

株価急落と消費税・追加緩和の行方

発表日：2014年2月6日（木）

～景気の暗雲が及ぼす影響～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

目先、株価下落が止まるかどうかは、米経済拡大がどこまで鮮明になるかにかかっている。もしも、そうならなかった場合には、政府は4月の消費税増税を見直すことはないとしても、2015年10月の消費税増税のスケジュールを見直す可能性はゼロではない。その場合、景気対策が手厚くなって財政は拡張するだろう。黒田総裁も側面支援のため、2015年以降の緩和計画をより拡張的に変えてくるだろう。「強い経済」の達成の正念場を迎えている。

2013年5月の株価急落との比較

株価は2013年末（12月30日）に最高値（16,320.22円）を付けた後、1月24日から株価下落が進み、一時14,000円台を割り込むまで下落している。米金融緩和の縮小に端を発する株価下落は、今後、日本の景気に悪影響を与えるだろう。最悪の場合、消費税のスケジュールの後ずらしなど、予想外の出来事にまで発展する可能性もゼロではなからう。そこで、2013年5月の株価下落のときの景気動向を参考にしながら、様々な角度でシナリオの蓋然性を確認してみたい。

まず、株価下落のパターンを今回と2013年5月

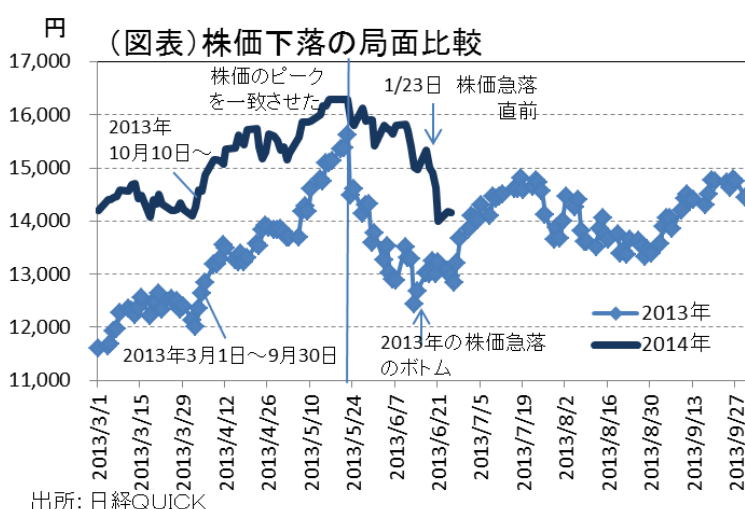
で比べてみよう（図表）。2013年5月はピーク15,942.60円からボトム12,415.85円まで▲22.1%下がった。この急落局面では、ピークからボトムまで15営業日がかかっている。

これに対して今次局面は、12月30日のピークから現在（2月6日）まで21営業日で▲14.2%である。ただし、急落が始まった時期を1月24日からとカウントし直せば、1月23日のピーク（15,958.58円）と下げ幅はもっと小さくなる。2014年内にQE3縮小が進んでいけば、株価下落がさらに進む余地があると警戒しておかねばなるまい。次のFOMCは3月18・19日に開催される。そこで、毎月の資産買入規模が追加的に100億ドルほど減らされると、過剰反応が起こる可能性がある。仮に2月初と3月初の米雇用統計などのデータが弱ければ、さらなる株価下落を誘うという悪い予想が成り立つ。

一方、FRBが想定していく景気シナリオ通りに米経済が拡大していけば、株価・為替ともに株高・ドル高に転じていくので、相場動向も落ち着いていくだろう。米経済が拡大していくと、新興国経済も、NIES諸国など米国輸出の拡大が期待できる国々では米経済の拡大に引っ張られていくことが期待できる。

今後の景気シナリオ

心配なのは、米経済の拡大ペースが緩やかにとどまった時である。本稿は、そのリスクを念頭に置きながら、今後の流れをどう読んでいくかを検討していくことが目的である。参考として5月の相場の乱高下が实体经济に与え



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

た影響を振り返っておこう。まず、日本の経済成長率は、2013年4-6月、7-9月と大きくは鈍化しなかった。実質GDPの季節調整済前期比は、2012年10-12月+0.1%、2013年1-3月+1.1%、4-6月+0.9%、7-9月+0.3%と堅調であった。マクロの集計値でみる限り、株価急落が即座に景気下振れを引き起こさなかったことは頭に入れておく必要がある。

ただし、2013年4-6月以降の景気が、5月の株価下落の悪影響を受けていないかと言えば、それは間違いなく受けている。総体として、景気は堅調だったと理解すべきだろう。例えば、個人消費は株価上昇の資産効果によって嵩上げされている部分が少なくない。資産効果はいくらか剥落して、個人消費を抑制したと考えられる。実質輸出の伸び率は、7-9月はマイナスに転じている。一方、2013年中の景気は、そうしたマイナス要因に対して、公共事業の押し上げのプラス効果によって相殺された。また、住宅投資も、消費税前の駆け込みによって嵩上げされている。

2013年10-12月の実質GDP(2月17日一次速報発表予定)を展望すると、個人消費は自動車を除くと低調なのであるが、自動車販売が12月に大きく伸びたせいで、プラスが見込まれている。駆け込み需要の効果が、景気を下支えする。住宅投資もGDPベースではプラスを継続するだろう。公的資本形成もまだ堅調さを維持できる。

焦点は、今次の株価急落がいくらかタイムラグを置いて、消費税の引き上げ後の2014年4-6月以降に消費税の反動減に重なって出てくることだ。そのときには予想されるのは、公共事業と住宅投資の押し上げ寄与がなくなる心配だ。2013年度補正予算の5.5兆円の景気対策は7-9月には支援材料になるだろうが、その効果は限られる。

新興国向けの輸出拡大に限られ、円安の恩恵が乏しくなる中では、国内の自律的拡大の作用、①賃上げ・雇用拡大の押し上げ、②設備投資の拡大ペースが強まっていくこと、に期待する部分が大きくなる。

リスク・シナリオ

筆者のメイン・シナリオは、新興国経済の減速感が強まって、景気は腰折れしないという見方だ。輸出拡大の作用は小さくなり、個人消費についても株価上昇の資産効果が期待しにくくなっても、個人消費全体は消費税のショックを乗り切って再拡大する。

そうしたメイン・シナリオとは別に、仮に、7-9月の経済成長率が弱くなるとどうなりそうかを考えると、懸念されるのは2回目の消費税の扱いだ。安倍首相は、2014年11月頃を目処に、2回目の増税を再判断をしようとする。この2015年10月の2回目の消費税増税が、7-9月の成長率如何で不透明になる。

すでに2014年4月の1回目の消費税増税を中止・延期することは考えられない。万一、目先のリスクに過剰反応して安倍政権がそれを選択すれば、日本の財政再建に対する取り組みが後退したようにみられて、対日投資にはかえってマイナスであるからだ。より蓋然性があるのは、安倍政権が2015年10月の増税をさらに半年程度先送りする選択であろう。

もうひとつは、2015年10月の増税は予定通りに実施するが、代わりに景気支援策をより大きくする選択肢である。筆者はリスク・シナリオとしては、増税延期よりも、景気支援の拡充だと考える。例えば、公共事業の追加を、2014年度補正予算、2015年度予算と2段階で手厚くする対応である。

しかし、この影響は、財政再建にマイナスに作用する。具体的には、2015年度に基礎的財政収支の赤字幅半減という目標を危ぶませるものである。増税する代わりに、歳出拡大をして財政赤字の削減が進まなくなるというのは矛盾しているが、そうしたおかしな状況になるリスクは小さくない。

2015年度の景気拡大を支援するという意味では、法人税減税の取り組みにも力が入る可能性がある。安倍首相は、成長戦略の中身として法人税の実効税率を引き下げる方針には熱意をみせている。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

追加緩和の側面支援

政府が、2015年に予定される2回目の増税の判断を微妙にさせると、おそらく、日銀の黒田総裁も、消費税増税の側面支援に回るだろう。筆者は、2014年4月以降の増税の反動減に対して追加緩和では応じないとみている。景気の基本シナリオが崩れない限りは、日銀は追加緩和に動かないだろう。現在の株価急落についても、それが景気シナリオを大きく変更させなければ追加緩和はしないという見立てである。

反対に、株価急落と新興国経済の変調が顕在化して、7-9月の経済成長率が低くすれば話は変わってくる。そうなれば、黒田総裁は、2015年以降のマネタリーベースを増やす格好で、追加緩和に踏み切る選択肢を選ぶだろう。これは、リスク・シナリオである。先の財政拡張と同時に追加緩和が行われるシナリオである。そのときには、株価低迷と円高傾向が定着し、2015年春に2%の消費者物価の上昇率を達成することが厳しくなってきたから、基本シナリオを達成するために追加緩和をするという説明になろう。

まとめると、現在の株価急落はすぐには経済政策の見直しへとつながるものではないが、7-9月の消費税増税後のリバウンドを非常に弱いものに変えれば、そこで財政拡張・金融緩和依存を強める結果を引き起こす可能性はある。「強い経済」の道を辿れば、財政再建・景気拡大の両立を歩み、予期せぬ結果として「弱い経済」に傾けば、財政拡張・金融緩和の泥沼へと導かれる。アベノミクスの将来像は、いかに短期的なリスク拡大に対して過剰反応しないかにかかっている。リスクの見極めに関して、今、正念場に立たされている。