである。

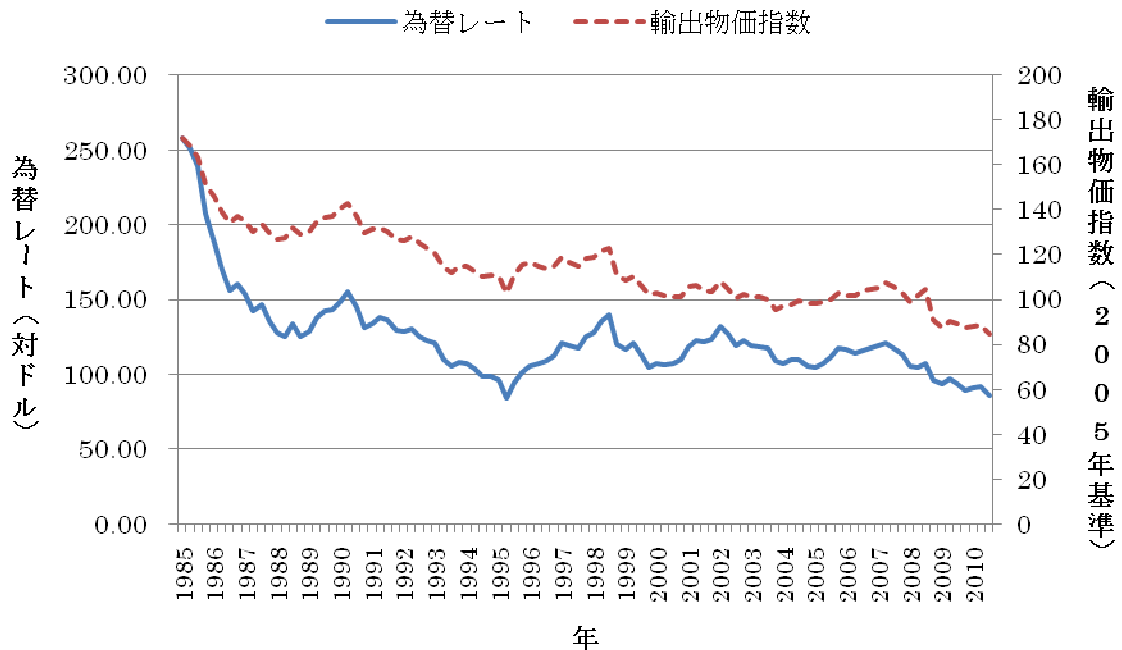
まず、第 1 の経路は、円高による輸出コストの増加を商品に価格転嫁した場合である。円が増価すると、円ベースでの価格が変化しない場合に輸出先通貨での決済価格の上昇が引き起こされる。ここではごく一般的な商品を想定しているため、現地では価格の上昇した商品に対しての需要が減少することになる。したがって、需要が減少した国内の輸出企業は輸出量を減少させ、輸出量の減少によってその輸出額も減少し、企業収益の減少に帰結する。また、それに伴い利益も減少する。

第 2 の経路は、円高による輸出コストの増加を企業内で吸収した場合である。円が増加すると、企業は需要の減少を防ぐために輸出先価格を出来るだけ抑えようとする。そうした

結果、企業は価格を抑制した分だけコスト負担増を余儀なくされ、利益を押し下げるのである。これは、利益の減少という点においては結果的に第1の経路と同様の結果をもたらす。

上述の2つの経路に関して実際の影響を検討する。図10は名目為替相場と輸出物価指数の推移を表している。輸出物価水準は円ベースでの水準を変数としている。この図より、緩やかではあるが、名目為替相場の上昇(下落)に伴って輸出物価水準が下落(上昇)していることが見てとれる。しかし、完全に連動していないところをみると、輸出企業はすべての輸出コストを商品に価格転嫁しきれていないということがわかる。したがって、日本の現状はどちらの経路にも当てはまる。

図10：名目為替相場と輸出物価指数の推移



資料出典：日本銀行

これらの要因によって引き起こされる利益の減少は、例えば1円の円高でトヨタ自動車に300億円の営業損益赤字を、本多技研工業は185億円の営業損益赤字をもたらす。また、第1経路では述べていないが、企業利益の縮小は設備投資の抑制をももたらす。

以上のように、日本企業は円高の影響を受けて増価した円を価格転嫁した場合の需要減少と、コストを企業内で負担した場合の2つの経路によって収益を押し下げられている。また、それらは企業収益の減少やそれに伴う設備投資の減少、また新規事業等の抑制といった形で表れる。

第3節 デフレへの波及経路

次に、円高はデフレ圧力となることを示す。一般的なデフレ要因としては、低価格商品の輸入や景気の停滞による設備投資の減少が挙げられる。これら2つの要因は、以下のように需給の面から説明することができる。

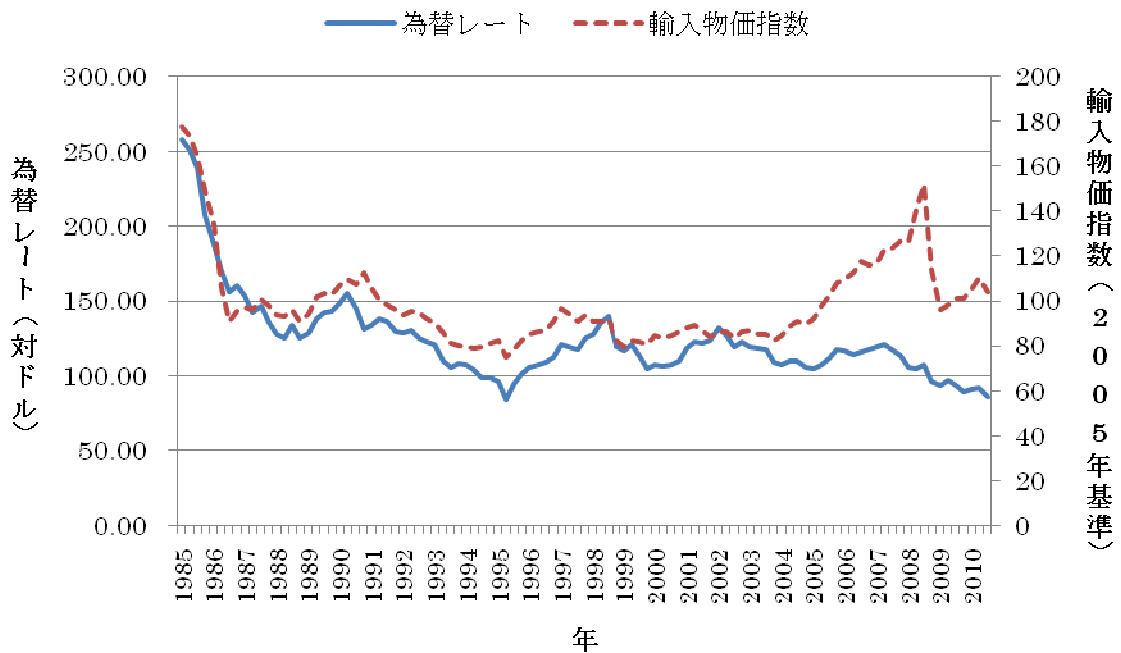
第1項 供給：低価格商品の輸入

まず供給面では、輸入物価水準の下落がデフレに寄与している。円が増価すると輸入品の価格が下落し、デフレ圧力となる。それは、輸入された商品自体が低価格であることと、それらの輸入商品が国内経済にもたらす価格競争の結果といえる。

また、第一生命経済研究所(2010)では、「円高による輸入代替は雇用の不安定化をもたらす。」と述べている。これは、安い輸入商品の流入によって、国内の企業を圧迫し、雇用が失われ、デフレに帰結するというものである。

もうひとつの経路として、円高によって景気が押し下げられ企業利益が減少する場面では、価格下落の圧力がはたらく。これは、マクロ経済の枠組みから説明できる。円高に伴って企業収益が減少すると、生産水準が低下する。ここで、生産水準の低下した企業では、生産の限界費用が低下し限界収入が上昇するため、財・サービスをより多く売ろうとするインセンティブが働く。したがって、企業が財・サービスの価格押し下げを通じて利潤を求めれば、デフレを助長することになる。図 11 は名目為替相場と輸入物価指数の推移を表している。この 2 変数間での相関係数をとって見たところ、有意水準 5% で有意な相関がみられたため、実際に連動していることが確認された。

図 11：輸入物価水準と名目為替相場



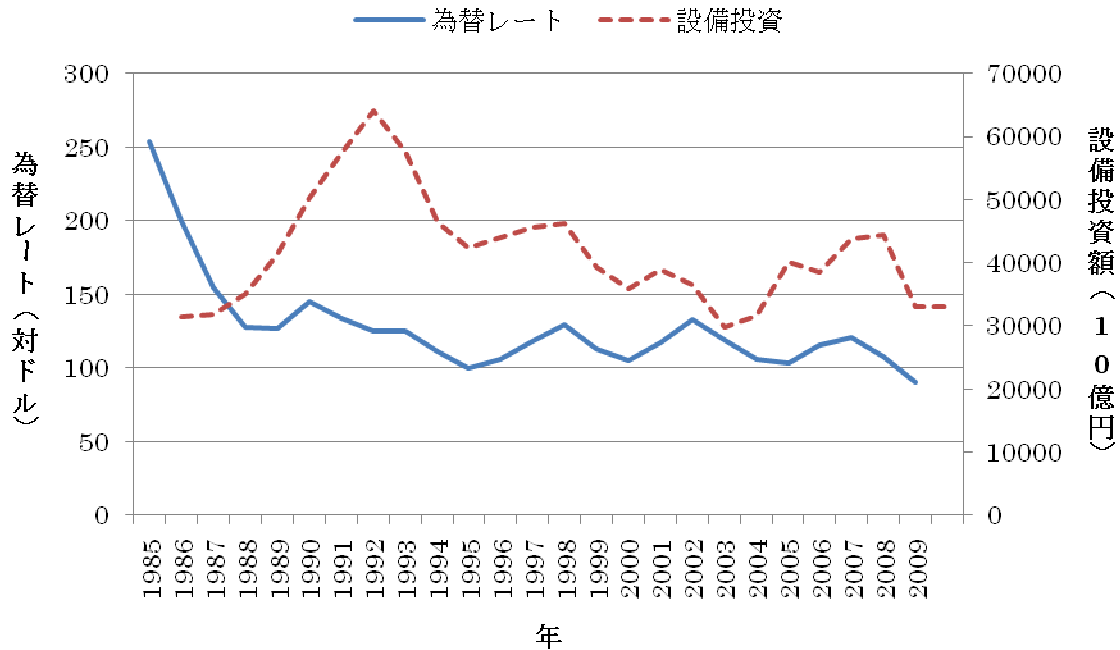
資料出典:内閣府のデータをもとに作成

第2項 需要：有効需要の減少

需要面では、円高になると設備投資の減少によって有効需要が減少する。円高の直接的な影響として、円高によって企業収益が減少するため、収益を圧迫された企業は設備投資に対して消極的になり、設備投資が減少することが考えられる。図 12 は名目為替相場と設備投資額の推移を表している。近年に注目すると、急激に円高が進む一方、設備投資額も 2008

年を境に下落していることが分かる。したがって、円高によって設備投資が急激に減少していることがわかる。

図 12：名目為替相場と設備投資額の推移



資料出典：財務省、日本銀行

また、円高は国内産業の空洞化によっても設備投資の減少をもたらし、需給ギャップ、つまり国内の需要不足を招き、デフレをもたらす。ここからは、この円高による産業の空洞化について詳しく説明する。

まず、円高が国内産業の空洞化を引き起こす経路について説明する。円が増価したとき、日本国内における賃金コストが相対的に高くなる。企業にとって賃金コストは主要なコストなので、賃金コストが不利になることで国際競争力が低下することを防ぐため海外への移転に積極的になる。それは設備投資の海外流出であり、国内産業の空洞化である。内閣府の企業行動に関するアンケート調査(2009)によると、国際競争力の向上のために、日本企業は生産コストを押さえる策として海外生産比率を高めてきたことが分かる。そして、近年の円高によって、この企業行動に拍車をかけていることが、海外稼働率の引き上げや海外事業の規模拡大とともに国内事業の規模縮小を検討している企業が多くなっているという調査結果¹から明らかになった。

次に、円高による空洞化がデフレを引き起こす経路について説明する。第一生命経済研究所(2010)では、「円高が海外への生産拠点の移転を起し、国内の雇用機会を喪失させる一方で、海外労働市場との競合は国内の非正規労働者を増加させる。よって、国内の雇用を減少させる。また、日本の期待成長率の低下とともに、国内投資の収益性が低下していることもあり、空洞化は国内投資の抑制に拍車をかける。これらによって、国内の需要が減少する。」と述べている。先述の通り、国内の需要不足はデフレをもたらす。したがって、円高による産業の空洞化はデフレ圧力となる。

¹ 内閣府経済総合研究所の行った平成 20 年度企業行動に関するアンケート調査報告では、企業が今後の景気や業界の動向をどのように見通しているかなどについて継続的な質問を行うとともに円高局面における企業の意識と行動を調査したものである。調査は平成 21 年 2 月に実施された。

以上のように、主にデフレ、円高の 2 つの要因によって景気が停滞し、それが結果として税収の落ち込みにつながっていると考える。特に現在の急激な円高は、日本経済のデフレからの脱却を妨げる最大の要因になっている。日本工作機械工業会会長の中村健一氏が「日本から工場がなくなる危機感を国、日銀が持ってほしい」（東洋経済 2010）と述べたように、円高是正に対する要請が増してきている。このことから、近年の急激な円高傾向が日本経済にもたらす悪影響は大きく、早急な対処が必要であることが分かる。

したがって、デフレの長期化の要因が円高であることから、景気を回復し税収増を達成するためには円高是正が必要であるという結論に達した。

第3章 政策の概要

前章までは、本稿で財政破綻に関しての主眼となっている円高について考察を行った。本章では、上記のような現状分析を踏まえて円高是正を行うためにはどういった政策が望ましいかを検討する。

第1節 先行研究

第3章までに述べてきた財政の逼迫や経済の停滞については、すでに多くの研究がなされてきた。例えば、財政の逼迫については日本経済調査協議会(2005)の「財政破綻の克服へ向けて」が挙げられる。当該研究では、赤字財政の要因とその影響を分析し、財政破綻の解決のために円安誘導を通じて日本の景気回復を早急に達成する必要があることを述べている。円高の是正による景気回復が同研究では示唆されているが、具体的な方策については為替介入への言及があるのみとなっている。しかし、政府の積極的介入による円安誘導政策は貿易相手国からの反発の可能性があることが懸念されるため、提言までは至っていない。さらに、本年9月にも日本政府によって行われた単独為替介入については、為替介入の効果について回帰分析を行なった伊藤(2003)の「日本の為替介入の分析」によって効果の小ささ¹が証明されている。したがって、円安誘導政策としての為替介入の検討についてはすでに研究がなされているため、本稿では扱わない。

以上のような先行研究が行われてきた中で、本稿の提言は円安誘導政策に位置する。景気回復のための円安誘導政策を論じた藤巻(2002)の「日本の景気回復と円安政策」では、ドル建てで日本国債を発行し、政府の直接的な為替介入ではなく、市場での円安誘導を行うというものが示唆されている。したがって、今回はドル建て国債の発行という政策に注目し、実際の提言まで実現可能性を高めるための分析を行う。

第2節 政策の概要

本稿では、財政再建のための円安誘導政策として、ドル建て国債の発行を提案する。この政策は、財務省がドル建てで1年物の国債を国内の投資家向けに発行するというものである。ドル建て国債を売買するときの為替市場での国内投資家、財務省の動きを個々に説明する。

国内投資家の動き

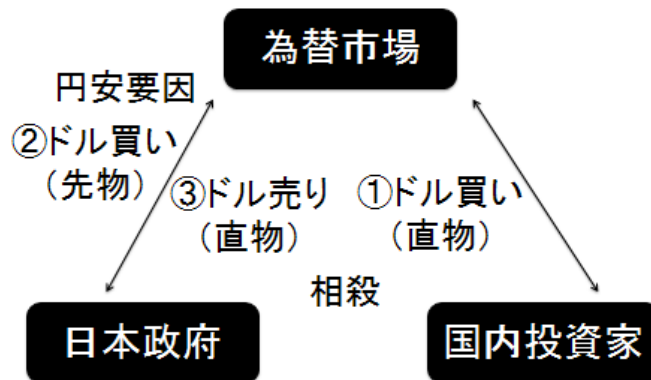
- ① 直物でドルが買われる。国内投資家はドル建て国債を購入するためにはドルを入手しなければならない。このとき為替市場では直物でドルが買われ円が売られるため、円安圧力となる。

¹ 伊藤(2002)では、介入の効果の回帰分析を行い、アメリカと日本尾同時介入が、日本の通貨当局の単独介入よりも20から50倍の効果を持つことを示した。

日本政府（財務省）の動き

- ② 先物でドルが買われる。財務省はドル建て国債の発行と同時に、先物為替市場で1年後の償還のためのドルを先物予約する。これによって、予想通り1年後に円安に動いたとしても、財務省は為替差損を被ることなく償還することができる。1年後為替市場ではドルが買われ円が売られるため、円安圧力となる。
- ③ 直物でドルが売られる。国債発行の目的は財源の確保であるため、国債で集めた資金は国内で使うために円に変換される。このとき為替市場では直物でドルが売られ円が買われるため、円高圧力となる。

図 13：ドル建て国債のフロー¹



政府が国債によって集めた資金をすべて円に変換すると仮定するならば、①の直物でのドル買いと③の直物でのドル売りは相殺される。そのため、為替市場では②の先物でのドル買いのみが残され、為替相場は1年後に円安に動くと考えられる。

ドル建て国債発行については、はたして国内投資家がリスクのある外貨資産を購入するかという懸念があるが、

①米国債より高く金利を設定すること

②ホーム・バイアスの存在

によって、国内投資家はドル建て国債を購入すると考えられる。

まず、①について説明する。国内の投資家に、外貨投資のリターンは大きいという確信を持たせることができなければドル建て国債は購入されない。そのため、ドル建て国債は円建て国債よりもリターンが大きく、同じドル資産である米国債よりも魅力的なものにする必要がある。そこで、ドル建て国債の金利は米国債の金利と同じもしくはそれ以上に設定する。それによって、新規発行するドル建て国債は国内投資家に消費されると考えられる。

②のホーム・バイアスとは、投資家が自国の金融資産のウェイトを過剰に保有する傾向をいう。(OECD 対日審査報告書、2009)によると、日本の投資には強いホーム・バイアスが存在している。日本国債の95%が国内で消化され、長期金利が驚くほど低位安定してきたのは、金融機関にホーム・バイアスが働いているためだと考えられる。日本国債がドル建てになったとしても、為替リスク分だけ金利を高く設定したとき、ホーム・バイアスの存在によって、米国債ではなく日本のドル建て国債が購入されることが予想される。

¹ 藤巻(2010)のドル建て国債発行を参考に図式化したものである。

ドル建て国債発行に伴う他の懸念として、1年後に償還されたドルを国内投資家が円に変換した場合に再び円高に戻るのではないかと懸念がある。しかし、円安が急激に進むと国内投資家にドルを保有するインセンティブが生まれるため、国内投資家は償還されたドルを保有し続けると考えられる。国内投資家は、円安が進行している間は資産をドルで運用し、十分円安が進んだのちに円に変換することで為替差益を得ることができる。将来ある時点で国内投資家はドルでの資産運用をやめて円を買い戻し、再び円高に戻る可能性はある。しかし、本稿で提案するドル建て国債発行の目的は、一時的に円安誘導することで日本経済をデフレから脱却し、税収増によって財政破綻を回避することである。そのため、数年間¹だけ1年物のドル建て国債を発行することで、目的は達成されると考えられる。

第3節 平成 23 年度税制改定を巡る議論

学生政策会議の理念に基づき、本稿においての提案した政策提言の最終目標は社会の変革を目指すものである。本稿の目的は先述の通り、藤巻(2008)の提案するドル建て国債の発行による円安誘導を通じて財政破綻の一時的回避を達成することであるが、より広く実社会に沿う実現性の高い政策を提言するため、平成 23 年度税制改定という社会の枠組みに関する議論を検討する。

日本経済の長期的視野にたった成長戦略として、政府は税制改革に着手しつつある。平成 23 年度税制改定を巡る議論で争点として挙げられているのが、法人税と消費税である。ここでは、税制改革による影響を検討し、「一時的に円安誘導することで日本経済をデフレから脱却し、税収増によって財政破綻を回避する」という本稿で提案する政策の方向性に相違がないことを確認する。

第 1 項 消費税

日本経済は成長率が鈍化し、デフレも継続しており、未だ景気回復には至っていない。更に、最近のアメリカ経済の低迷を背景とした急激な為替の変動が、日本の景気回復に影響を及ぼしている。景気回復を目的とした大幅な税収減や、景気対策に伴う歳出の増加により、日本財政は一段と悪化した。今後の少子高齢化の進展に伴い、勤労世代が減少していく日本経済では、所得税や所得に応じた負担の引き上げには限界がある。そこで、持続可能な水準へ基礎的財政収支を改善するための財源として期待され、増税の是非を巡って議論されているのが消費税である。

消費税の引き上げを巡っては、消費税の逆進性など論点は様々あるが、本稿では森信・小黒・中本(2010)が現実的に増税の財源として期待されるのが消費税であると示していること、また、国際通貨基金が日本経済について「平成 23 年度には財政再建を開始し、消費税を徐々に引き上げていく必要がある」と声明を発表したことを受け、消費税率を引き上げた場合の税収への影響と消費者の行動について検討し、提案する政策と方向性が相違しないことを確認する。

まず、消費税率を引き上げた場合の税収への影響を述べる。内閣府経済社会総合研究所(2008)によると、消費税率 1%の上昇の GDP への影響は 1 年目 0.11%、2 年目 0.27%減少させることがわかった。また、財政収支への影響は対名目 GDP 比で 1 年目 0.34%、2 年目 0.26%黒字化するという結果が出されている。

¹ 本稿では、実証分析において 3 年間連続でドル建て国債を発行した場合を想定し試算している。

次に、消費税率の引き上げに対する消費者の行動について言及する。まず、一般に、消費税率引き上げ直前は、価格が上昇する前により多く購入しようというインセンティブが働くため、需要が増加する。そして、消費税率が上がった直後は、一時的に需要が減少し、税収も落ち込む。時間の経過につれて、消費者は消費税率引き上げによる物価上昇に慣れるため、消費は元の水準に戻り、税収は増加する。

以上より、消費税収に関しては増加するという結果と、一定期間が経過した後に元の消費水準に戻るといふ消費者の行動を踏まえると、消費税率の引き上げは財政の健全化に貢献することから、本稿で提案する政策の方向性と相違しないと結論付ける。

第2項 法人税

政府は法人税率の引き下げを通じて国内における投資を促し成長率を高めることを狙いとしている。背景には、国際的な企業誘致競争が激しくなる中で、国内法人の税負担を軽減し成長率を高める必要性が議論されていることにある。

現在、日本の法人税は表面税率 40%となっており、他の先進諸国と比較すると高い水準にある。これは、前述のとおり、各国が企業誘致を目的に、法人税率の引き下げを行ってきたからである。日本企業も近年は外国人株主に比率が増えたことや、会社法の改正により規制が緩和されたことを受けて、低税率国に所得を移す例や留保する例が見られるようになった。

森信(2010)は、OECD による法人税収の対 GDP 比を分析した結果を用いて、「法人税率引き下げを巡る国際競争下で国内企業の海外移転を防ぎ、外国からの直接投資を呼び込むために、法人税率を引き下げることが正当性がある」と述べている。

一方で、法人税率の引き下げに関しては、根拠として法人税率を引き下げると法人税収が減少し、財政赤字の拡大と金利上昇により経済活動を阻害する可能性があることを挙げ、慎重な検討が必要であるという意見も存在する。

意見は混在しているものの、日本の法人税率を巡る議論は、引き下げの方向で検討されている。本稿では、議論の大きな流れである法人税率の引き下げを前提として、法人税率の引き下げによりどの程度の増収税をもたらすかについて言及する。

第一生命経済研究所による減税の影響の試算では、「短期的に減税によって国の財政は悪化するが、5%の引き下げで 10 年度に GDP を 2 兆 1000 億円押し上げる効果が期待できる」という結果が出た。法人税減税に伴う税収減を穴埋めするために国債が増発されれば、将来的な国民の負担の増加に繋がるが、企業の業績改善による効果によって、中長期的には税収が改善する。

以上より、短期的には、税収減少による財政赤字を回避するために税収不足分を賄う政策を検討する必要性があるものの、中長期的には、法人税率の引き下げによる経済活性化の効果により税収が改善することを確認した。よって、法人税率引き下げを巡る議論は、本稿が提案する政策の方向性と相違しないことがわかった。

第4章 実証分析

前節で述べたドル建て国債の発行であるが、その望ましい発行水準を決定するための定量的分析が必要である。したがって、本節では計量分析を用いながら政策効果を推計していく。

第1節 分析の概要

第1項 目標の確認

まずは、本稿の実証分析において達成したい目標値を確認する。繰り返すようであるが、本稿での問題意識は財政破綻懸念であり、財政破綻を回避するために税収の増加を通じて基礎的財政収支を改善することが目標であった。したがって、ここまで述べてきた前提条件等をここで一度整理する。

前提条件 1：歳出の増加

社会保障費の増加等による歳出額の自然増を加味し、財務省の公表する歳出予測を参考に歳出の増加を前提とする。

前提条件 2：国債費の増加

近年の多額な公債発行に応じ、国債費に充てられる額が増加していくことを前提とする。

前提条件 3：名目経済成長率の上昇

上記の歳出予測の際、同公表における成長率の仮定を分析の前提とする。

以上の条件を実際の値にまとめたものが以下の表である。

表 1. 歳出・国債費・名目成長率の前提条件（向こう 3 年間）

	歳出	国債費	GDP成長率	税収
2010	92.3	20.6	0.4	37.4
2011	93.9	22.6	1.7	38.7
2012	96.1	25	2	39.7
2013	100.3	27.9	2.2	40.7

資料出典：財務省

※単位：兆円、%

目標の基礎的財政収支の改善・黒字化は以上のような前提条件を伴うものとする。その場合における、今回の提言で必要となる税収を以下の表にまとめた。

表 2. 目標達成に必要な税収(各年、兆円)

	必要な税額	税収	必要な増額
2010	92.3	37.4	54.9
2011	93.9	38.7	55.2
2012	96.1	39.7	56.4
2013	100.3	40.7	59.6

資料出典：財務省 ※単位：兆円

したがって、今回は表 2 に示された税収の数値目標を達成していくものとする。具体的な分析に移る前に、その全体像について次項で述べる。

第2項 分析の流れ

次に、本稿で行う分析の大まかな流れを説明する。本稿では、議論の主眼は円高にあるものの根本の目的が財政破綻の回避にあるために、4段階の構成となっている。以下にその段階を簡潔に示す。

第1段階

国際収支の均衡条件を前提に、ドル建て国債の発行額に応じた為替レートの変動幅を回帰分析を用いて推計する

第2段階

第1段階にて推計された為替レートが経済に与えるマクロ的影響を推計する

第3段階

第2段階にて推計された名目 GDP から、税収弾性値を用いて税収を推計する

第4段階

第3段階を受け、基礎的財政収支の変化から破綻確率の減少を検討する

本稿では第1段階を重点的に扱い、次節からはその計量分析についての説明をしていく。

第2節 第1段階：輸出入関数

ここでは、第1段階の計量分析について説明をしていく。為替レートの推計という分野は、国際経済・国際金融の中でも複雑で難しいとされており、その細かな動きを説明することは困難である。したがって、今回行う為替レートに関する計量分析では、短期的なレートをとらえる手法として一般的な「国際収支の均衡条件」を用いることとした。国際収支の均衡条件は、以下のような式によって与えられている。

$$\text{経常収支} + \text{資本収支} + \text{外貨準備高の増減} + \text{その他} = 0 \dots (\text{式 2})$$

この国際収支の均衡条件による為替レートの導出は、為替レート決定理論における「フロー・アプローチ」と呼ばれている。この国際収支の均衡条件の式に、ドル建て国債の発行はドル需要という形をとって組み込まれる。外貨需要は外国からの資本流入を示すものであるため、符号条件は負である。つまり、

経常収支+資本収支+外貨準備高の増減+その他・ドル建て国債の発行高=0...(式 3)

である。これは、日本政府がドル建て国債を発行することで、(1)の均衡を崩すことを意味している。これらの変数の中で、為替レートが変数として与えられているものは、経常収支に含まれている貿易収支 (=純輸出) のみである。つまり、ドル建て国債の発行に伴って崩された(1)の均衡式を修正するための力が為替レートに働き、貿易収支に変化をもたらすことで均衡が保たれることになる。したがって、ドル建て国債の発行によって負の方向に崩された均衡を是正しようとする純輸出の増加は、

ドル建て国債の発行高 = 純輸出の増加額...(式 4)

という均衡式が成り立つ。

以上のような前提のもとで、今回本稿では純輸出の推計をモデル化し分析を行う。純輸出の推計に関しては、輸出入関数を用いる。それらはそれぞれ、

輸出関数

輸出額 = (日本の国際競争力、世界の購買力)

輸入関数

輸入額 = (日本の購買力、世界の国際競争力)

という形が一般的に用いられている。

本稿では円高ドル安の是正に焦点を当てているため、様々な指標を日米の 2 国間に限定することとした。つまり、円ドルレートの変動は、日米間の国際収支の均衡条件によって決定されるということである。また、ドルにペッグしている諸外国については、

①本提言の対象国(通貨)がアメリカであること

②ドルペッグしている諸通貨もアメリカドルを軸に変動すること

という 2 つの理由から、今回は除外することとした。したがって、輸出関数には

$$\ln(BPXG/PXG/FXS) = a + b \ln(PXG/FXS/P_us)_{-1\sim 3} + c \ln IP_us_{-1\sim 3}$$

また、輸入関数には

$$\ln(BPMG/PMG/FXS) = a + b \ln(PMG/P_jp)_{-1\sim 3} + c \ln IP_jp_{-1\sim 3}$$

という推計式を用いることとした。
各変数の定義は以下の通りである。

BPXG: 輸出額

BPMG: 輸入額

PXG: 輸出物価指数

PMG: 輸入物価指数

FXS: 為替レート

P_us: 米国工業品輸出価格指数

IP_jp: 日本鉱工業生産指数

IP_us: 米国鉱工業生産指数

ここで、輸出関数における日本の国際競争力には相対価格($PXG/FXS/P_{us}$)を、米国の購買力には米国鉱工業生産指数(IP_{us})を使用し、また、輸入関数における日本の購買力には日本鉱工業生産指数(IP_{jp})を、米国の国際競争力には相対価格(PMG/P_{us})を用いた。さらに、本モデルでは説明変数全てに 1~3 期のラグを採用したが、それは t 期の経済変数が影響を与えるのは $t+1$ 期であるという前提のもとである。具体的には、例えば説明変数である米国鉱工業生産指数は通常景気先行指数としてひろく用いられているが、米国の景気が上昇すると同時に輸出額が増加するのではなく、景気の良くなった米国はその次の期に輸入量を増加させる。以上が本モデルの概要である。

次節では、この 2 つの計量モデルを分析し回帰係数を推定することによって、為替レートの変動が貿易収支に与える影響を推計する。

第3節 回帰係数の推定

本節では、上記のモデルを回帰分析し回帰係数を推定することで、ドル建て国債の発行が為替レートにどの程度影響するのかを検討する。

本モデルでは、全ての変数に自然対数をとることで線形なモデルとし、最小 2 乗法を採用した。また、輸出関数における不均一分散、輸出入関数双方に見られた系列相関は Newey-West の修正を行うことで標準誤差、 t 値を修正した。回帰式の推定を行った結果、輸出入関数はそれぞれ、以下のように推定された。ただし、カッコ内は t 値を表しており、**は有意水準 5%において有意であることを示している。

輸出関数

ラグ 1

$$\ln(BPXG/PXG/FXS) = -2.140 - 0.438\ln(PXG/FXS/P_{us})_{-1} + 1.274\ln IP_{us,-1} - 0.165D$$

(-1.351) (-3.613**) (2.800**) (-2.835**)

ラグ 2

$$\ln(BPXG/PXG/FXS) = -8.084 - 0.612\ln(PXG/FXS/P_{us})_{-1} + 2.428\ln IP_{us,-1} + 0.027D$$

(-5.286**) (-2.520**) (10.859**) (0.351)

ラグ 3

$$\ln(BPXG/PXG/FXS) = -7.323 - 0.697\ln(PXG/FXS/P_{us})_{-1} + 2.154\ln IP_{us,-1} - 0.104D$$

(-4.723**) (-4.367**) (7.037**) (-1.281)

輸入関数

ラグ 1

$$\ln(BPMG/PMG/FXS) = 3.624 - 0.434\ln(PMG/P_{jp})_{-1} + 0.900\ln IP_{jp,-1} + -0.264D$$

(2.009**) (-3.916**) (3.136**) (-3.773**)

ラグ 2

$$\ln(BPMG/PMG/FXS) = 3.551 - 0.478\ln(PMG/P_{jp})_{-1} + 0.900\ln IP_{jp,-1} - 0.260D$$

(1.890**) (-3.862**) (3.032**) (-3.576**)

ラグ 3

$$\ln(BPMG/PMG/FXS) = 3.9017 - 0.467\ln(PMG/P_{jp})_{-1} + 0.835\ln IP_{jp,-1} - 0.272D$$

(2.030**) (-3.614**) (2.775**) (-3.660**)

以上の推定式のうち、最も自由度調整済み決定係数の高いラグ 1 の推定式を採用することとする。具体的な推計結果は以下の通りである。

回帰統計	
重決定 R2	0.826
補正 R2	0.813
標準誤差	0.062
DW比	0.554
観測数	43

	係数	標準誤差	t	P-値
切片	-2.140	1.584	-1.351	0.185
ln(BPXG/PXG/FXS)	-0.438	0.121	-3.613	0.001
lnIP_us	1.274	0.455	2.800	0.008
D	-0.165	0.058	-2.835	0.007

ここで、為替の変動による輸出額の限界変動を推計するためには為替レート単体に関する回帰係数が必要となる。そこで、為替レートのみによる操作によってどの程度の輸出増が発生するのかを知るために、輸出関数の推定式の右辺を A とおき、推計式の被説明変数を A によって説明する。したがって、為替レート(FXS)と輸出額(BPXG)以外の変数全てに、実際の値を代入する。具体的には、

$$A = -2.140 - 0.438 \ln(PXG / FXS / P_us)_{-1} + 1.274 \ln IP_us_{-1} - 0.165 D \dots (式 5)$$

のもとで、輸出物価指数(PXG)と米国輸出工業品価格指数(P_us)、米国鉱工業生産指数(IP_us)のそれぞれに 2010 年 9 月のデータを実際の値として代入すると、

$$A = -2.140 + \ln\{84.5 / FXS / 122.5\}^{-0.438} + \ln(93.19^{1.274}) - 0.165 \dots (式 6)$$

となる。ここで、(式 6)において変数のまま残した為替レートを現在の 81 円/ドルの水準から、1 円ずつ減価させた場合における輸出額変動の推計を行った。その変数の設定と推計結果は表 3 にまとめてある。

表 3 : 変数の設定と推計結果

FXS	A	ln(BPXG/PXG/FXS)	BPXG	FXS	A	ln(BPXG/PXG/FXS)	BPXG
81	-	-	-	107	5.68	5.44	2.31
82	5.56	-	-	108	5.68	5.44	2.29
83	5.56	5.58	2.66	109	5.69	5.43	2.28
84	5.57	5.58	2.64	110	5.69	5.43	2.27
85	5.58	5.57	2.62	111	5.69	5.42	2.26
86	5.58	5.56	2.60	112	5.70	5.42	2.25
87	5.59	5.56	2.59	113	5.70	5.41	2.24
88	5.59	5.55	2.57	114	5.71	5.41	2.23
89	5.60	5.54	2.56	115	5.71	5.40	2.22
90	5.60	5.54	2.54	116	5.71	5.40	2.20

※単位：兆円

$$\ln(BPXG / PXG / FXS) = A(FXS) \dots (式 7)$$

によって求められた $\ln(BPXG/PXG/FXS)$ は自然対数値であるため、表のように逆対数変換で実際の値に戻すことで実際の変動幅を推計した。

以上の結果は、為替レートの1円の減価が約2.5兆円の純輸出の増加に帰結することを意味している。(3)より純輸出の増加幅はドル建て国債の発行高に等しいという条件のもとであるため、約2.5兆円のドル建て国債の発行によって減価する為替レートの幅が1円であるといえる。ドル建て国債の発行額ごとの為替レートへの影響を推定することができたため、次節からは最終目標となる税収の増加へと分析を進める。

第4節 税収への影響

前節では、ドル建て国債の発行高が為替レートにどの程度の影響をもたらすのか、計量分析を用いて検証した。本節では、その分析結果を受けてドル建て国債が最終的にはどの程度税収に押し上げ効果をもたらすのかを推計するために、第2・3段階の分析を行う。

第1項 第2段階：GDPの推計

まずは、第2段階であるGDPへの影響である。本項では飛田ら(2008)による「短期日本経済マクロ計量モデルの構造と乗数分析」を参考にGDPへの押し上げ効果をもたらすかの推計を行う。分析の第2段階としてGDP推計を行う理由は、為替レートは直接的には貿易収支にしか影響しないものの、間接的には日本経済において重要な意味合いを持つ企業の活性化を通じて経済全体に影響を与えるからである。当該論文においては、外生的ショックとしての為替レートの減価の影響について、10%の為替レートの減価は名目GDPに対し1年目に0.37%、2年目に0.76%、そして3年目に0.91%の増加をもたらすことが推計されている。この効果は、1年目に10%の減価が起こった場合の推計であるが、継続的に発行する場合は累積の数値として算出される。すなわち、1年目に0.37%、2年目に1.13%、そして3年目に2.04%の効果が期待される。

表4. 為替レート10%減価の影響

1度の発行		→	継続的な発行	
1年目	0.37		1年目	0.37
2年目	0.76	2年目	1.13	
3年目	0.91	3年目	2.04	

※単位：%

以上のように、継続的に発行を行うことでその経済に与える影響を大きくすることができる。ちなみに現在の為替レートを80円/ドルとしたとき、継続的に発行した場合の為替レートは1年目に81円、2年目に96.8円、そして3年目が106.5円となる。これらの値を、先に前提条件として説明した名目経済成長率に当てはめてGDPの推計を行うと、

表 5. 為替レート変動による GDP の推計

	前提		発行後	
	成長率	GDP	GDP	成長率
2010	0.4	476.2	476.2	0.4
2011	1.7	484.3	478.0	31.5
2012	2	494.0	489.8	45.8
2013	2.2	504.8	504.1	37.6

※単位：兆円、%

という結果が得られた。これらの分析結果から、最終的な税収への効果について次項で推計を行う。

第2項 第3段階：税収の予測

第3段階の税収予測であるが、これについては現在財務省に使用されている税収弾性値の概念を用いて推計を行う。税収弾性値というのは、経済の活動水準を示す GDP から税収を予測するためのツールとして採用されているが、その具体的な算出方法は以下のとおりである。

$$\text{名目経済成長率} \times 1.1 = \text{税収の増加率}$$

つまり、名目経済成長率が分かれば、一応の目安としての税収が推計出来るというものである。名目経済成長率については、為替レートごとの値を前項において推計したため、本項ではその計算のみを行う。計算結果は以下のとおりである。

表 6. GDP 成長率による税収の増加割合

	前提		発行後	
	成長率	税収	成長率	税収
2010	0.4	37.4	0.4	37.6
2011	1.7	38.7	0.4	38.9
2012	2	39.7	2.4	40.8
2013	2.2	40.7	2.9	42.0

※単位：兆円、%

表 7. PB の改善

発行後	
GDP	PB(GDP比)
476.2	-3.3
478.0	-2.3
489.8	-1.3
504.1	-0.9

したがって、本政策が税収に与える効果は表 6 のような結果になった。また、その税収増加によって改善する基礎的財政収支の改善幅は表 7 の通りである。第3段階において導出された上記のような結果から、円高の是正が最終的には税収の増加、そして基礎的財政収支の改善に貢献することができると確認することができた。

ここまでで本稿における実証分析は一通り完了である。したがって、以上の分析結果をもとに、次節ではドル建て国債の望ましい発行水準を検討するとともに、提言を行っていく。

第5節 政策提言

第1項 ドル建て国債の発行高水準

計量分析の結果、約 2.5 兆円のドル建て国債の発行に伴って変動する為替レートが 1 円とすることが分かった。今回は第 2 段階のモデルに制約があるため、自由に発行高を設定することができない。したがって、発行高の決定は第 2 段階のシミュレーションに合わせる形をとるため、

表 8. 発行高と為替レート

	為替レート(¥/\$)	発行高(兆円)
1年目	81.0	20.91
2年目	89.1	22.32
3年目	98.0	21.21
4年目	107.8	20.24

という発行高を選択することとする。

次項では、結果としてもたらされる破綻確率の減少について説明する。

第2項 破綻確率の減少

1年に約 2.5 兆円のドル建て国債の発行は、為替レートを 1 円減価させる。為替レートが 10%減価した場合には、マクロ計量モデルではラグを伴って名目 GDP に正の影響を与えることが確認されている。表 7 を見てみると、ドル建て国債の発行に伴って経済が成長した場合における税収の増加による基礎的財政収支の改善が達成されている。

表 8 は、The Deficit Gamble 失敗確率¹を整理した表である。この表では日本財政における財政破綻確率の推計結果が示されており、現在の基礎的財政収支(対 GDP 比)水準と政策を受けての 2 つの水準にハイライトがなされている。

表 9. The Deficit Gamble 失敗確率

T年後	d=2.5			d=3		
	25	50	100	25	50	100
PB=-3	0.460	0.659	0.793	0.322	0.642	0.722
PB=-2	0.369	0.534	0.710	0.237	0.436	0.612
PB=-1	0.285	0.426	0.542	0.183	0.318	0.460
PB=0	0.221	0.308	0.365	0.141	0.229	0.314
PB=1	0.164	0.212	0.225	0.088	0.163	0.184
PB=2	0.115	0.127	0.110	0.064	0.100	0.094
PB=3	0.072	0.068	0.054	0.037	0.055	0.047

資料出典：小黒(2009)をもとに作成

2010 年度における日本政府の基礎的財政収支(対 GDP 比)は約-4 である。これは、25 年後の財政破綻確率が 46%を超えていることを意味している。

¹ 小黒(2009)の「ギャンブルとしての財政赤字に関する一考察」を参照。将来世代への負担先送りとしての財政赤字が失敗、つまり破綻してしまう確率のことを表している。

しかしながら、表 7 に示されている通り今回の提言では基礎的財政収支(対 GDP 比)が-1%の水準まで下落することが確認されている。表 9 を確認すると、-1%の水準のとき日本財政が 25 年後に破綻する確率は 28.5%と、約 18%もの下落を達成している。

第6節 今後の課題

本稿で提案する政策の目的は、円安誘導することで日本経済をデフレから脱却させ、税収増による基礎的財政収支の黒字化を達成することで財政再建の筋道を立てることである。

ドル建て国債によって為替相場を円安誘導が可能であることは、実証分析において証明された。また、3年間続けてドル建て国債を発行することで、対 GDP 比基礎的財政収支は現在の 4%の赤字水準から 0.9%の赤字水準に改善される。その結果、25 年後の財政破綻確率も、46%から 28.5%に改善されることが示された。以上より、ドル建て国債の発行は財政破綻の回避に貢献するということが確認された。

しかし、本稿ではドル建て国債を永続的に発行するのではなく、日本の経済にとって望ましい水準の為替相場への誘導を目標としている。経済の循環によって再び円高傾向となる局面において、国内投資家はドル建て国債購入によって得たドルを円へ返還するようになるために、為替相場が再び円高に振れることになる。

財政に影響を与えるのは外生的な要因である為替相場や景気の変動のみではない。本稿においては踏み込んで言及してはいないが、少子高齢化に伴う社会構造の変化など日本国内に存在する様々な要因も財政の持続可能性に影響を与えている。したがって、財政の持続可能性を高めるには内生的な要因にも焦点を当て、政策を検討する必要がある。

日本財政の破綻確率は主要先進諸国との比較をしても最悪の水準であり、日本経済の規模を考えた時に日本の財政破綻を回避することは急務である。その観点からして、本稿が提案する政策によって財政の危機的状況を回避することは、今後の永続的な財政運営のための抜本的な財政再建案を提示する前提として必要不可欠である。

参考文献

先行論文・参考文献・データ出典

《先行論文》

- 藤巻健史(2002)「日本の景気回復と円安政策」『経済セミナー』2002年10月号、31—35
伊藤隆敏(2003)「日本の為替介入の分析」『経済研究』54号、96—113
日本経済調査協議会浜田委員会(2005)「財政破綻の克服へ向けて」

《参考文献》

Keith Cuthbertson, Dirk Nitzsche(2004)『*Quantitative Financial Economics*』John Wiley & Sons, Ltd

ヘーベル, アンドルー・B, ベルナンケ, ベン・S(2002)『マクロ経済学 2 応用編:マクロ経済政策』シーエーピー出版

伊藤隆敏(2002)『デフレ(物価下落)と経済政策』財務省財務総合研究所

井田大輔(2010)『近年のデフレーションに関する考察』KISER Discussion Paper Series No.20

永濱利廣(2007)『今回の円高が消え行収益に及ぼす影響』第一生命経済研究所

岡崎哲二(1999)『日本の金融政策とマクロ経済』大蔵省財政金融研究会

河合正弘(1995)「円高はなぜ起こる」東洋経済新報社

吉川洋(2006)『デフレーションと金融政策』

宮尾龍蔵(2006)『日本経済の変動要因：生産性ショックの役割』日本銀行ワーキングペーパーシリーズ

北浦修敏(2009)『マクロ経済のシミュレーション分析—財政再建と持続的成長の研究』京都大学学術出版会

斎藤潤(2009)『日本経済2009-2010—デフレ下の景気持ち直し：「低水準」経済の総点検—』内閣府

小黒一正(2009)「ギャンブルとしての財政赤字に関する一考察」『日本経済研究』第60号

小黒一正(2010)『2010年、日本が破綻する日』日本経済新聞出版社

深尾京司・袁堂軍(2001)『日本の対外直接投資と空洞化』RIETI Discussion Paper 01-J-003

草場洋方(2008)『未曾有の金融混乱が企業収益・財務に与える影響について』みずほ総合研究所

大西茂樹(2002)『デフレーションの要因分析』PRI Discussion Paper Series

貞廣彰・島澤論(2001)『財政の持続可能性と必要なプライマリー黒字について』日本経済研究

土居丈朗(2004)「政府債務の持続可能性の考え方」財務省財務総合政策研究所

南武志(2008)『最近の「円高」と日本経済への影響』農林中金総合研究所

飛田史和・田中賢治・梅井寿乃・岩本光一郎・鴨原啓倫(2008)『短期日本経済マクロ計量モデルの構造と乗数分析』ESRI Discussion Paper Series No.201 内閣府経済社会総合研究所
浜田和也(2010)『我が国産業の構造的得量と展望』みずほコーポレート銀行
武内浩二(2010)「円高・株安の背景を探る」みずほ総合研究所
法専充男(2009)『デフレとインフレの経済学 グローバル化時代の物価変動と日本経済』日本評論社
豊田利久・新居玄武(1984)『世界経済モデルにおける為替レート決定方式の計量的研究』経済企画庁経済研究所
有馬めい(2010)『円高発、物価下落の可能性』第一生命経済研究所
鈴木将覚(2006)『法人税率引き下げが経済に及ぼす影響』みずほ総研論集
高山真(2009)『円高が我が国の景気・企業集計に与える影響について』三菱東京 UFJ 銀行
鈴木 将之(2010)『加速する産業空洞化の影響～需要抑制を通じたデフレ圧力に～』第一生命経済研究所

《データ出典》

総務省統計局ホームページ

<http://www.stat.go.jp/>
(2010年10月20日 閲覧)

財務省ホームページ

<http://www.mof.go.jp/>
(2010年11月8日 閲覧)

内閣府ホームページ

<http://www.cao.go.jp/>
(2010年11月8日 閲覧)

日本銀行ホームページ

<http://www.boj.or.jp/>
(2010年11月9日 閲覧)

経済産業省ホームページ

<http://www.meti.go.jp/>
(2010年10月9日 閲覧)

Bureau of Labor Statistics

<http://www.bls.gov/>
(2010年11月9日 閲覧)

U.S. Census Bureau

<http://www.census.gov/>
(2010年11月9日 閲覧)

『法人税引き下げに着手せよ』東京財団ホームページ

<http://www.tkfd.or.jp/topics/detail.php?id=189>
(2010年11月10日 閲覧)

『法人税、5%減税なら GDP2兆円押し上げの試算も』SankeiBiz

<http://www.sankeibiz.jp/macro/news/100525/mca1005250504007-n3.htm>

(2010年11月10日 閲覧)