みずほマーケット・トピック（2014 年 10 月 22 日）

# 現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて

**英フィナンシャル・タイムズとのインタビューにおける安倍首相の発言が消費増税（8%→10%）への牽制ではないかとして話題になった。消費増税に関し、現状は市場予想が形成される過程であり「市場予想が〇〇となっているから、金融市場の反応は△△となる」との予想は難しい。だが、頻繁に照会を受けるようになっているため、現時点での筆者なりの解釈を示したい。結論から言えば、市場のファーストリアクションに関し、増税決定の場合は「為替：円安、株価：下落、金利：中立」、増税延期の場合は「為替：円安、株価：上昇、金利：中立」と考える。つまり、決定と延期で異なるのは株の反応のみ、という解釈である。最終的に増税判断に至るかどうかは、政府が日本株への悪影響をどの程度割り切るかに依存。どちらにしても円安は進む、という理解も重要。**

## ～ECB。社債購入は国債購入までの時間稼ぎ～

昨日の為替市場では、一昨日にスタートした ECB のカバードボンド購入プログラム（CBPP）とは別に ECB が社債購入を検討しているとの報道がなされる中で、ユーロを手放す動きが強まり、対ドルでは 1.2714、対円では 135.69 円まで下落した。昨日の本欄で議論したように、CBPP や資産担保証券購入プログラム（ABSP）で演出できるバランスシートの拡大幅は限定的であり、目標として掲げる「1 兆ユーロ」到達のためには、やはり更に別の資産（代表的には国債）を購入対象として検討せざるを得ない。今回、社債というワードが出てきたのは国債が購入対象として設定されるまでの時間稼ぎ的な意味合いがあるように感じられ、苦肉の策と言ったところだろう。しかし、担保付き社債であるカバードボンドより信用が劣る社債まで購入対象に拡げる中にあって、「何故国債はダメなのだ」という疑問は当然湧きあがってくるものであり、一度その可能性を口にしている以上、市場は国債を対象とする量的緩和（QE）の可能性を諦めないだろう。

## ～増税を巡る市場のファーストリアクションは・・・～

ところで、20 日（月）の英フィナンシャル・タイムズとのインタビューで安倍首相が「消費税を引き上げることで、経済が軌道から外れたり、鈍化したりすれば、税収は増えない。そうなれば意味がない」と発言したことが、2015 年 10 月に予定される消費増税（8%→10%）への牽制ではないかとして話題になっている。これ以前に安倍首相は 9 月 14 日の NHK 番組内で増税に関し「ニュートラル」と述べており、これも慎重な姿勢を示すものとして相応に注目された。恐らく、今後 1 か月強をかけて各種メディアにおける世論調査や専門家の見方などが紹介される中で、市場予想が形成されていくと思われ、現時点で「市場予想が〇〇となって

消費増税に対する市場のファーストリアクションは・・・

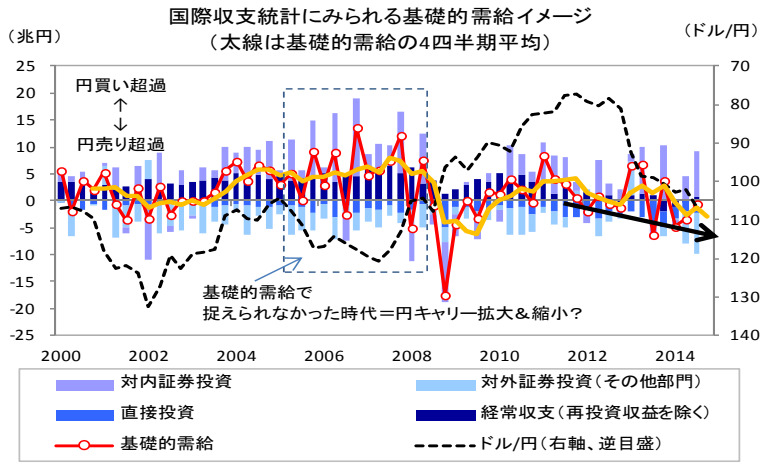
| 増税 | 為替 | 金利 | 株 |
|---|---|---|---|
| 決定 | 円安 | 中立 | 株安 |
| 延期 | 円安 | 中立 | 株高 |

（資料）筆者作成

いるから、金融市場の反応は△△となる」との予想は難しい。だが、頻繁に照会を受けるようになっているため、現時点での筆者なりの解釈を示したい。

結論から言えば、市場のファーストリアクションに関し、現時点では、増税決定の場合は「為替:円安、株価:下落、金利:中立」、増税延期の場合は「為替:円安、株価:上昇、金利:中立」と考えている(なお、この 2 択以外として「恒久的見送り」という選択肢もあるが、可能性は限りなく低いので今回は想定しない)。つまり、決定と延期で異なるのは株の反応のみ、という解釈である。元より金利については官製相場の様相を呈する中、小動きになろうことは想像に難くない。決定の場合に低下、延期の場合に上昇という若干の方向感はあれども、極めて限られた動きになると思われる。

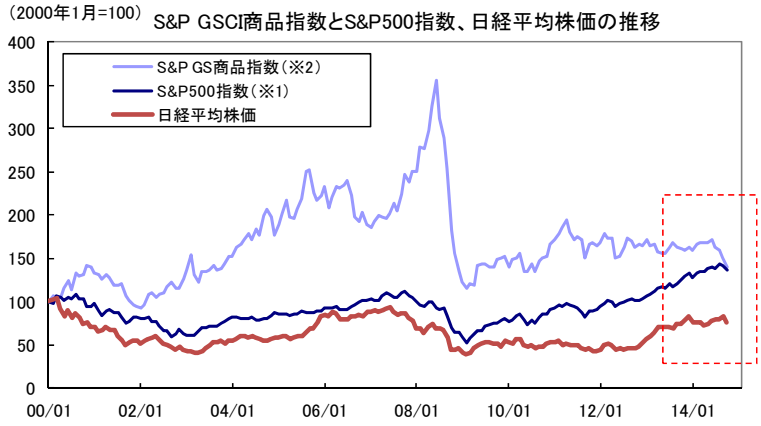
為替に関しては、決定の場合は「下押し圧力を減殺するために追加金融緩和」という発想が出るであろうし、延期の場合でも「財政健全化路線の頓挫で円売り」という発想が出る可能性がある。もちろん、延期に際しては、後述するように株価が逆風に晒されることを受けて円高という展開も考えられるが、その場合でも常時円売りに傾斜しているドル/円相場の需給環境を踏まえれば、それがベースシナリオ(「放って置けば円安」)の修正を迫るほどのものになるとは思えず、「押し目」として対応すれば良いだろう。図示されるように、円相場の需給環境は明確に下向きであり、増税や米金融政策とは別次元でダウンサイドにリスクが拡がっていることを(しつこいようであるが)留意しておきたい。



(資料)日本銀行、INDB、みずほ銀行

**～「株価にとっては逆風が吹く中での増税」に～**

決定と延期で反応が分かれるのは株価だろう。素直に決定で下落、延期で上昇と反応するものと考えたい。天候要因も効いたとは言え、今年 4 月の増税後の実質賃金下落は著しいものがある。確かに、(かつて黒田日銀総裁がそう述べたように)12 か月経てばそのベース効果が剥落するだろう。しかし、その年の 10 月に再び増税すれば同じ展開が待っているわけで、実質賃金の低迷が一段と長引くことになる。2 度目の増税を経て、個人消費が更に減速するのは比較的確度の高い未来であり、「決定で下落、延期で上昇」という単純な解釈に大きな問題はないように思われる。



(資料)Bloomberg、※1:41～43年平均を「10」とする。
※2:世界のコモディティ生産量の時価総額の加重指数

なお、株価への影響を考えた場合、増税が行われるタイミングもあまり好ましいものではない。10 月に公表さ

れたIMF世界経済見通しが下方修正され、金融市場の動揺を誘ったことにも現れるように、現状では全世界的な需要縮小が懸念される中で商品価格もこれに合わせて大きく下落している。増税の影響を脇に置いたとしても、商品価格の軟調な時に株価が騰勢を維持するのは難しく(図)、「そもそも株価にとっては逆風が吹く中での増税」という現状認識も重要である。増税はそのまま株安に直結すると見て、さほど違和感はないだろう。

**～増税の難易度が上がっていることは確か～**

安倍政権が 2 度目の消費増税に踏み切るかどうかに関し、本当のところは分からない。しかし、主要な海外経済メディアが延期を支援する論陣を張り、先週には米為替政策報告書までそのような見方に与する中にあって、予定通り増税を決定することの難易度が上がっていることは間違いない。現状の政府債務残高の大きさやその持続可能性を考えれば、「増税すべきか否か」という問いに対しては「すべきである」というのが正答に違いない。だが、安倍政権がつとに株価維持を念頭において意思決定をする傾向にあることを踏まえれば、海外投資家をドライバーとする日本株の性質を考慮し、「増税はリスク」という判断に至っても不思議ではない。「株価が高く、インフレ期待が維持されることが正義」と考える以上は、そのような判断をしても責められる筋合いはない。最終的に増税判断に至るかどうかは、政府が日本株への悪影響をどの程度割り切るかに依存するだろう。

問題なのは、上述したように、増税を決定しようと、延期しようと、円安は進むという事実であり、仮に増税を決定した場合は株安・円安という誰も得しない相場つきになりかねないということである。

以　上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌　大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようにお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html

| 発行年月日 | 過去6か月のタイトル |
|---|---|
| 2014年10月21日 | カバードボンド購入プログラム（CBPP3）などについて |
| 2014年10月20日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2014年9月分） |
| 2014年10月17日 | 週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か？～) |
| 2014年10月16日 | 昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～ |
| 2014年10月15日 | 原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響 |
| 2014年10月14日 | G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～ |
| 2014年10月10日 | 週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に？～) |
| 2014年10月9日 | FOMC議事要旨（9月16～17日開催分）を受けて |
| 2014年10月8日 | 日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～ |
| 2014年10月7日 | 経済財政諮問会議（10/1）議事要旨を受けて |
| 2014年10月6日 | 米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ？～ |
| 2014年10月3日 | 週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～) |
| 2014年10月2日 | 短観9月調査に見る円安コストの陰 |
| 2014年10月1日 | ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～ |
| 2014年9月29日 | ドル高を阻むもの |
| 2014年9月26日 | 週末版 |
| 2014年9月25日 | 安倍首相発言や最近の株高などについて |
| 2014年9月24日 | ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～ |
| 2014年9月22日 | ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて |
| 2014年9月19日 | 週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給（TLTRO）について～厳しくなる「量」の追求路線～) |
| 2014年9月18日 | FOMC（9月16～17日）を終えて |
| 2014年9月17日 | ドル/円相場の水準感に係るヒント |
| 2014年9月16日 | スコットランド独立についての論点整理 |
| 2014年9月12日 | 週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～) |
| 2014年9月10日 | 官製相場となったユーロ相場への考察 |
| 2014年9月9日 | 円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質GDI～ |
| 2014年9月8日 | 本邦7月国際収支統計などについて |
| 2014年9月5日 | 週末版（ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～） |
| 2014年9月4日 | 9月レパトリの妥当性や今後の直投収益などについて |
| 2014年9月3日 | 105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～ |
| 2014年9月2日 | 再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」 |
| 2014年9月1日 | ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文？～ |
| 2014年8月29日 | 週末版 |
| 2014年8月27日 | 止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～ |
| 2014年8月26日 | ドラギ総裁の「3 本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～ |
| 2014年8月25日 | イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～ |
| 2014年8月22日 | 週末版（ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～） |
| 2014年8月21日 | FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～ |
| 2014年8月20日 | 本邦7月貿易収支などについて |
| 2014年8月19日 | 最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～ |
| 2014年8月18日 | ユーロショートカバーに備える地合い～3 つの契機～ |
| 2014年8月15日 | 週末版（ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～） |
| 2014年8月13日 | 本邦4～6月期GDP1次速報値などについて |
| 2014年8月12日 | 「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化 |
| 2014年8月11日 | 改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ |
| 2014年8月8日 | ECB 理事会を終えて～畳み掛けるような口先介入は焦りの表れ？～ |
| 2014年8月7日 | ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題 |
| 2014年8月6日 | ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～ |
| 2014年8月5日 | BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりについて |
| 2014年8月4日 | ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～ |
| 2014年8月1日 | 週末版（ユーロ圏7月消費者物価指数（HICP）などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～） |
| 2014年7月30日 | ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感 |
| 2014年7月28日 | ターゲット型LTRO（TLTRO）の展望とユーロ相場について |
| 2014年7月25日 | 週末版 |
| 2014年7月24日 | 本邦6月貿易収支について |
| 2014年7月23日 | 米消費者物価指数（CPI）を受けて考える為替相場 |
| 2014年7月22日 | 格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～ |
| 2014年7月18日 | 週末版（「事故的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～） |
| 2014年7月17日 | 『展望レポート』中間評価などについて |
| 2014年7月15日 | 円相場は損益分岐点か？～『さくらレポート』などを受けて～ |
| 2014年7月14日 | FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため？ |
| 2014年7月11日 | 週末版（ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～） |
| 2014年7月10日 | 巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論 |
| 2014年7月8日 | 国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ |
| 2014年7月7日 | 「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状 |
| 2014年7月4日 | 週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～) |
| 2014年7月2日 | フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化 |
| 2014年7月1日 | ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～ |
| 2014年6月27日 | 週末版(「動かない相場」は企業の想定通り？～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～) |
| 2014年6月26日 | 14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～ |
| 2014年6月24日 | 強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～ |
| 2014年6月23日 | ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡？～ |
| 2014年6月20日 | 週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～) |
| 2014年6月19日 | FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時？～ |
| 2014年6月18日 | ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較 |
| 2014年6月17日 | 成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～ |
| 2014年6月16日 | 麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について |
| 2014年6月13日 | 週末版（オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響） |
| 2014年6月12日 | 今の日本は本当に人手不足か？ |
| 2014年6月11日 | 第二次ユーロフォリア？ |
| 2014年6月10日 | 進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～ |
| 2014年6月9日 | ECBにまつわる3つの「分かり難さ」 |
| 2014年6月6日 | 週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～) |
| 2014年6月4日 | ユーロ圏5月消費者物価指数（HICP）などについて |
| 2014年6月2日 | ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～ |
| 2014年5月30日 | 週末版 |
| 2014年5月28日 | 2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～ |
| 2014年5月27日 | 「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～ |
| 2014年5月26日 | 労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～ |
| 2014年5月23日 | 週末版（過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～） |
| 2014年5月22日 | 日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～ |
| 2014年5月21日 | IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～ |