2025. 7. 22

市場は拡張財政の程度を見極めへ
～消費減税なら市場混乱の可能性は否定できず～

フェロー チーフエコノミスト
小玉　祐一

ポイント

- **参院選直後の金融市場は、今のところ比較的落ち着いた動きを示している。今後は、政権運営の枠組みや政策の内容を見極める段階に移るが、マーケットの評価はすぐには定まらない可能性**
- **主要野党の主張を踏まえれば、財政運営が拡張的な方向に流れるのは避けられないが、消費税一つ取ってみても主要野党の主張にはかなり幅がある。具体的な内容は与野党の協力体制に左右される**
- **日銀の金融政策は、選挙結果そのものよりも、当面は日米交渉の結果次第。消費減税なら市場混乱の可能性は否定できず、金融政策の舵取りは一段と困難に**

１．市場は政権の枠組みと政策に注目

参院選直後の金融市場は、今のところ比較的落ち着いた動きを示している。日本は祝日だった週初の為替相場は、横ばいからやや円高に振れる展開で始まった。火曜の日本の株式市場、債券市場も荒れる展開にはなっていない。非改選議席を合わせた与党の小幅過半数割れという結果が、おおむね事前の市場予想の範囲内だったのに加え、休日でワンクッション置いたことで、市場が選挙結果を冷静に消化する時間的猶予を与えられた面もあったと考えられる。

今後は、政権運営の枠組みや、主要野党との距離感を見極める段階に移る。石破首相は 21 日午後の記者会見で、続投の意思を表明するとともに、他党との連立はすぐには考えないとの姿勢を明らかにした。当面は、法案ごとに個別の野党に協力を求めていく方式が続くことになるが、参院も過半数を失ったなかでは、野党の主張をこれまで以上に受け入れていく必要がある。主要野党の主張を踏まえれば、財政運営がより拡張的な方向に流れるのは避けられないように思える。

もっとも、市場の政策への評価はなかなか定まらず、振れの大きい状態が続くかもしれない。たとえば、消費減税一つとってみても、主要野党の間で、税率や品目の範囲、期間等、その主張にはかなり幅がある（図表 1）。また、経済政策以外の主張に力点を置いて支持を伸ばした党、党首が元々減税に消極的だった党など、優先度や熱意といった点での温度差も少なからずありそうである。従って、どの野党とより密接な

（図表1）主要野党の消費税に関する主張

立憲民主党	食料品の税率を1年間0%に引き下げ。最大2年
国民民主党	名目賃金5%超が安定するまで一律5%に引き下げ
日本維新の会	食料品の税率を2年間0%に
参政党	消費税の段階的廃止
共産党	消費税廃止を目指し5%へ引き下げ
れいわ新選組	消費税廃止
日本保守党	食料品の税率を恒久的に0%に
社民党	食料品の税率を0%に。関税次第で食料品以外も3年間0%

（出所）各党資料等より明治安田総研作成

協力体制を作るかといった与党の方針次第で、財政運営の方向性はかなり違ってくると考えられる。保守系無所属議員の取り込み次第では、参院で与党が事実上の過半数を回復する可能性も残されており、先行きの政権運営の枠組みと、それに伴う経済政策についてはかなり幅広いシナリオを想定しておく必要がある。年度末に向けた補正予算、および来年度予算を巡る与野党の議論のなかで、おおまかな方向性が見えてくるだろう。

２．消費減税の経済的含意

消費減税の経済効果を当研究所で試算した結果が図表２である。食料品の８%の軽減税率を、仮に 2026 年の１月から 0%まで引き下げると仮定すると、2026 年の民間最終消費支出の伸びはベースラインの予測値から 0.41%、実質 GDP の伸びは 0.33%それぞれ押し上げられる。しかし、翌年の 2027 年には前年の反動が現れるため、伸び率で見た経済効果は、実質 GDP、CPI とも基本的に １ 年限りということになる。実額（水準）ベースの押上げ効果はより長く残るが、2028 年の実質 GDP の実額ベースの押上げ幅は＋0.07%で、減税効果はほとんど消滅する形となる。

（図表2）食料品の消費税率を2026年初から0%に下げた場合の経済効果

	ベースラインの予測値との比較	2026年	2027年	2028年
実質GDP	伸び比較(%)	0.33	▲0.20	▲0.06
	実額比較(%)	0.33	0.13	0.07
個人消費	伸び比較(%)	0.41	▲0.08	▲0.05
	実額比較(%)	0.41	0.33	0.28
CPI総合	伸び比較(%)	▲1.36	▲0.05	▲0.07
	水準比較(%)	▲1.33	▲1.38	▲1.45
CPI（除く食料エネ）	伸び比較(%)	▲1.88	▲0.04	▲0.07
	水準比較(%)	▲1.83	▲1.87	▲1.94
財政収支（実額）	実額比較(兆円)	▲5.01	▲5.64	▲6.30
財政赤字(対GDP比)	実額比較(%)	▲0.84	▲0.94	▲1.03

（出所）当研究所の経済モデル（Oxford Economics Global Economic Model:GEM）より作成

一方で、無視できないのが財政への影響である。食料品の税率を 0%にすることで、2026 年の財政収支は▲5.01 兆円、2027 年は▲5.64 兆円、それぞれベースライン対比で悪化する。代替財源が問題になるが、国債発行で賄うのであれば、中長期的な財政に黄信号が灯る可能性が高い。

たとえ時限的措置であっても、いったん税率を下げれば、再び戻すためには莫大な政治的資源の消費を余儀なくされるのは必至である。従って、市場は事実上の恒久減税と解釈する可能性がある。日本国債の格下げリスクも高まるとみられることから、財政不安を織り込む動きが加速する可能性は否定できない。日本の国債は大半が国内で消化されており、保有構造がきわめて堅固であることが、財政不安が起きにくい要因とされてきたが、情勢は変わりつつある。足元における超長期債の売買高に占める海外投資家の割合は、いまや約半分にまで上昇している。ストックベースでの海外勢の日本国債の保有比率はまだ 13%前後だが、いずれ財政不安が市場のテーマとして浮上した際に、海外投資家がこぞって売りに回るとしたら、そのインパクトは軽視できない。仮に、なんらかの形で時限的措置であることに強力にコミットするなら、リカードの中立命題の典型的な事例となり、大きな消費刺激効果は期待できないというジレンマもある。

３．金融政策への影響

日銀の金融政策に関しては、選挙結果そのものよりも、当面は日米交渉の結果次第という側面が大きい。トランプ大統領が設定した８月１日の期限切れとともに相互関税が 25%まで引き上げられ、自動車関税も 25%のまま変わらずということになれば、来年にかけて景気後退色が強まると考えられる。その場合、日銀の正常化路線は頓挫、場合によっては金融緩和が必要な状況になる可能性が高い。景気後退なら政局のさらなる流動化は避けられないが、野党の中には党首や幹部が積極的に金融政策に言及する党もあり、政治サイドからの金融緩和圧力が高まる展開も予想される。

相互関税が一律部分の 10%に収まり、自動車関税も同レベルか、あるいは輸出台数に応じた段階的課税といった形で大幅に軽減されれば、日銀も正常化路線を継続できる可能性が高まる。しかし、一方で拡張財政への

思惑が残り、債券市場の不安定な状況が続くようであれば、国債買い入れ減額の緩和要求等、何かと政治から注文を付けられる場面も想定される。

もっとも悩ましいのは、市場が財政不安を意識し、円安、長期金利上昇、株安というトリプル安的な状況になった場合である。円安によりコストプッシュ的な物価上昇が加速したとしても、景気後退下では、よほど急激な動きでない限り利上げはできない。この場合、為替相場には円買い介入で対抗するしかない。トランプ大統領が「ドル高は大災害」と常々述べてきた経緯を考えれば、米国から容認を取り付けるのは可能と考えられるが、それだけで市場を制御できるかどうかはわからない。

本レポートに関するご取材やお問い合わせは以下までご連絡ください
明治安田総合研究所 フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一
電話番号：03-6261-7947
e-mail：yuichi.kodama@meijiyasuda.co.jp

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●発行元● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3－2－11 TEL03-6261-6411