

2012 年は「選挙の年」といわれ、世界各地で政治体制に変化が生じる可能性があり、金融市場を占う上で政治動向に注目が集まっている。3月のロシア大統領選（前大統領のプーチン首相が当選）に続き、4月（第1回投票）・5月（第2回投票）には仏大統領選挙、11月には米国大統領選挙を控える。また、中国では、選挙は行われないものの、秋の共産党大会で習近平を国家主席とする新体制がスタートする。同様に、日本では、9月に民主党党首、自民党総裁の任期満了を迎える中、消費増税関連法案の行方が政局の焦点となっている。民主党・野田政権が3月30日に国会提出した消費増税関連法案では、消費税率を2014年4月に8%、15年10月に10%へ段階的に引き上げ、増税分を社会保障給付に充てることを明記している。また、自民党は4月9日に次期衆院選の政権公約（マニフェスト）の原案を示しており、この中で、「消費税率は当面10%」とし、前回参院選の際の政権公約を踏襲している。この結果、次期衆院選を経て、仮に政権が民主党から自民党を軸とする政権へ移行した場合でも、消費税率引き上げが白紙になる可能性は低下したといえる。

そこで、以下では、消費増税が行われた97年前後を振り返ることで、消費税引き上げが景気・株式市場動向に与えた影響を考察し、先行きの市場環境を見渡す上での視座とする。

まず、消費増税が盛り込まれた税制改革関連法は94年11月に成立したが、当時、日本経済は93年10月を景気の谷として景気回復局面にあった。そのため、政府はバブル崩壊以降、拡大していた政府債務を圧縮すべく、財政健全化に向けた取組を始めた。この税制改革には所得税・住民税減税の実施が盛り込まれ、恒久的な制度減税3.5兆円と特別減税2兆円が95年に先行して実施された。そのため、消費増税が盛り込まれた97年度予算では、消費税率の引上げによる負担増や、先行的に実施されていた特別減税の終了に加え、医療費の自己負担及び保険料引き上げの実施を背景に、家計負担は前年度比9兆円程度増加することとなり、景気への下押し圧力が顕在化することとなった。

図1は94年以降の実質GDP成長率と需要項目別寄与度の推移であるが、93年10月以降の景気回復局面期（94～96年度）では先行的に実施された減税効果も加わり、実質GDP成長率（前年度比）は1%後半～2%台で推移

している。しかし、消費税率引上げ前後の実質GDP成長率（前期比）は、96年10-12月期+1.5%、97年1-3月期+0.7%、4-6月期-0.9%と大きく変動し、97年度はマイナス成長に陥っている。中でも、個人消費の寄与度（96年10-12月期+0.6%、97年1-3月期+1.2%、4-6月期-2.0%）の振れが大きい。また、住宅投資の寄与度は95年10-12月期以降5四半期連続のプラス寄与となった後、97年以降はマイナス寄与へ転じており、税制改革に伴う先行的な減税と消費税率引上げの影響が顕著に現れている。

以上のように、消費税率引上げによる景気への影響は、税率引き上げに伴う値上げを前に支出を前倒しする駆け込み需要の発生とその反動減、そして、物価上昇による実質家計所得の減少とそれに伴う個人消費・住宅投資への悪影響、に分類できる。前者は異時点間の代替効果、つまり、支出のタイミングの問題であり、税率引き上げ前後の一定期間を均せば、景気への影響は概ね中立的となる。一方、後者は、内閣府の短期日本経済マクロ計量モデルによれば、消費税率を3%引上げた場合、1年目の実質GDPを0.4%程度（消費を0.6%程度、住宅投資を0.2%程度）押下げることから、外需や公的需要に依存する日本経済の重石になることが想定される。

続いて、97年前後の金融市場を振り返る（図2）。日本株式は95年7月の円高是正策を契機に底入れしてから消費増税時期が決定する96年6月まで、消費増税前の駆け込み需要を織り込む形で株価は上昇したものの、96年6月以降は、駆け込み需要の反動減を嫌気する形で下落に転じている。また、97年4月の消費増税実施後、悪材料出尽くしで一旦落ち着きを取り戻したかに見えた株式市場であったが、夏場以降は、国内の金融危機に加え、アジア通貨危機やロシア財政危機により、質への逃避（アジア株安・ドル高）が加速したことから、日本株式は98年秋口にかけて一段安の展開となっている。

以上より、日本株式市場の行方を見渡す際、短期的には、消費増税による駆け込み需要とその反動減が株式市場に及ぼす影響を踏まえ、税負担を平準化する施策に注目するとともに、中期的には、グローバル金融市場に多大な影響を及ぼしうる先進国のソブリン問題の帰結に着目する必要がある。

（2012年4月20日記）

図1：実質 GDP 成長率と需要項目別寄与度（94～99 年）

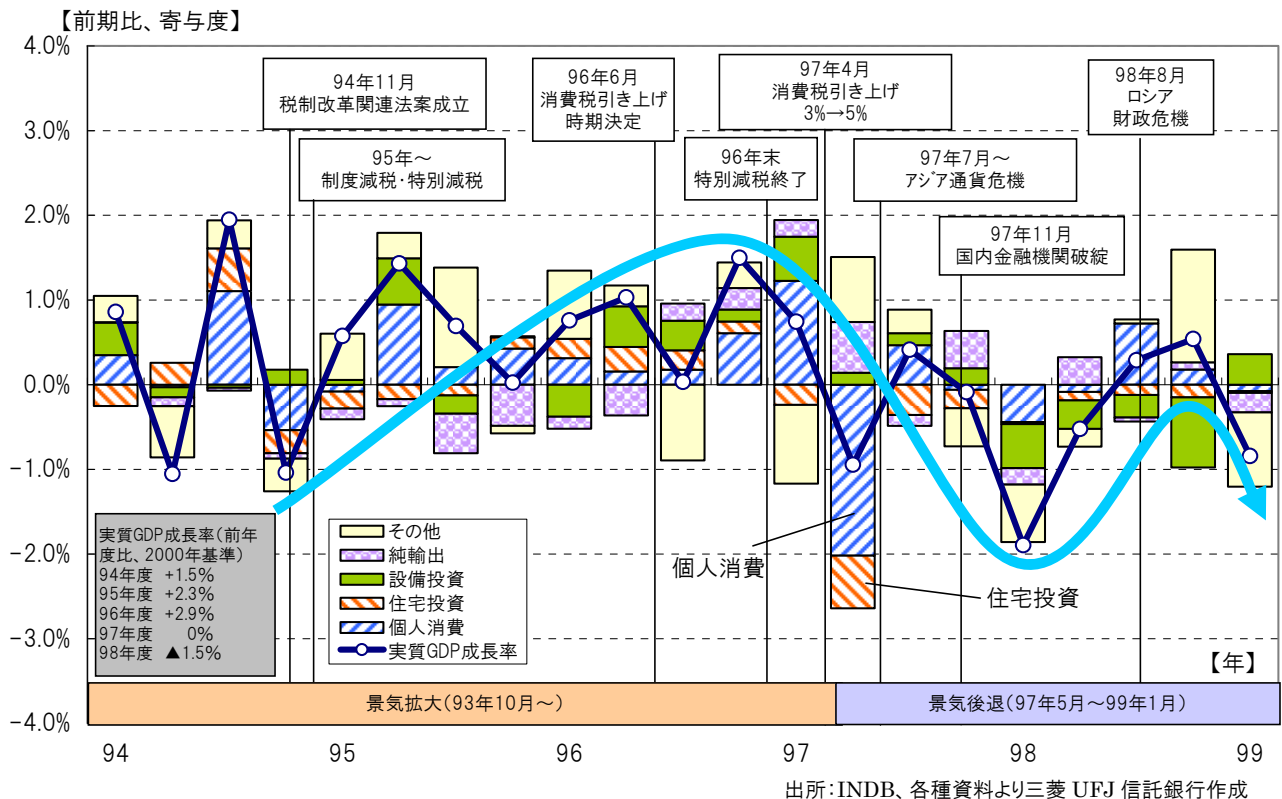
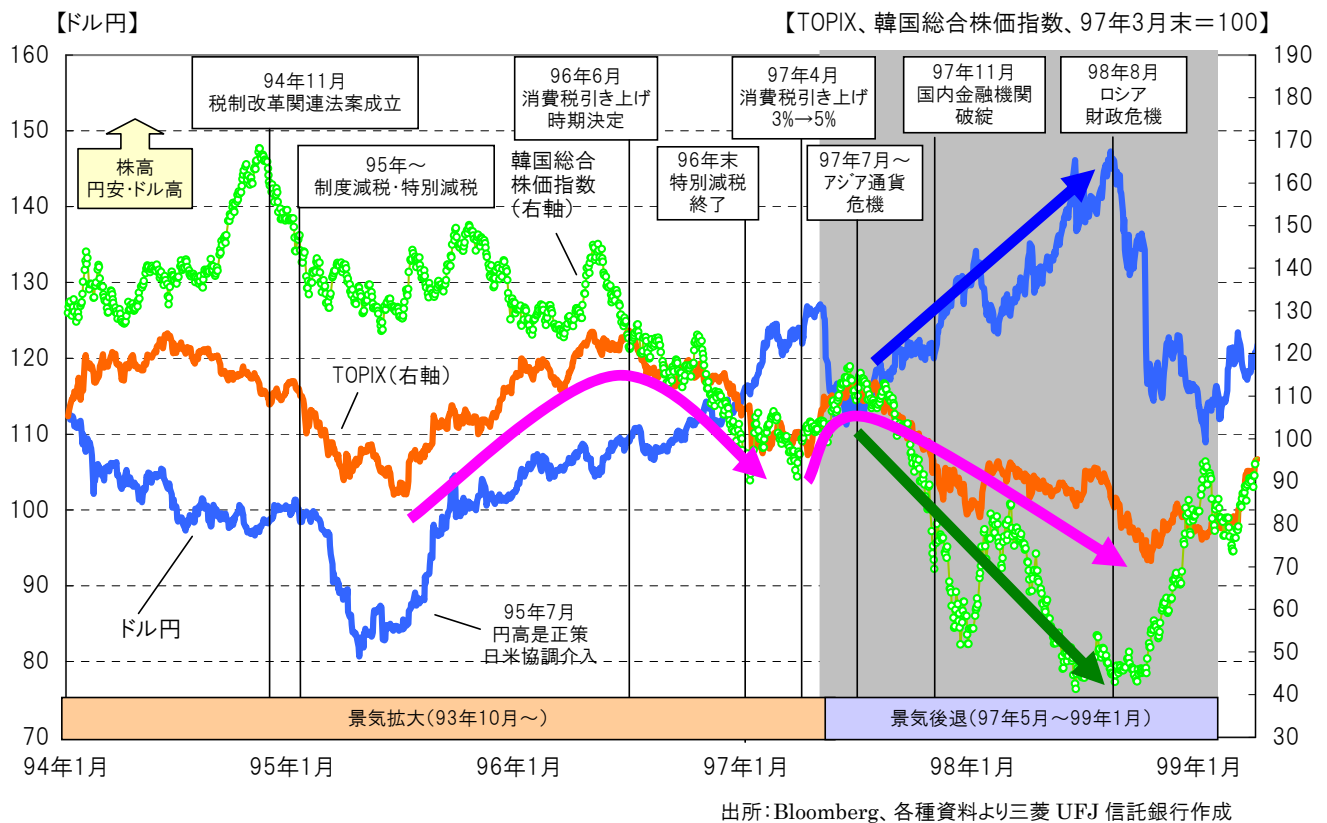


図2：日本株式・韓国株式とドル円



本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社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について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害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。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、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。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）