

みずほマーケット・トピック(2016年6月2日)

消費増税先送りと「悪い円安」論について

消費増税の延期決定を受け、為替市場で「悪い円安」を懸念する声を見聞きするようになっている。しかし、不可逆的な円相場の急落までを煽ることは疑問を覚える。2015年末時点の日本の対外純資産は339兆円となり25年連続で世界最大を記録している。世界で最も外貨建て資産を保有している国の通貨がそう簡単に毀損するだろうか。日本が経常黒字国であり、その結果としての対外純資産残高が高水準に至っている以上、通貨暴落やハイパーインフレまで嘸し立てるのは行き過ぎである。もちろん、債券市場が機能不全になった今、為替市場こそが「市場の本音」を映し出すとの期待には合理性がある。だが、皮肉にも現状では世界中の国々が通貨安を欲しており、通貨安を通じた警報機能も期待はできまい。増税延期と「悪い円安」論は親和性が非常に高いトピックだが、本当にそれが発生するためには、まず、黒字が慢性化している経常収支や円資産に固執する本邦家計部門の特質に関して、大きな変化を想定する必要がある。

～ここしかない「2019年10月」というタイミング～

昨日、安倍晋三首相は2017年4月に予定していた消費税率8%から10%への引き上げを2019年10月まで2年半延長することを表明した。「世界経済が新たな危機に陥ることを回避するため」との理由が掲げられており、今秋にも大型経済対策を用意することが併せて表明されている。市場参加者にとっては、これまで断続的に報じられていた事実が公式確認を得たに過ぎないため、大きな動きは生じていない。だが、1度ならず2度までも延期された以上、3度目や4度目も簡単にできるとの観測は出やすくなるだろう。2019年の政治日程を確認すれば、4月に統一地方選挙、7月に参院選挙が控えており、この4月前後で増税可否を決断することになりそうである。政治的には非常に難しいように思えるが、首相と日銀総裁の任期切れ(2018年)に被らず、五輪(2020年)直前で、尚且つ国政選挙(2019年7月)の後となると、そのタイミングしかないのも事実ではある。1年や2年ではなく2年半という半端な延長期間になっているのはそうした背景があるのだろう。

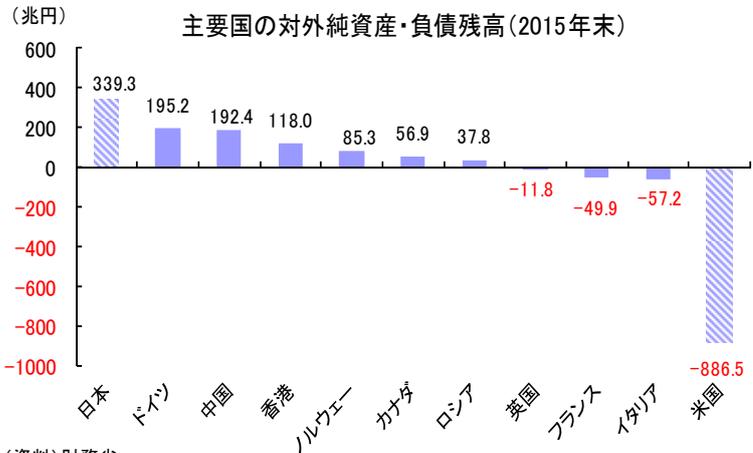
～増税先送りと「悪い円安」¹～

ところで今般の増税延期を受けて、為替市場では「悪い円安」を懸念する声を見聞きするようになっている。しかし、一部で言われているような不可逆的な円相場の急落までを煽るのは如何なものだろうか。実際、首相の正式表明を受けた円相場はむしろ直近の相場対比で円高気味に推移している。また、ファンダメンタルズも円相場の暴落を全く支持しない。5月24日に財務省が発表した対外資産・負債残高統計によれば、2015年末時点の日本の対外純資産は339兆円となり(次頁図)、前年差▲24兆円と5年ぶりに縮小したものの、25年連続で世界最大を記録している。これは2位のドイツの1.7倍である。世界で最も外貨建て資産を保有している国の通貨がそう簡単に毀損する

¹ 「悪い円安」の定義は悩ましいが、本欄では財政規律の弛緩を理由とした通貨価値の毀損を「悪い円安」とする。

とは思えない。もちろん、増税先送りを受けて日本国債の格下げやこれに付随する金融機関の格下げも想定されることから、「国債格下げ→金融機関格下げ→ベースコスト(外貨調達コスト)の上昇→オープン外債投資の加速→円安」といった経路は少なからず想定すべきかもしれない。しかし、ベースコストの上昇も永遠ではなく、どこかの水準で海外金融機関のドル放出が積極化するポイントが到来するはずであり、それだけで円の暴落をひき起こされることはあるまい。

日本が経常黒字国であり、その結果としての対外純資産残高が高水準に至っている以上、通貨暴落やハイパーインフレまで嘸し立てるのは行き過ぎである。「悪い円安」が発生するためには、せめて通年の

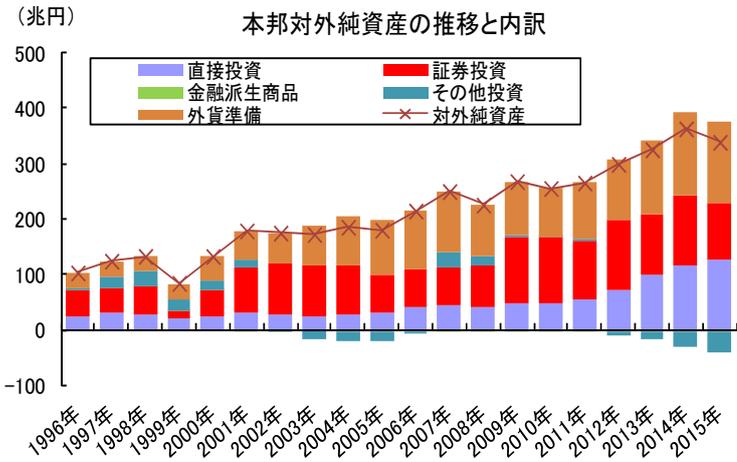


(資料)財務省

経常収支が赤字定着するなど、資金フロー面で相当シンボリックな出来事が必要ではないか。

～対外純資産の新たな潮流～

むしろ対外資産・負債残高統計を受けて筆者が最も気になったのはその構成項目の変化である。25年連続で世界最大と言っても、過去3年間でその構成は変化している。歴史的に日本の対外純資産は、公的部門の外貨準備を除けば、証券投資の存在感が最も大きかった(図)。しかし、図を一瞥しても分かるように過去3年間では証券投資が減少する一方、直接投資がそれ以上に増加することで対外純資産全体が押し上げられている。国内



(資料)財務省

市場が縮小していることを背景に海外企業買収の加速が進んでいることや地産地消を徹底する企業が増えていることのほか、東日本大震災以降、サプライチェーンの分散化が進んでいることの結果だろう。また、こうした直接投資残高の拡大傾向こそが円安で輸出が増えない状況とコインの裏表の関係にあるという論点は、今の日本経済を語る上では非常に重要である。これは対外純資産を議論する新たな潮流と言っても良い。

それが良い円安であろうと、悪い円安であろうと、円安を受けて価格効果で企業収益が潤うことはあっても「輸出数量増→生産増→所得増→消費増」の好循環の下で経済のパイが拡大することは難しいというのがアベノミクスの教訓である。もちろん、企業収益が溜まってくればいずれ家計部門も賃金増加という恩恵に与れるという論理(いわゆるダム論)もあるが、そもそも「国内市場の縮小」

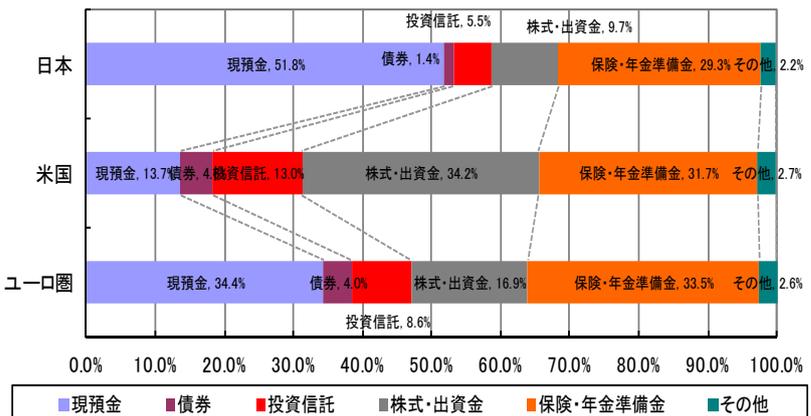
という絶対的な事実がある中でそうした動きも盛り上がらなかった。今回の増税先送りにしても、円安誘導で増税可能な環境を整備しようとしたところ、結局はそれが叶わず、現状に至った。その上で今度は「悪い円安」の可能性が囁かれているのだから、もはや訳が分からない。少なくとも、対外純資産残高の構造が直接投資寄りになっている事実は、本邦企業部門が円安に依存しない戦略を押し進めてきたことの1つの結果であることは間違いない。

～為替市場は警報装置足り得るか～

今の日本で「悪い円安」は起こり得るのか。本来、財政規律に対する警報装置として期待される債券(金利)市場が機能不全に陥っており、株式市場にも公的年金改革や日銀緩和の影響を受けて相応の公的資金が入っていることを踏まえれば、為替市場こそが「市場の本音」を映し出すとの期待には合理性がある。だが、皮肉にも現状では世界中の国々が通貨安を欲しており、このような状況で通貨安を通じた警報機能を期待するのは無理筋と言わざるを得ない。とすれば、世界経済が回復基調になり、内外金利差がはっきりと拡大しているような状況でもない限り、為替市場の警報装置も機能不全のままだろう。

もちろん、財政規律の弛緩に危機感を覚え、家計部門が遂に日本国内から国外へ資本逃避させれば「悪い円安」は起きるだろう(いわゆるキャピタルフライトである)。だが、資金循環統計などに映し出されるように、日本の家計部門における自国通貨建て資産、特に現預金への執着は殊更強いことで知られている(図)。こうした日本人としての特質は東日本大震災やこれに付随する大津波や

日米欧、家計部門の金融資産構成(2015年12月末)



(資料)日本銀行

原発事故を受けても全く変わらなかった(逆に当時の戦後最安値を更新し、G7による円売り協調介入に至った)。2ポイントの消費増税が2回延期されたくらいでこうした特質が大きく変わるとは思えず、それゆえに、早々に為替市場における警報が鳴ることもないだろう。

～何が起きれば「悪い円安」になるのか～

「悪い円安」が起きるとすれば、どのような展開になった時であろうか。筆者は近い未来にそのような展開を予想する立場ではないが、そのような照会が多いため、敢えて言えば、というシナリオをラフに示しておく(あくまで頭の体操であり、筆者の相場見通しには織り込んでいない)。

「悪い円安」が起きるとすれば、やはり量的・質的金融緩和策(QQE)が財政ファイナンスであったことが白日の下に晒される時だろう。2013年以降、耳目を集めているように、現状の日本は人的資源において明らかな供給制約が生じており、賃金が上振れしやすくなっている。この状況が強まっていけばいずれ物価上昇は社会全体に波及する可能性がある。物価上昇率の前年比+2%を追

求する日銀にとっては朗報だが、問題はそうした状況を受けて日銀が国債を手放せるか、である。物価が上昇している世界では、金利にも上昇圧力がかかる。そもそも目標としていた+2%に到達したのだから、市場参加者もQQEの手仕舞い(出口)を予想し始めるだろう。しかし、政府財政への配慮は元より、金利急騰が金融システムに甚大な影響を与える以上、金融システムの庇護者たる日銀がそのような決断を下すことも容易ではない。かくして日銀の保有する国債は「売れない国債」であることが判明し、財政ファイナンスという単語が名実共に持て囃されるようになる。こうした状況に至った場合、自由に売買できる為替市場では円売りが加速し、輸入物価経由でインフレが高進(しかし日銀政策により金利は安定)という相場展開が予想される。

だが、繰り返しになるが、今回の増税先送り表明をもってそこまでの話をするのは性急である。増税延期と「悪い円安」論は親和性が非常に高いトピックだが、本当にそれが発生するためには、まず、日本の経常収支や本邦家計部門の特質に関し、大きな変化を想定する必要がある。財政規律の弛緩を指摘する意味でそのような議論が常時活発に行われることは必要と考えるが、同時にリスクを軽々に煽ることにも慎重でありたい。

以 上

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/egson.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ボジションにおける「ドル買いの正体」
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場との関係などについて
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
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インフレーションとユーロ高懸念
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～目立つ英ポンドの動揺～
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～基礎通貨には逆らえず～)
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」と言う勇氣
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	中国版プ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～
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～静観する勇氣～
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版の補完措置へ向けて～
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「瘦せ我慢」
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」はいつまでも出来ない～)
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