

今後の経済財政動向等についての点検会合

(第4回会合 提出資料)

2014.11.17

みずほ証券株式会社

金融市場調査部

チーフマーケットエコノミスト

上野泰也



Copyright (c) Mizuho Securities Co., Ltd. All Rights Reserved.

本資料は情報の提供のみを目的としており、取引の勧誘を目的としておりません。
投資の最終決定は投資家ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
最後のページに本資料の利用に関する重要なアナリスト確認事項、および留意点を掲載しています。

<消費再増税を予定通り行うべきかという問題への所見①>

◆1: 中長期的なメリットを重視する場合

→ ○ (予定通り引き上げるべき)

～ ①日本の国債消化構造が現在の「ムラ社会」的安定状況ではなくなる将来をにらんだ財政規律のデモンストレーション(「借りたカネは返す」姿勢を見せる)として、および②社会保障給付の「対価」はしっかり払ってもらおうという当たり前のことを国民に要求する意味で。

◆2: 短期的な景気動向への影響を重視する場合

→ × (引き上げは延期すべき)

～ 今の国内景気は、持続的で力強い景気の「けん引役」が不在で、下振れリスクを内包。増税を強行する場合、景気が腰折れしてしまい、短期的に税収が減少して財政健全化がかえって遠のいてしまうリスクが意識される。海外格付会社はそのあたりも注視する模様。

◆どちらをとるかはきわめて難しい判断になる。究極的には国民の判断ということになるが、世代別に利害が異なることも重要なポイント。

小職は、「条件付き賛成」の立場をとる(記号で示せば△に近い○)。

中長期的なメリットを優先して、増税は予定通り行うべき。

ただし、それによって景気が腰折れする可能性がかなり高く、国民および経済の短期的な「痛み」が不可避であること、それでも増税がどうしても必要だということを、政府が国民に十分説明できることが前提条件になる。

<消費再増税を予定通り行うべきかという問題への所見②>

- ◆何らかの景気刺激策と増税を組み合わせればよいとする「セット論」に、小職は同意できない。

その最大の理由は、景気下支えのための具体的な施策に「手詰まり感」があるという点。

公共事業は人手不足などボトルネックに直面。

日銀による追加緩和は、市場金利低下を経由する追加的な景気刺激効果がもはや乏しい上に、為替がすでに110円を超えて円安ドル高に動いており、家計や中小企業を中心に、差し引きで日本経済にデメリットが及ぶことが意識される。

株価の上昇には、企業マインド改善効果や富裕層を中心とする資産効果があるものの、消費再増税による景気への下押し方向のインパクトを打ち消すほどの力はない。

家計支援策としての所得税特別減税・一時給付金・地域振興券など商品券の配布策は、単なる一時的な所得の増加と認識される結果、消費刺激効果はきわめて小さい(商品券を用いた支出は現金支出を代替するだけで、支出総額はほとんど増えないとみる)。

実効性のある景気刺激策にしようとするれば、金額規模がどうしても膨らむ上に、「ばらまき」の色彩が濃くなって、増税を延期する場合と財政収支はあまり変わらなくなる。

一方、金額を絞り込むと、景気刺激(下支え)効果が限定されることから、結果的にあまり意味のない財政出動だったということになりかねない。

- ◆この問題を考える際は、昨年の特検会合での景気楽観論を反省することも必要。

「アベノミクス」は順調という雰囲気(スタートダッシュで成功は確実という過信)や、消費増税は必須だという結論が先に立ったバイアスのある景気論議が行われていなかったか？

(※ 1年前の議事要旨を見ると、たとえば消費税率を3%引き上げても「全体的な景気回復の基調は強い」「全般的に影響は少ないのではないか」といった、根拠不十分な発言も)。

＜日本経済の状況についての所見＞

- 「アベノミクス」ムードに乗った個人消費上振れから、円安進行を背景とする輸出増加への「バトンタッチ」に失敗し、バトンを落としてしまった状態。すでに述べたように、「けん引役」が不在で不安定な状況。
- 消費増税の影響では、家計の実質可処分所得が切り下がったことが最大の下押し要因。そこをあまり(あえて?)直視しないまま、政策当局の景気判断において、駆け込み需要とその反動、あるいは天候の要因に過度に注目した結果、個人消費悪化の本質的部分を把握するのが遅くなった感が強い。マスコミ報道についても、同じことがあてはまる。
- 結果論になるが、消費税率は一度に5%引き上げた方が、消費マインドへの悪影響が尾を引くことにはならなかったと考える(「子供の注射が2回必要な場合」の心理と似ている)。

【「アベノミクス」は順調か?】

- 市場の側は「行き詰まり感が強い」という受け止め方へと傾斜しつつある。「第3の矢」がうまく運ぶ前に、最初の2つが息切れ。
- 「滞在人口増加策」を強力に推進すべきというのが、小職の従来からの主張(少子化対策の一段の強化・移民受け入れ・外国人観光客誘致強化)。

【デフレ脱却に向かっているか?】

- 消費者物価指数(CPI)の表面の数字は、円安など供給面の状況変化に影響されている部分が多い。
- 個人消費に直接関連している3業種(「小売」「対個人サービス」「飲食店・宿泊」)の需給バランスが重要。日銀短観で国内での製商品・サービス需給判断DI(「需要超過」-「供給超過」)を見ると、大幅なマイナスの数字が引き続き並んでいる。当該3業種における需給バランスは、きわめて緩いままである。実物経済における「デフレ構造」に変わりはないと判断。

<マーケットの状況、財政、社会保障についての所見>

【マーケット】

- 流動性(取引額)が枯渇した訳ではないが、債券市場は健全な価格形成機能が大幅に損なわれた状態である。「日銀主導の需給相場」の性格がきわめて濃い。
- 経済指標への感応度はきわめて鈍く、日銀による長期国債買い入れが最大の関心事となっている(債券市場のディーラーは、「日銀ウォッチャー」ならぬ「日銀オペウォッチャー」と化しているのが実態)。
- そして、財政規律の緩みに対して長期・超長期金利が上昇することで警告を発する「自警団」的なシグナル発信機能は、ほとんど期待できないのが実情である。
- したがって、消費増税が延期されても、教科書的な「悪い金利上昇」は一時的・限定的なものでしかない可能性が高い。
- ちなみに、QUICK債券月次調査(10月28日～30日実施)では、次の結果が出ている。
『消費増税を見送った場合の債券市場(長期金利)の反応についての予想』
→ 「金利上昇」50%、「影響なし」41%、「金利低下」9%

【財政】【社会保障】

- 「あれもこれも」ではなく、優先度を考えた傾斜的な予算配分、「付け替え」が必要
(たとえば、社会保障では、高齢者向けではなく、未来を担う出産適齢期女性などへの対応を優先する)。
- 同時に、縦割りではない予算編成手法を、一層追求していく必要がある。

以上

【アナリスト確認事項】

本資料に記述された有価証券や発行体に関する意見は、本資料に記載されたアナリストの見解を正確に反映したものであり、また、直接間接を問わず本資料記載の特定の投資判断または見解の対価として報酬を受け、もしくは、報酬の受領を約していないことをアナリスト自身がここに確認するものです。

【留意事項】

本資料は、みずほ証券が、みずほ証券およびその関連会社の顧客を対象に情報提供のみを目的として作成したものです。本資料は、米国、日本やその他の証券規制法規により配布を制限されている投資家、および個人投資家を対象にしたものではありません。また、本資料は特定の有価証券の取引の勧誘、または特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。

本資料はみずほ証券がすべて公に入手可能な情報に基づき作成したものです。本資料には、信頼に足るものと判断した情報、データを掲載していますが、みずほ証券はその正確性、確実性を保証するものではありません。過去のパフォーマンスは、将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。本資料に記載された今後の見通しは、アナリストの見解を反映させたものであり、実際のパフォーマンスとは異なり、今後のパフォーマンスに関する保証をするものではありません。本資料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。

みずほ証券およびその関連会社等は、本資料に記載された発行者の発行する有価証券およびその派生商品について、本資料読者の売買の相手方となり、本資料において推奨された内容と異なる売買、ポジションの保有、マーケットメイク、自己あるいは委託売買を行う場合があります。また、本資料記載の有価証券等の発行者に対して金融・顧問サービスを提供する場合があります。

本資料に記載された有価証券等および同取引にはリスクが伴います。投資家は、かかるリスクや投資判断、個別の事情に応じた投資適合性について、顧問の金融、法務、会計、税務アドバイザーにご相談の上、お取り扱いくださるようお願いいたします。また、みずほ証券は、いかなる投資の妥当性についても保証するものではありません。投資の最終決定は、投資家ご自身の判断と責任においてなされるようお願いいたします。アナリストおよびみずほ証券は、いかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等(本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われる場合、または、本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによる場合を含みますが、これに限定されるものではありません。)について、賠償責任を負うものではなく、投資家のアナリストおよびみずほ証券に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

英国・欧州経済地域: 本資料の英国における配布については、Mizuho International plc(所在地:Bracken House, One Friday Street, London EC4M 9JA UK)が行います。Mizuho International plcは、英国プルーデンス規制機構(the Prudential Regulation Authority)により認可を受け、英国金融行為監督機構(the Financial Conduct Authority)および英国プルーデンス規制機構の規制を受けるロンドン証券取引所の会員です。本資料は英国金融行為監督機構規則により規定されている個人投資家向けではありません。本資料は欧州経済地域に加盟している他の国の顧客に配布できます。利益相反の防止および回避に関する社内管理規定の詳細についてはウェブサイト<https://uk.mizuho-sc.com/>をご覧ください。

米国: Mizuho Securities USA Inc.(MSUSA)が配布するレポートの内容については、MSUSAが責任を負っています。また、みずほ証券株式会社とMizuho International plcが米国の顧客に直接配布するレポートの内容については、それぞれのレポートの発行会社が責任を負っています。米国の投資家が本レポートに記載された有価証券の取引を申し込む際には、MSUSAを通して取引を申し込む必要があります。詳細や取引のお申し込みについては、MSUSAの営業担当者(所在地: 320 Park Avenue, New York, NY 10022, USA)までお問い合わせください。MSUSAは外国のソブリン債、社債、およびそれらに関連する商品の取引についてはみずほ証券株式会社およびMizuho International plcの代理人として当該取引を行います。MSUSAはそれらの取引の成立を保証するものではなく、また決済に関与するものでもありません。

日本: 本資料の日本での配布は、みずほ証券株式会社(所在地:東京都千代田区大手町1-5-1大手町ファーストスクエア)が行います。

アジア: 香港および日本以外のアジア諸国への配布は、Mizuho Securities Asia Limited(所在地:12th Floor, Chater House, 8 Connaught Road, Central, Hong Kong)が行います。

本資料の著作権はみずほ証券に属し、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。

当社において債券を購入する場合は、購入対価のみお支払いいただくことになります。その他のお取引をいただく場合には、各取引の種類に応じて、所定の手数料等をご負担いただく場合があります。例えば、国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.134%(税込)、最低2,700円(税込)(ただし、売却時に限り、約定代金が2,700円未満の場合には、約定代金に97.2%[税込]を乗じた金額)の委託手数料をご負担いただきます。手数料等に関する税率は8%で表示されています。消費税率が変更された場合、変更後の税率が適用されます。

各商品等への投資には価格の変動等により損失が生じるおそれがあります。

みずほ証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号
加入協会 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会
一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会