

減税と緩慢利上げに米国「高圧経済」 強い米景気先行指数、イエレン議長も「高圧」示唆

株式会社ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2017/12/20

共和党の上下両院の税制改革法案が一本化され今週にも可決・成立期待が高まり先週末 15 日のダウ平均は 2 日ぶりに過去最高値を更新、週明け 18 日の日経平均も前週末比 348 円高の 2 万 2901 円と 5 日ぶり大幅反発で引けた。パウエル次期 FRB 議長はかかる減税法案が可決しても利上げを急がず、減税の影響を慎重に見極めていくとされ、昨秋 10 月にイエレン議長が講演で示唆した『高圧経済 (high-pressure economy)』政策による米景気過熱感が台頭している。

設備償却にレパトリ減税など企業にポジティブ

「減税による景気押し上げ効果は限られようが、2018 年の米国経済は堅調な個人消費に設備投資や貿易の成長ドライバーが拡大し、堅調な成長が続く」。ある米系投資家がこう言い切る。

「子供の税額控除の拡大修正なければ税制案に反対する」と声高にして 14 日米ダウ平均の 6 日ぶり反落を招いた上院共和党ルビオ氏が 15 日に「税制改革法案を支持する」と一転して、共和党の上下両院の税制改革法案の一本化、今週にも可決・成立期待が高まり先週末 15 日のダウ平均は 2 日ぶりに過去最高値を更新した。

アラバマ州上院補選で敗れた共和党の上院議席数が 52 から年明け 1 月に 51 に減り、過半数ギリギリとなり、可決の可能性が高い年内成立に向けて共和党指導部がルビオ氏の要求を呑んだのだ。

俄かに高まった年内の税制改革の成立にウォール街はむろん、週明け 18 日の日経平均は米税制改革の先行き不透明感が薄れて前週末比 348 円高の 2 万 2901 円と 5 日ぶり反発で引けた。

税制改革法案の成立により、2019 年に税率が 35% から 20% に低下する法人減税、設備投資の即時償却、利払い費控除縮小、レパトリ減税など企業にとってはポジティブな影響を及ぼそう。

だが、その他の影響については、1) 家計にも税率引き下げとなるが州・地方税控除の控除撤廃で企業より恩恵は少ない、2) 小規模企業減税や源泉地主義への転換などに不透明感が強く、3) マクロ経済への影響は総じてポジティブだが全体的なインパクトは限定的なものにとどまる――と米系投資家。

もっとも、すでに 4-6 月期、7-9 月期と米経済の成長率は加速し、連続して 3% 強で推移している。10-12 月期は 2.8% へと巡航速度に収斂しようが、「すでに成長路線に乗り減税が実施されても成長押し上げ効果は 0.2-0.3% とリフレ効果は限定的なものに留まる」(同投資家) というのだ。

しかしながら、2017 年の成長率は 14 年以来の前

年同期比 2.6% へと押し上げられる見込みであり、「減税法案の景気浮揚効果が限られても、良好なバランスシートや楽観論の高まりが消費マインドを押し上げ、米景気は 2018 年も底堅さが続く公算が大きい」(同投資家) という。

背景には、エネルギー価格回復に伴うシェール企業などの設備投資の増加、堅調な世界経済、そして何より良好な企業景況感がある。

その骨幹を支えるのが金融環境の記録的な緩和水準であることは言を待たない。つまり、FRB の利上げ鈍化路線が、伸び悩んだ潜在成長率の緩やかな上昇を支援し、緩慢な生産性の伸びの見通しが幾分改善すると期待される。

実際、ある米系証券幹部は「パウエル氏は減税法案が可決しても利上げを急がず、減税の影響を慎重に見極めていくだろう」と解説する。

最近の統計は未だ賃金と物価の伸びが弱く、景気はフル稼働していないとの同氏の見方を裏付けた。パウエル氏は「インフレリスクはほぼ不在、利上げを加速させる必要はない」(米系証券幹部) との姿勢を貫くというのだ。

米 11 月雇用統計は就業者数の伸びこそ予想を上回ったが、賃金上昇率は依然として低いものにとどまった。パウエル氏は 11 月の上院公聴会で「景気の過熱感や、雇用市場が特にタイト化している感じはない」とし利上げはゆっくり進めるべきとの考えを示した。

物価回復まで新 FRB 「高圧経済」容認論

旧聞に属するが、イエレン議長が昨年 10 月 14 日講演で「経済危機による損失修復を図るには『高圧経済 (high-pressure economy)』政策が唯一の方策」と語り、パウエル氏の政策スタンスと二重写しとなる。

折しも、ハーバード大学サマーズ教授の持論「securer stagnation」(長期停滞論) が一世風靡していた頃で、今にして思えば昨年 11 月大統領選を控え、イエレン議長なりに同胞ヒラリー民主党候補への「低成長打破」の援護射撃だった可能性がある。

イエレン議長はこの日ボストン連銀主催の講演で、「危機後に経験したことから、総需要の変化が総供給に大きく、かつ持続的な影響を及ぼす可能性があることが示されている」とし、「堅調な経済情勢で、供給側が被ったダメージを一部回復させることができる場合、政策担当者は、回復している間は供給が需要におおむね依存しないとの伝統的な考えの下での政策よりも一段と緩和小的であることを目指す可能

性がある」と指摘した。

イエレン議長は昨年8月ジャクソンホール講演でも将来のリセッションの緩和手法について、「期待に働きかける政策が再び必要かもしれない」、「経済危機による損失修復を図るには『高圧経済』政策が唯一の方策となり得る」と発言して物議を醸した。

つまり「2%目標を上回るインフレ水準容認」への傾斜であり、「新債券王」の異名を取る米資産運用会社ダブルライン・キャピタルのガンドラック CEO は、「イエレン議長はインフレ率が2%を超えても引き締めに踏み切る必要はないと考えている」と補足した。

「FRB 内部では、利上げペースを上げた場合のリスクが議論され、一部の当局者はインフレが低迷する中で利上げを行った FRB は既に信頼性を損なったと感じている」（同証券幹部）という。

むしろ、長期金利が低いのに利上げを続ければ、イールドカーブが逆イールドになりかねない。逆イールドは景気後退の前触れであり、例えば、税制改革法案の年内に可決してもパウエル次期議長は利上げに慎重なハト派スタンスを維持するとされる。

つまり、新 FRB は否応なくデータ重視姿勢を強めざるを得ず、それは物価回復まで「ハト派寄り」スタンスの維持であり、「高圧経済」容認に他ならない。確かに、「税制改革法案の成立は2度の追加利上げ

に相当する」とゴールドマンのエコノミストは主張するが、パウエル氏は今年6月に金融政策に関する講演で「緩和的な政策はインフレや過剰な与信膨張を引き起こさなかった。むしろ完全雇用の回復を後押しした」と述べている。

一方、パウエル次期議長の『高圧経済』容認スタンスに伴う米経済及び米国株の堅調を受けて海外投資家は約 3.5 兆円の日本株買い越しが見込まれる」（米系証券幹部）。

何より、米景気先行指数と日経平均株価の相関関係は強く、海外投資家は17年3月末時点で日本株を約 174 兆円保有しており、配当利回り 2%として配当金 3.5 兆円が再投資されとの試算に他ならない。

実際、「年金基金など長期の海外投資家は未だベンチマークより 4-7%日本株をアンダーウェイトにしている」（米系証券幹部）。日本株は円建てベースの収益率がアベノミクス相場スタートした13年以降で米欧株式を上回り、「日本株のアンダーウェイトを放置すればペイントレード（痛みを伴う取引）に直面するリスクがある」（米系証券幹部）という。

つまり、来年も日本株 EPS（1株当たり利益）9-10%増益と17倍前後の PER（株価収益率）維持を前提にすれば日経平均は2万6000円への上昇が期待できる」（同証券幹部）。



お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を

負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。