

「今後の経済財政動向等についての集中点検会合」説明資料

「予定通りの消費税率引上げ」で市場の信認を
— 成長戦略、補正予算、金融政策のポリシーミックスが重要 —

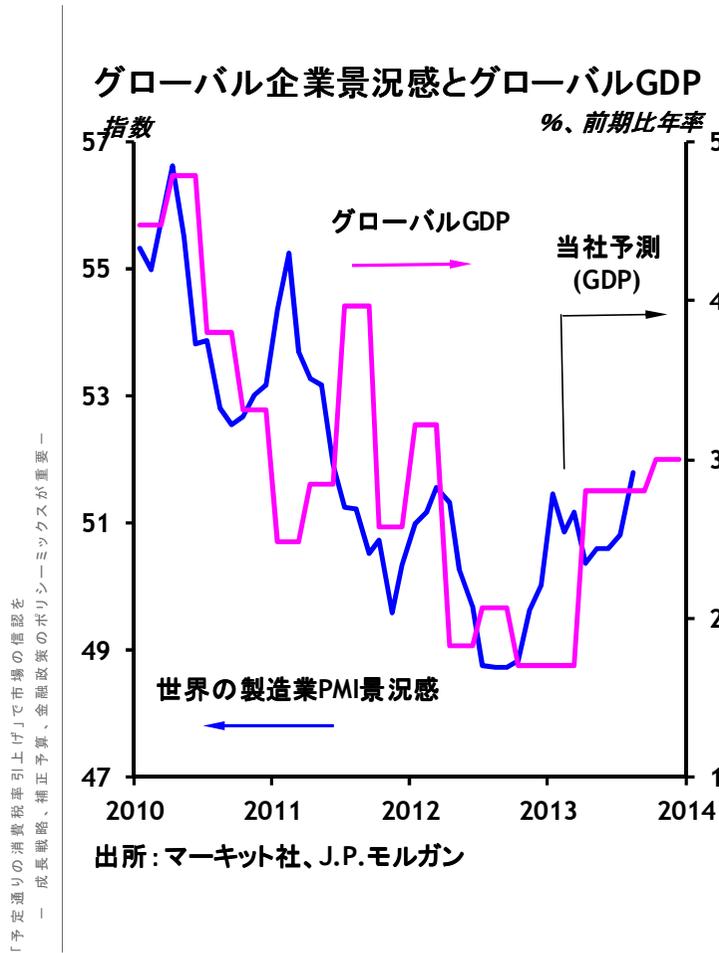
JPモルガン証券株式会社
チーフ エコノミスト
菅野 雅明

2013年8月31日

消費税率引上げ前に検討すべき論点

1. 海外・国内経済環境⇒今回ほど相対的に恵まれた環境はない(論点1)
2. 1997年の教訓⇒バランスシート調整・不良債権処理の遅れが景気悪化の要因(論点2)
3. 財政健全化の優先度⇒「経済成長」が最重要課題、「財政健全化」の時間軸は5年程度(論点3)
4. 「消費税率引上げ見送り、妥協案」の問題点(論点4)
 - ① 成長戦略に対する悪影響(海外投資家の失望、国会審議の遅れ)
 - ② 市場の反応:「政府に対する信認の低下」⇒株安、円高、長期金利上昇
 - ③ 中長期的影響:インフレ率目標達成までに財政健全化の展望が描けない場合のリスク
5. 望ましいポリシーミックス(論点5)
 - ① 景気下ブレリスク対策:補正予算(3-5兆円)
 - ② 成長戦略で日本の潜在成長力押し上げ
 - ③ 金融政策とのコラボレーション:政府と日銀は「政策連携」の再確認を
6. **ポイント:市場を味方につける=資産価格上昇(株高、不動産価格上昇、円安)が最良の景気対策**

(論点1-1) 海外経済情勢:「2013年後半回復シナリオ」維持



■ グローバル製造業PMI景況感は8月に上昇

- ユーロ圏、とくに周辺国の景況感改善
- 中国で政策効果から持ち直しの動き
- 在庫調整が進捗、新規受注が増加

■ グローバルGDP予測

- 2013年前半: +2.3% ⇒ 同後半: +2.9%
- 2013年: +2.2% ⇒ 2014年: +2.9%

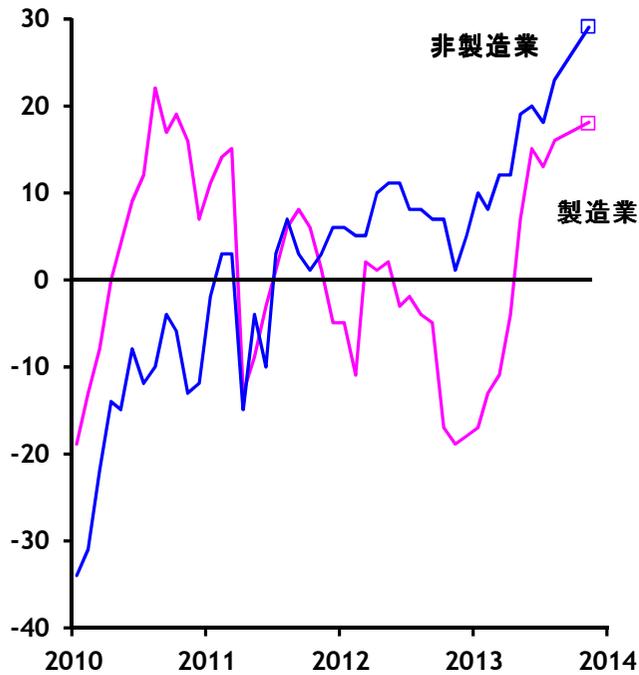
■ リスク要因

- ① FRBの量的緩和縮小に伴う米国金利上昇
- ② 新興国からの資金流出
- ③ シリア情勢緊迫化による原油価格上昇

(論点1-2) 国内経済情勢: 景気改善基調持続

企業景況感(ロイター短観)

指数、ボックスは3か月後予測



出所:ロイター

- 企業景況感は順調に回復
 - 非製造業の回復 > 製造業の回復
 - ただし景気回復は個人消費が主導
- 企業は業績回復の下でも投資に慎重
 - 手元流動性がさらに積み上がる傾向
 - 国内経済の先行き不透明感が原因
- 個人消費はマインドの改善(貯蓄率の低下)が牽引
 - 今後は家計所得の増加が重要 = 賞与増加、雇用増加、労働時間増加が牽引
- 「2015年度コアCPI前年度比は+0.8%」
(JPモルガン証券予測)

JPモルガン証券予測

(前年比、%)

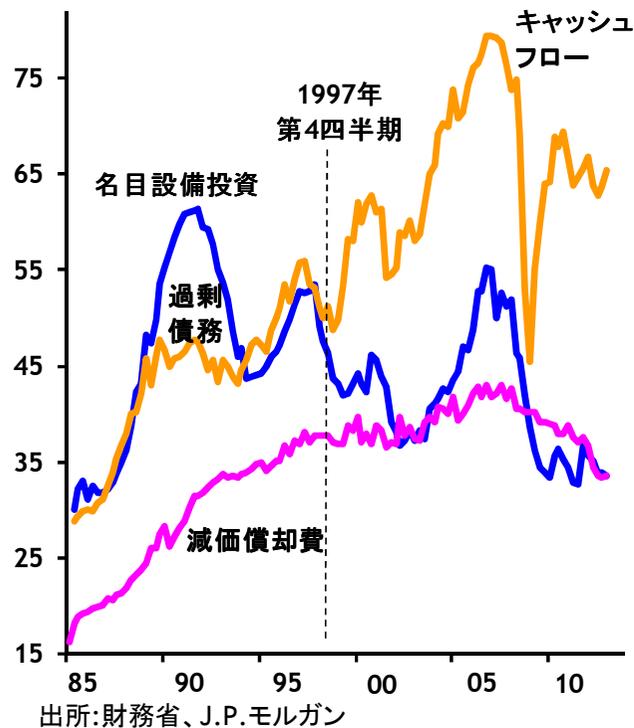
	実質GDP	コアCPI
2013年度	2.5%	0.5%
2014年度	0.5%	0.8%

(注)コアCPIは消費税効果を除く

(論点2)1997年の教訓:金融危機(アジア危機)が景気後退の原因

設備投資とキャッシュフロー(全産業)

兆円、季節調整済み年率



■ 何故金融危機が発生したのか？

- 企業は過剰債務の処理を躊躇＝バランスシートが不健全化
- 銀行は不良債権処理を躊躇
- 政府は公的資金注入を躊躇

■ 現状

- 企業は大量の余剰資金を保有
- 銀行のバランスシートは健全
- 金融セーフティネットは確立

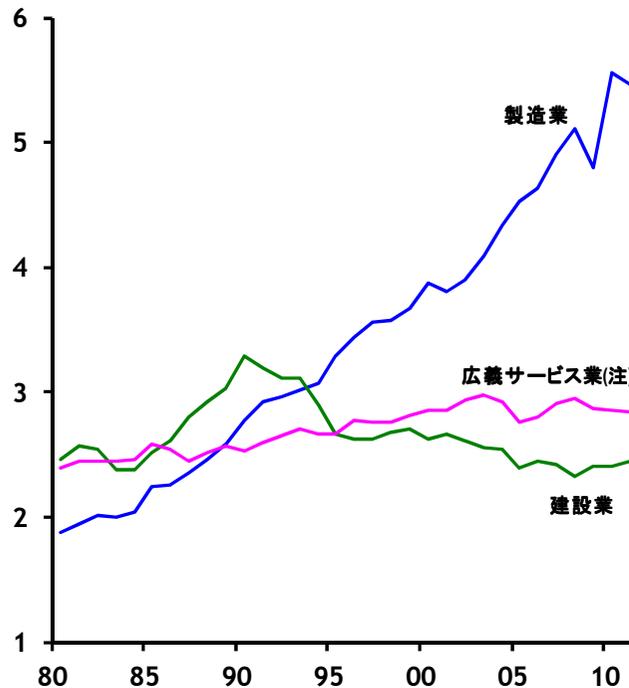
■ 教訓

- 消費税増税は景気が成熟する前に実施すべし(先送りは危険)
- 英国は2010年1月と2011年1月に消費税増税率引き上げを実施済み

(論点3-1)優先度:「成長」>「財政健全化」>「2%インフレ目標」

労働生産性

千円、実質(2005年価格)、時間当たり



出所: 内閣府、J.P.モルガン

(注)卸売小売・金融保険・サービス業の合計

■ 最優先課題は「中長期的な成長路線確立」

- サービス産業の生産性向上が鍵
- 大胆な規制緩和、情報産業の育成(東京金融市場活性化が喫緊の課題)

■ 財政健全化を図りつつも潜在成長率押し上げに全力を

■ 政策の非対称性

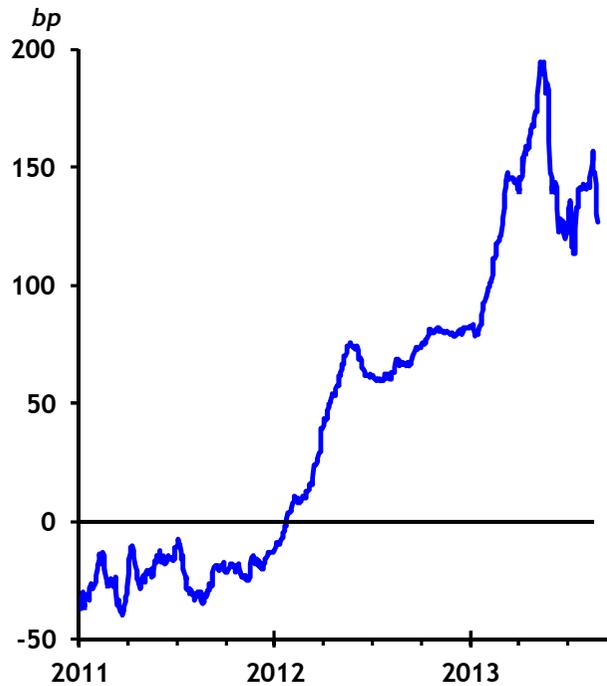
- 消費税増税を実施した場合、景気下ブレリスクはその他の政策で軽減可能
- 消費税増税を見送った場合、財政健全化の遅れは他の政策で取り戻すことは困難

(論点3-2)「財政健全化」と「2%インフレ目標」の位置づけ

- 財政健全化の時間軸を議論する必要
 - ① これまで日本国債の市場が安定してきたのは「デフレ(低インフレ)」「日銀の大量買入れ」の結果(参考1)
 - ② 今後「2%(以上)インフレ」が実現すると、日銀は国債買入減額へ
 - ③ それまでに財政健全化の展望を確立しないと「日銀の国債買入減額」とともに国債金利急上昇のリスク
 - 「米国のQE縮小」の経験に学ぶ必要
 - ◎ 日本経済に残された時間は「5年程度」との認識が重要
- 2%インフレを2年間で実現するのは困難
 - 賃金の上昇は遅行する傾向
- 2%インフレ目標は結果的に5年で達成されるのがベスト
 - 日銀の役割は「時間を買う」こと
- 成長戦略の具体的成果、財政の健全化の目途がつくのは早くも5年後
 - 消費税を「3%/2%(3年間で5%)」のペースで引き上げると、2018年10月に15%⇒市場が納得するギリギリの線
- 「2年でインフレ率2%」が達成されなくとも日銀は批判されず
 - BEIが示す期待インフレ率は1%弱(次ページ)
- 政府、日銀は「2年でインフレ率2%」の建前堅持⇒市場での日銀の追加緩和期待継続

(論点4-1) 消費税増税見送りの問題点

期待インフレ率(5年、
ブレイク・イーブン・インフレ率<BEI>)



1. 成長戦略への悪影響

➤ 9月以降は「成長戦略」の議論に集中すべき

2. 投資家の失望

➤ 海外投資家は「決められない政治へ逆戻り」「痛みを伴う成長戦略の実現性低下」と解釈

3. 株安、円高、長期金利上昇

➤ 海外投資家は「成長戦略に対する政府の本気度」に注目、失望すると日本株売り⇒円高
➤ 日本国債の信認低下⇒長期金利上昇⇒国債利払費増加(参考1)

4. 期待インフレ率が低下する可能性

➤ 継続的な「消費税率引上げ」をコミットすることで、家庭用耐久消費財、住宅建設に対する「前倒し需要」を誘発

(論点4-2)消費税増税妥協案の問題点

1. 「実施時期先送り」案

- 市場は「痛みの先送り」との受け止め方
- 消費税率引上げ後の反動がより大きくなる恐れ(消費税増税をきっかけとした景気後退リスク高まる)
- 今後の教訓:消費税増税は景気回復局面の「若い時期」が望ましい
 - 景気回復期間が長期化するほど「経済の歪み」が蓄積される傾向

2. 「消費税率を毎年1%引き上げ」案

- 消費税率引上げの中長期的コミットについては評価
- ただし、実務面でのコスト大
- 中小企業での転嫁困難化リスク
- 財政健全化計画に遅れ
- 消費税率20%に到達するのに15年(その間に景気後退があればさらに遅れ)
 - 「3%/2%(3年間で5%)」案であれば9年間で到達可能

(論点5-1) 望ましいポリシーミックス

1. 財政政策

■ 補正予算の位置づけ

- ① 景気下ブレリスクに対する事前措置
 - 公共事業が景気下ブレ対策としては最も有効
- ② 消費税導入を容易に(低所得者層対策)
 - 軽減税率は行政コストが大
 - 直接所得保障がベター

■ 消費税増税と補正予算は矛盾せず

- ① 補正予算は機動的に対応可能
- ② 消費税増税は中長期的な財政改善策

■ ただし、補正予算への過度の期待は禁物

2. 金融政策

- ① 景気が下ブレ時に機動的に対応可能
 - ② 政府に対し「財政健全化」を厳しく注文すべき
 - ③ そのうえで、「**景気下ブレリスクが顕現化した場合には『あらゆる手段を用いて』対応する**」旨、事前に意思表示すべき
- ◎ 政府とのコラボレーションを市場に印象付けるために、「政府・日本銀行の政策連携」(2013年1月22日)を再確認する必要

「政府は、日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する」(抜粋)

(論点5-2) 望ましいポリシーミックス

3. 成長戦略

- 成長戦略こそ、最強の景気対策
- 市場に評価される成長戦略

⇒株高、円安、不動産価格上昇

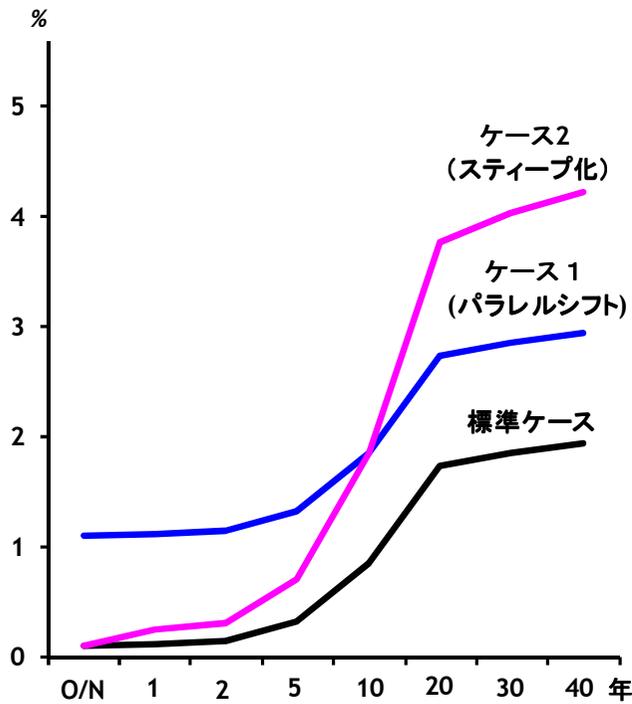
⇒消費税増税の景気押し下げ効果を上回る景気回復を実現可能

◎消費税増税と法人税減税(25%以下)の同時実施を

- 「消費税増税と法人税減税の組み合わせは(大)企業優遇、家計にシワ寄せ」の俗論を廃すべし
- 法人税減税は雇用増加、雇用者報酬増加で家計にも還元
- 日本の労働分配率(営業余剰から帰属家賃を除く)は安定的に推移(参考2)
- 海外投資家に対する最大のサプライズの提供

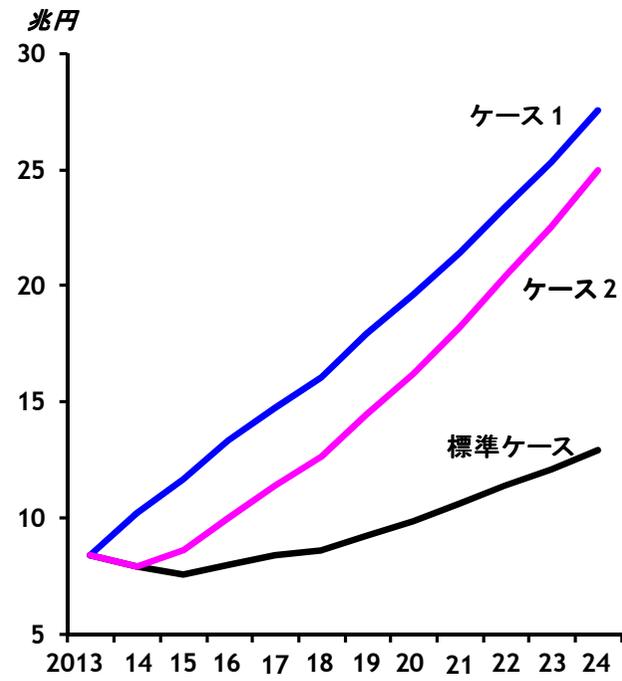
(参考1)
国債利払費増加は、短期金利上昇＞イールドカーブのステープ化

前提：イールドカーブの変化



出所：ブルームバーグ、J.P.モルガン

計算結果：ネット利払費(政府+日銀)



出所：ブルームバーグ、J.P.モルガン

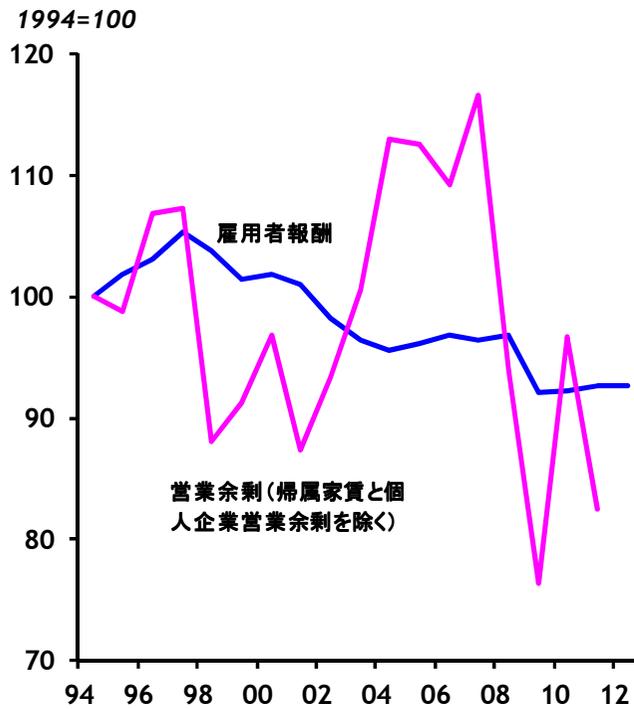
(注)詳細は、JPモルガン証券レポート「日銀の物価目標未達こそアベノミクス成功の鍵」(2013/8/2)参照

「予定通りの消費税率引上げ」で市場の信頼を成長戦略、補正予算、金融政策のポリシーミックスが重要

(参考2)

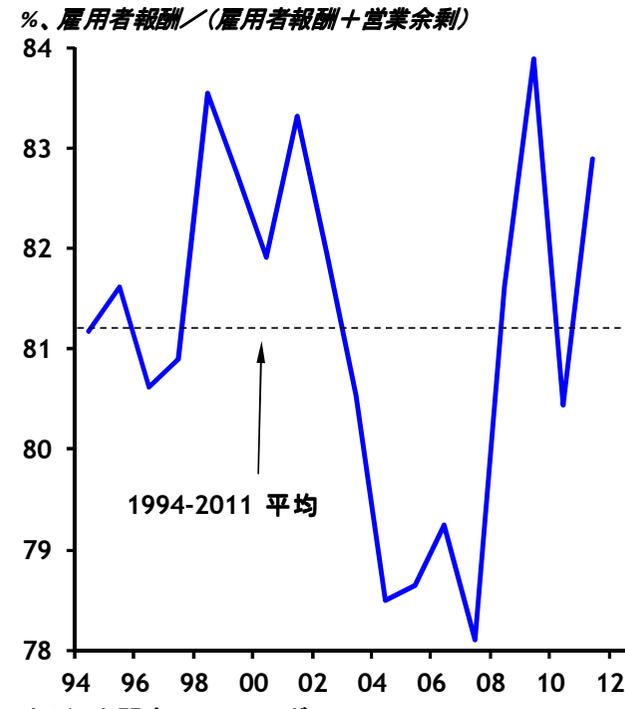
雇用者報酬のシェアは概ね横這い(2003-08年には一時低下)

雇用者報酬と営業余剰



出所: 内閣府、J.P.モルガン

雇用者報酬比率



出所: 内閣府、J.P.モルガン

「予定通りの消費税率引上げ」で市場の信頼を成長戦略、補正予算、金融政策のポリシーミックスが重要

アナリスト報酬 本レポートの準備、執筆にたずさわったアナリストの報酬は、リサーチの質や正確さ、クライアントの反応、競争力、会社全体の業績など、様々な要因によって決まります。

自己取引 J.P.モルガン及び/またはその関連会社は、このレポート内で議論されている債券について、日常的にマーケットメーカー・自己取引を行うことがあります。

法人 : 追加情報は御要望に応じてお渡しいたします。J.P.モルガンは、JP Morgan Securities, LLC. (JPMS)および全世界における米国以外の関連会社のブランドネームです。J.P. Morgan CazenoveはJ.P. Morgan Securities plc、J.P. Morgan Equities South Africa Proprietary Limited、JPMorgan Chase Bank, N.A., Dubai BranchとJ.P. Morgan Bank International LLC.による株式調査ビジネスのブランドネームです。JPMSはNYSE、FINRA、SIPCならびにNFAの会員です。JPMorgan Chase Bank, N.A.はFDICの会員であり、英国ではFinancial Services Authorityの監督下にあります。J.P. Morgan Futures Inc.はNFAのメンバーです。J.P. Morgan Securities plc. (JPMS plc)はロンドン証券取引所の会員であり、FSAの監督下にあります。イギリスおよびウェールズで登録されています : No. 2711006. Registered Office 25 Bank Street, London, E14 5JP. J.P. Morgan Equities South Africa Proprietary Limitedはヨハネスブルグ証券取引所の会員でFinancial Service Boardの監督下にあります。J.P. Morgan Securities (Asia Pacific) Limited (CE番号は AAJ321)は香港のHong Kong Monetary Authorityの監督下にあります。JPMorgan Chase Bank, N.A., Singapore branch及びJ.P. Morgan Securities Singapore Private LimitedはMonetary Authority of Singaporeの監督下にあります。JPモルガン証券株式会社は金融庁の監督下にあります。J.P. Morgan Australia Limited (JPMAL) (ABN 52 002 888 011/AFS Licence No:238188)はASICの監督下にあり、J.P. Morgan Securities Australia Limited (JPMSAL) (ABN 61 003 245 234/AFS Licence No:238066)はASICおよびCHI-Xから証券・清算・決済業務の認可を受けており、ASICの監督下にあります。J.P. Morgan Saudi Arabia Ltd.は、サウジアラビア王国のサウジ資本市場庁(Capital Market Authority)により認可を受けております。(認可番号は35-07079)

一般: 本資料で提供している情報は信頼できると考える筋から得たものですが、J.P.モルガンは、JPMSおよび/もしくはその関連会社に関するディスクロージャーおよびアナリストと有価証券の発行企業との関係を示すディスクロージャー以外については、掲載された情報の完全性あるいは正確性を保証するものではありません。見解や評価は記載時点での判断であり、予告なしに変更されることがあります。過去のパフォーマンスは、将来における結果を示唆するものではありません。本資料に掲載されている投資戦略は全ての投資家に適合するとは限りません。疑義がある場合には、ご自身の投資アドバイザーにご相談下さい。本資料に掲載されている投資戦略は、価格・価値が変動する可能性があります。投資価値は交換レートの変化によって、異なる影響を受けえます。本資料はいかなる金融商品についても、その売買に関する申し出あるいは勧誘を意図したものではありません。J.P.モルガンおよび/もしくはその関連会社およびその従業員は、本資料に言及されている金融商品もしくは発行企業に関して、募集代理人、アドバイザー、貸付人となる場合があります。準拠法により認められている場合を除き、投資家はアナリストとの連絡および取引の執行は現地J.P.モルガン子会社、あるいは関連会社を通じて行ってください。本資料および本資料で提供している情報は、J.P.モルガンの文書による同意なしに再版、転載、販売および再配布することを禁じます。

Country and Region Specific Disclosures

U.K. and European Economic Area (EEA): Investment research issued by JPMS plc has been prepared in accordance with JPMS plc's Policies for Managing Conflicts of Interest in Connection with Investment Research. This report has been issued in the U.K. only to persons of a kind described in Article 19 (5), 38, 47 and 49 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 (all such persons being referred to as "relevant persons"). This document must not be acted on or relied on by persons who are not relevant. Any investment or investment activity to which this document relates is only available to relevant persons and will be engaged in only with these persons. In other EEA countries, the report has been issued to persons regarded as professional investors (or equivalent) in their home jurisdiction. **Japan:** There is a risk that a loss may occur due to a change in the price of the shares in the case of share trading, and that a loss may occur due to the exchange rate in the case of foreign share trading. In the case of share trading, JPMorgan Securities Japan Co., Ltd., will be receiving a brokerage fee and consumption tax (shouhizei) calculated by multiplying the executed price by the commission rate which was individually agreed between JPMorgan Securities Japan Co., Ltd., and the customer in advance. Financial Instruments Firms: JPMorgan Securities Japan Co., Ltd., Kanto Local Finance Bureau (kinsho) No. 82 Participating Association / Japan Securities Dealers Association, The Financial Futures Association of Japan, Type II Financial Instruments Firms Association and Japan Investment Advisers Association. **Australia:** This material is issued and distributed by JPMSAL in Australia to "wholesale clients" only. This material does not take into account the specific investment objectives, financial situation or particular needs of the recipient. The recipient of this material must not distribute it to any third party or outside Australia without the prior written consent of JPMSAL. For the purposes of this paragraph the term "wholesale client" has the meaning given in section 761G of the Corporations Act 2001. **New Zealand:** This material is issued and distributed by JPMSAL in New Zealand only to persons whose principal business is the investment of money or who, in the course of and for the purposes of their business, habitually invest money. JPMSAL does not issue or distribute this material to members of "the public" as determined in accordance with section 3 of the Securities Act 1978. The recipient of this material must not distribute it to any third party or outside New Zealand without the prior written consent of JPMSAL. **Canada:** The information contained herein is not, and under no circumstances is to be construed as, a prospectus, an advertisement, a public offering, an offer to sell securities described herein, or solicitation of an offer to buy securities described herein, in Canada or any province or territory thereof. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by a dealer properly registered under applicable securities laws or, alternatively, pursuant to an exemption from the dealer registration requirement in the relevant province or territory of Canada in which such offer or sale is made. The information contained herein is under no circumstances to be construed as investment advice in any province or territory of Canada and is not tailored to the needs of the recipient. To the extent that the information contained herein references securities of an issuer incorporated, formed or created under the laws of Canada or a province or territory of Canada, any trades in such securities must be conducted through a dealer registered in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed judgment upon these materials, the information contained herein or the merits of the securities described herein, and any representation to the contrary is an offense. **Korea:** This report may have been edited or contributed to from time to time by affiliates of J.P. Morgan Securities (Far East) Ltd, Seoul branch. **Brazil:** Ombudsman J.P. Morgan: 0800-7700847 / ouvidoria.jp.morgan@jpmorgan.com.

Revised May 4, 2013. Copyright 2013 JPMorgan Chase Co. All rights reserved.