

みずほマーケット・トピック(2016 年 5 月 16 日)

消費増税先送り報道と市場への影響などについて

先週 14 日付の日経新聞朝刊一面は消費増税先送りを報道。仮にG7における財政協調を狙う伊勢志摩合意にあたってドイツの説得を試みるのであれば、ホストである本国としても、文字通り「先ず隗より始めよ」の状況に立たされるため、報道内容に違和感はない。そもそも延期自体が他紙でも報道されていることもあって、相場の反応は限定的だが、正式表明された場合は多少の動きはあろう。現状の為替相場は米通貨・金融政策を最大の説明変数として動く傾向にあるため、本邦の増税判断が直接的な影響を与える可能性は低い。敢えて言えば、「増税先送り→株高→円安」といった株価経由の動きとなる公算が大きいだろう。なお、増税先送りの結果、民間金融機関の外貨調達コストが上昇することが予想されるが、これが対外投資行動に与える影響も注目。

～外的要因に圧倒される円相場～

先週末の為替相場はドル相場が上昇する展開となった。米4月小売売上高が市場予想の中心(前月比+0.8%)を上回り、同+1.3%と過去1年で最大の伸びを記録するとドル買い優勢となった。この流れでドル/円相場は一時109.57円まで上昇したが、13日にルー米財務長官が今週仙台で開催される主要7か国(G7)会合に関し、競争的な通貨切り下げの回避を改めて確認することが重要と述べたことが重石になっており、本日東京時間午前では108円台半ばで推移している。依然、為替市場参加者にとっての最大のテーマは米経済の強弱ではなく米通貨政策なのだろう。

～ドイツ説得ならば「先ず隗より始めよ」の情勢～

ところで、先週14日付の日本経済新聞朝刊一面は安倍首相が消費増税の先送りを支持したと報じた。その後、麻生副総理兼財務相や菅官房長官から報道を全否定するコメントが報じられているが、安倍首相が主要国首脳会議(伊勢志摩サミット:5月26～27日)を念頭に、欧州外遊において財政政策の協調を求めている経緯を踏まえれば、報道の内容はさほど違和感がない。折しも熊本地震が発生し、その傷跡がまだ癒えていない状況を踏まえれば、増税先送りの条件として掲げられていた「リーマン・ショックや大震災のような事態」に十分合致し得る。また、仮にG7における財政協調を狙う伊勢志摩合意にあたってドイツの説得を試みるのであれば(実際にそれが事前の注目点として報じられている)¹、ホストである本国としても、文字通り「先ず隗より始めよ」の状況に立たされよう。現時点では延期判断がない方がサプライズになりそうな印象すらある。

～増税先送り報道と株・為替相場～

これらの報道を受けて金融市場の動きが限定的となっているのは市場参加者にとってそれが既定路線だからなのだろう(そもそも増税延期という点に関しては、既に読売新聞と産経新聞が報道済

¹ ロイター外国為替フォーラム 2016 年 5 月 13 日配信『伊勢志摩合意へ最大の難所はドイツ説得』などもご参照下さい。

み)。もちろん、週末の内に報道が行われ、政府高官がこれを否定しているので無反応なのだという考え方もあるかもしれない。いずれにせよ、正式表明時には改めて市場反応はあろう。

報道の内容が事実ならば、正式表明は6月1日の通常国会会期末の記者会見になる可能性がある。正式に増税延期が表明された場合の金融市場の反応をラフに想定すると、ファーストリアクションに関しては「増税先送り→株高→円安」といったリスク許容度が改善する際の反応になる公算が大きい。周知の通りだが、日銀による量的・質的金融緩和(QQE)の下で債券市場の財政規律に対するアラームは切られており、増税先送りと共にBBBへの国債格下げが懸念されながらも、それによって金利が振れることは考えにくい。片や、可能性としては低いですが、増税が予定通り続行とされた場合、ファーストリアクションに関しては「増税決断→株安→円高」といったリスク回避ムードが強まる際の反応になる。

消費増税に対する市場のファーストリアクションは・・・

増税	為替	金利	株
決定	円高	中立	株安
延期	円安	中立	株高

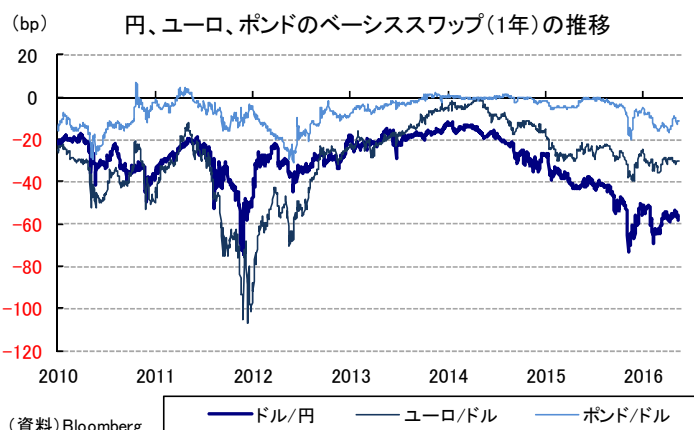
(資料)筆者作成

といったリスク許容度が改善する際の反応になる公算が大きい。周知の通りだが、日銀による量的・質的金融緩和(QQE)の下で債券市場の財政規律に対するアラームは切られており、増税先送りと共にBBBへの国債格下げが懸念されながらも、それによって金利が振れることは考えにくい。片や、可能性としては低いですが、増税が予定通り続行とされた場合、ファーストリアクションに関しては「増税決断→株安→円高」といったリスク回避ムードが強まる際の反応になる。

いずれにせよ、現状の為替相場は米通貨・金融政策を最大の説明変数として動く傾向にあるため、本邦の増税判断が直接的な影響を与える可能性は低いのではないかと考える。増税判断による本邦の株・為替動向への影響は、株価に連れて為替が動く側面が大きいと考えておきたい。

～本邦金融機関の外貨調達コストへの影響～

但し、国債格下げの影響は民間企業の格下げに及ぶ。具体的には、政府の資金調達コスト(国債金利)に跳ねなくとも、民間金融機関の外貨調達コストには跳ねる。元よりマイナス金利政策で本邦金融システムの金融仲介機能はダメージを受けている状況だが、増税先送りはその状況をさらに悪化させる公算が大きい。上述したように、増税先送りは株価の押し上げ材料だが、こと銀行株などに関しては上値の重



(資料)Bloomberg

さが意識されることになりそうである。図示されるように、現状、本邦金融機関にとってのドル投資に係るヘッジコストは他の国・地域の金融機関よりも高く、ヘッジ付き外債への投資妙味が薄れつつある。こうした状況は増税先送り判断を受けてさらに強まる可能性がある。『中期為替相場見通し』では長期金利までがマイナス圏に入る状況を受けて、円高シナリオ実現にあたっての最も「現実的なリスク」は「本邦投資家(≒生保)による積極的な対外投資」としてきたが、ヘッジコストの騰勢がオープン外債への流れを加速させるとすれば、その「現実的なリスク」はますます強まる話になる。

国際為替部

チーフマーケット・エコノミスト

唐鎌 大輔(TEL:03-3242-7065)

daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここ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。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、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。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」について～結局はドル高が辛くなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は……～
	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか？
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか？～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か？～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≡ドイツ)
2016年4月12日	敢えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデフインフレとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ボンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇気
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか？～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～
2016年3月2日	ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～
2016年3月1日	上海G20、為替見通しへのインパクトについて
2016年2月26日	週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～)
2016年2月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分)
2016年2月24日	英国のEU離脱に係る論点整理
2016年2月22日	中国版ブラザ合意へ燃える期待について
2016年2月19日	週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≡「混乱の種」という皮肉～)
2016年2月16日	マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」？
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇気～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか？～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補充措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、「初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「痩せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changer! になれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属強まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか？今後のユーロ相場は？
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イレブン講演や限界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～