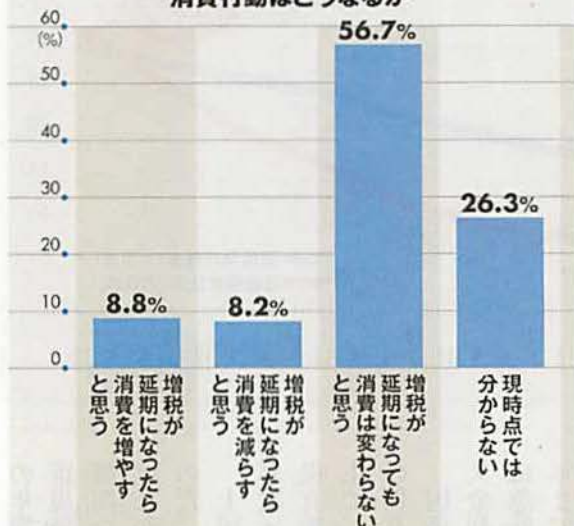


増税延期でも消費は変わらない

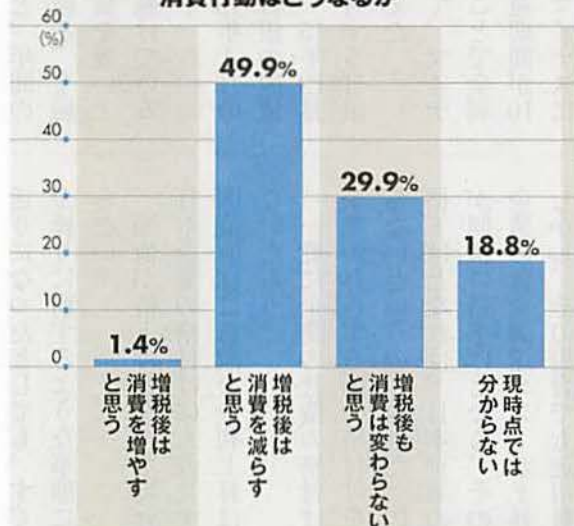
Q 消費増税が延期になったら消費行動はどうか



*4月上旬、消費税に関するオンラインアンケートを一般消費者を対象に実施。有効回答数441人。平均年齢47.7歳。男性57%、女性43%

予定通り増税されると消費を減らす

Q 消費税率が引き上げられたら消費行動はどうか



*4月上旬、消費税に関するオンラインアンケートを一般消費者を対象に実施。有効回答数441人。平均年齢47.7歳。男性57%、女性43%

先送りでも消費行動は変わらず株は参院選前に2万円の公算も

熊本地震以降、復興の足を引っ張りかねない消費税率引き上げの先送りを予想する声が増えた。先送り、引き上げの双方のケースにおいて、消費行動、金利、為替、株価の行方を予想する。

消費

費増税は日本の景気や金融市場に大きな影響を及ぼす。景気や国債、為替、株式市場はどう反応するのか。

今回、本誌編集部で消費税率引き上げが予定通り実施された場合、先送りされた場合の影響について、インターネットを使い、一般消費者にアンケートを実施した。「消費増税が先送りされれば家計

は助かる。でも消費は増やささない」「いずれ増税される。だから消費行動は変えない」

実施なら消費を減らすと半数が回答

左表にあるように、消費税率引き上げが先送りされても「消費は

変わらない」という回答が半数以上を占めている。個人消費の低迷が裏付けられるデータだ。

前出のコメントは先送りされた場合、消費行動にどう影響するかについて聞いた問いに対する自由回答の代表例である。

一方、消費税率引き上げが予定通りに実施された場合は、ほぼ半数が「消費を減らす」と答えた。税率アップに見合うほど賃金が上がっていない現状では、引き上げで実質賃金は減少する。当然の結果だろう。

引き上げ先送り自体は減税ではないので、景気を刺激することはないが、予定通り実施された場合に予想される消費のより一層の低

迷がなくなる分、足元の景気を下支えする効果は期待できる。

経済全体はどうなるか。2017年4月に消費増税が実施されなければ、16年度後半に駆け込み需要は起きず、17年度前半に反動減も起きない。先送りによって16年度の成長率は低くなり、17年度の成長率は高くなる。

河野龍太郎・BNPパリバ証券チーフエコノミストは、熊本地震を受けて消費税率引き上げの先送りかほぼ確実になったとして、16年度の経済成長率の予想を0.6%から0.2%に引き下げ、17年度をマイナス0.3%から0.2%に引き上げた。

消費税率引き上げを前提とした民間予測機関の16年度成長率予想の平均は1%前後、17年度の平均は0%台前半。仮に、河野氏と同じ修正幅とすれば、先送り後の16年度、17年度の成長率は共に0%台後半になる。

引き上げ・先送りにかわらず国債利回りに変化なし

当然のことだが、消費税率引き上げが先送りされれば、税収も増えない。政府は20年度に基礎的財政収支（プライマリーバランス）

日銀がゆがめる国債市場

国債発行残高と日銀の国債保有比率



を黒字化させることを国際公約としていた。先送りされた場合は、公約達成は難しくなるだろう。財政悪化を理由とした、日本国債の格下げの公算も大きくなる。

そうになると、気になるのが国債の利回りだ。通常、財政が悪化する見通しとなると、国債が売られて利回りは上昇（価格は下落）する。いわゆる悪い金利上昇だ。

しかし、今回、そうした金利上昇は起きそうにない。その原因は日本銀行の大量の国債買い入れによる需給逼迫である。現在の日銀

の年間購入額は80兆円と、年間の新規発行額を大きく上回る。金融機関などが保有する国債を吸い上げながら、国債購入を続けているのだ。

上図に見るように、13年4月の異次元緩和開始以降、日銀の国債保有額は大きく膨らみ、15年12月末で、国債発行残高に対する日銀の保有比率は3割を超えた。

国債需給逼迫に加えて、マイナス金利政策が取られたことで金利は急低下し、現在、償還期間が10年までの国債利回りはマイナスに沈んでいる。

生命保険会社など機関投資家にとっては、一層の利回り低下で運用難に拍車が掛かっている。それ故、もし格下げなどを材料に外国人などが国債を売り、利回りが上昇してプラスに転換したら、こうした機関投資家が買ってくると思われる。そうなれば、利回りは上昇しない。「財政が悪化すれば国債利回りが上昇し、警鐘を鳴らす市場機能は全く作用していない」(上野泰也・みずほ証券チーフマーケットエコノミスト) 状態にある。

また、財務省は、翌年度分の国債の借換資金に充てる国債を前年度に発行する前倒し発行を膨らませていく。消費税率引き上げが先

送りになったとしても、すぐに資金繰りに窮するような事態には至らない。

国債が格下げとなった場合には、日本企業の格付けにも波及するが、国債同様に急激な金利上昇は起きないだろう。

一般に企業の社債の格付けは、企業が存在する国の格付けを上回らないというのが原則だ。国債が格下げとなれば、日本企業の多くが同様に格下げとなる。その場合、企業の資金調達コストが上昇する。しかし、その場合でも運用難故に、機関投資家などの買いが入るとみられ、大きく金利が上昇することはないだろう。

銀行など金融機関の場合、外貨調達コストにも影響が出るが、これも国内金利の上昇を抑制する方向に働く。格下げで日本の金融機関の信用度が悪化すれば、調達コストは上昇することになる。

ただ、調達コストの上昇で金融機関の外債投資の実質利回りが低下する分、国内債券投資が有利になるので国内金利の上昇を抑える方向に働く。

増税が予定通り実施された場合も、金利は現状と大きく変わらないうら。結局のところ財政状態より、日銀の国債買い入れ、マイナス金利政策による金利低下圧力

の方が大きいからである。では、為替や株価への影響はどうなるだろうか。

先送りなら1ドル110円台で推移の公算

4月に日銀の追加緩和がなかったことで、円の対ドルレートは110円を割り込んだが、消費税率との見方が大勢だ。

増税後の需要反動減がなくなり、熊本地震からの復興のための補正予算が編成されることと合わせ、景気が腰折れしない可能性が高まる。

消費税率が引き上げられる前には駆け込み需要が発生する。その規模が大きいほど、引き上げ後の反動減も大きくなる



円安が株高をもたらした

円の対ドルレートと日経平均株価の推移



円高をもたらすリスクオフの要因だった、原油安や中国経済の先行き懸念も小さくなりつつある。リスクオフの状態が続くことになり、安全通貨である円が売られる公算が大きくなる。

格下げでドルの調達コストが高くなった銀行が、いわゆるスポット

トで円売り・ドル買いを加速させれば、ドルの上昇に拍車がかかるだろう。1ドル120円を超える円安を予想する声は少ないが、1ドル110円台で推移する公算が大きくなるだろう。

では、予定通り引き上げられた場合にはどうなるだろうか。前回の14年度は、消費

税率引き上げにもかかわらず、円安が進行した。これは、米国が国債購入額を減少させていく量的緩和の手じまいを進めて、金融政策が引き締め方向にあった上に、10月末に日銀が量的緩和を拡大させたためだ。

今回は、米国が引き締めのペースを遅らせようとしていることで円高圧力がかかっている。予定通りに増税が実施された場合、景気の低迷懸念もあり、投資家のリスクオフ姿勢が強まり、円高圧力がかかりそうだ。

ただ、米シカゴの通貨先物ポジションを見ると、投機筋のネットの円買い持ち高(円高を予想)は、4月19日時点で過去最大の7万1870枚。今後、さらに大きく膨らむとは考えにくい。足元では投機主導で円高が急速に進むことはないだろう。1ドル1100円を割る公算は小さい。

予定通りに引き上げられた場合、今年の後半から来年初めにかけては、駆け込み需要が生じる。加えて、「景気の落ち込みを緩和するために、補正予算が編成され景気刺激策が講じられる」(高島修・シテイグループ証券チーフFXストラテジスト)とみられる。その場合、輸入が増加することもあり、予定通りの引き上げでも、来年にかけては円安に振れそうだ。

予定通り実施なら
1万5000円
前後にまで株価下落か

上図に見るように、為替レートが円安に振れると、ほぼ同時か、やや遅れる形で株高が進行する。これに做えば、増税先送りを決定し、円安が進行すれば、恩恵を受ける輸出企業を中心に株価は上昇するだろう。

格下げは、株式市場にはそれほ

どマイナスに作用しない。それよりも目先の景気が腰折れしないことがプラスに作用するだろう。

衆参同日選挙は見送られる公算が大きくなっている。だが、「参議院選挙に向けて補正予算、成長戦略策定などの施策が取られるだろう。それを好感する形で株価は上昇し、選挙前には日経平均株価は2万円近くにまで達する」(広木隆・マネックス証券チーフストラテジスト)可能性がある。

予定通り増税実施となった場合には、当面、100円台での円高基調が続くとみられる。輸出企業の多くは、採算レートを110円近辺としているため、業績にはマイナスとなる。16年度の企業収益は減益になる公算が大きい。日経平均株価は1万5000円前後まで下落すると予想する向きもある。

景気動向や被災地の復興などを考え、消費税率引き上げ先送りが当然とする市場関係者は少なくない。しかし、その多くは単なる先送りは好ましくないと考えている。先送り後の増税時までには社会保障、労働市場改革、法人実効税率引き下げなど構造改革を進めることを強く望んでいる。それは、改革に向けて残された時間は少ないという焦りを感じている市場関係者の危機感の表れでもある。