

みずほマーケット・トピック(2017年9月20日)

衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて

今月 28 日に召集される臨時国会冒頭において衆議院解散が決断される見通しが報じられ、円売りが先行している。併せて報じられている財政政策の方向性を踏まえる限り、こうした相場の反応は理にかなったものと考えられる。政府・与党は 2020 年度に基礎的財政収支(プライマリーバランス PB)を黒字化する財政健全化目標を先送りする方針を固めたとされる。また、19 年 10 月に予定される消費増税の方針は据え置かれる模様だが、この増収分の一部が幼児教育無償化などへ振り向けられると報じられている。高齢者ではなく現役世代へ税金の用途を割り当てると判断自体は適切と考えられるが、費目が子育てであろうと教育であろうと、「お金の色はない」ということが重要。大義がなんであれ無償化された部分は政府部門から家計部門へのばら撒きであり、これをその他財源で補填する判断が伴わないのならば、財政ファイナンス状態へ近づいたと見なすことも可能。また、日銀総裁人事への影響なども考察を進めたいところ。

～リフレトレードを後押しする解散総選挙～

東京休場および筆者出張中であつた昨日にかけての為替相場ではドル/円相場が続伸しており、一時 111.88 円の高値をつける動きが見られている。今月 28 日に召集される臨時国会冒頭において衆議院解散が決断される見通しが報じられており、金融市場ではこれを好感した円売り・日本株買いが先行している。後述するように、解散・総選挙決断のタイミングに併せて報じられている財政政策の方向性を踏まえる限り、こうした相場の反応は理にかなったものと考えられる。元より政府・与党(自民党)が野党勢力よりもプロビジネス・プロマーケットと見られている以上、その延命を意味する総選挙勝利は市場のリフレトレードを後押しする材料となろう。トランプ米大統領の来日が 11 月上旬であることを踏まえ、選挙日程は 10 月 10 日公示、22 日投開票との見方が強い。安倍首相による正式な会見は国連総会からの帰国後 25 日に行われる予定である。

～幼児教育無償化と増税はバーターになるのか?～

既に報じられている政府・与党の政策方針を踏まえる限り、為替市場における円売りはごく自然な反応である。政府・与党は 2020 年度に基礎的財政収支(プライマリーバランス、PB)を黒字化する財政健全化目標を先送りする方針を固めたとされる。2019 年 10 月に予定される消費増税(8% 10%)の方針は据え置かれる模様だが、この増収分の一部(約 5 兆円のうち、1 兆円超)が幼児教育無償化などへ振り向けられると報じられている。必然的に財政健全化ペースは遅延するため、2020 年の PB 黒字化目標は後ろ倒しにならざるを得ないという話である。こうした事情を踏まえ、選挙の争点は「消費税の再引き上げ」と「その用途の見直し(PB 黒字化目標の先送り)」ということになりそうだが、「幼児教育無償化に 1 兆円」という新規公約は「2%ポイントの消費増税」のバーターとして果たして成り立つのか。多くの国民は後者に関し絶対回避という思いが強いのではないか。

より具体的には増収分の割当先として医療・介護だけではなく、現役世代も見込んだ「全世代型社会保障」といった費目も追加するという方針が報じられている。しかし、少子高齢化の傾向が続く以上、必要なことは費目の追加ではなく変更であるように感じられる。医療や介護、年金といった高齢者世代向けの費目から子育てや教育といった現役世代へ再分配するといった費目への振替に踏み切らなければ、いくら増税しても高齢者世代向けの費目が増税分を吸収する構図が続くことになるのではないか。今回、現役世代の溜飲を下げるように教育費目が追加されそうだが、この手法を採る限り、PB 黒字の実現は見通せる将来にわたって難しいと言わざるを得ない。

～ FTPL、ヘリマネ論争再び？ ～

為替相場においては円安が続いているが、現在入手可能な情報だけから判断するならば当然の動きと言える。税金の用途として高齢者ではなく現役世代(その中でも特に弱者に類する層)へ資源を割り当てるという判断自体は適切と考えられるが、費目の子育てであろうと教育であろうと、「お金に色はない」のである。教育であれ医療・介護であれ、無償化された部分は政府部門から家計部門へのばら撒きであり、これをその他財源で補填する判断が伴わないのならば、大量の国債購入を伴う日銀の現行政策もあって、財政ファイナンス状態へ一歩近づいたと見なすこともできよう。だからこそその円売りなのではないか(もっとも市場がそこまでの解釈に至っているのかは定かではないが)。元より、政府・与党は今年 6 月にまとめた経済財政運営の基本方針において PB 黒字化と債務残高の対名目 GDP 比の「安定的引き下げ」を併記し始めている。この動きを「PB 目標の撤回」と読み替える向きはあったため、今回の財政健全化目標の先送り自体に違和感はない。だが、増税により得た資源を新たな支出に使うという動きは、大規模な金融緩和が継続されている現状と併せ見れば、一時耳目を集めたシムズ教授の「物価の財政理論 (FTPL)」やヘリマネ政策の方向性に沿う動きにも思われ、それはやはり円売り材料と考えられる。

～ 日銀総裁人事への影響 ～

なお、上述したように、多くの国民は「幼児教育無償化に 1 兆円」を評価するよりも「2%ポイントの消費増税」を嫌気しているように思われるが、非自民の受け皿が乏しいことから、そうであっても総選挙結果は政府・与党勝利で概ね見えている。とすれば、国民の信認を得たという大義もあり増税路線は継続ということになる(さすがに今年 10 月に解散して、2019 年 4 月を前にもう 1 回増税の可否を問うために解散ということはないだろう)。

その際、日銀総裁人事にも小さくない影響が想定されよう。周知の通り、現行の黒田総裁率いる政策委員会とその下で実施されている大規模な金融緩和策は政府・与党の意向を色濃く受けている。今回の総選挙を受けて安倍政権が追認されれば、やはり現行の金融政策の路線を変えるという話にはなりにくいのだろう。そこから得られる含意は黒田続投ないし中曽副総裁だろうか。少なくとも総選挙を経て増税路線が堅持されるのであれば、2019 年 4 月の増税が視野に入った段階で、日銀への追加緩和が催促されやすいはずであり、それは 2018 年 10 月や 2019 年 1 月といったタイミングが相当する。その際、政府・与党の事情を「忖度」できる人物が望ましいと思われるが、2014 年 10 月のハロウィーン緩和時には 2015 年 10 月以降の増税判断(結局先送り)を巡って、緩和で応援した黒田総裁が梯子を外され、日銀と政府・与党との間に溝が生じたという声も見られた。その

経緯を踏まえれば、必ずしも黒田総裁が本命にならない線もあり得る。現状では黒田続投が最もコンセンサスに近いと見受けられるが、消費増税の旗を降ろさないのであれば、過去の経緯も踏まえ、異なる人選も想定しておくべきかもしれない(もっとも、政策の継続性に関し相当の疑義が生じている状況を踏まえると、本人に続投の意思があるのかが分からないわけだが・・・)。

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、确实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> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	ケール理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場を基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーパリングまで至るのか?～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリア取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「質」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も?～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく…～
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて～花道の正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか?
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場を基礎的需給環境～円キャリアの兆候はあるか?～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしじった模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応?～
2017年7月5日	ECB版テーパ・タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか?～
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～
2017年6月30日	週末版
2017年6月28日	ドラギ講演を受けて～「一時的」が流行る風潮の危うさ～
2017年6月27日	メインシナリオのリスク点検～引き続き目立つ円高材料～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年5月分)
2017年6月26日	ブラットECB理事発言を考える～影響力は侮れず～
2017年6月23日	週末版
2017年6月22日	対内・対外証券投資の近況～リセットされたトランプトレード～
2017年6月21日	カシュカリ・エッセイから学ぶこと～信仰(faith)とデータ(data)～
2017年6月19日	日銀金融政策決定会合～「座して円高を待つ」状況へ～
2017年6月16日	週末版
2017年6月15日	FOMCを終えて～「笛吹けど踊らず」の状況強まる～
2017年6月14日	ユーロ相場の本格反転に必要なもの
2017年6月13日	盛り上がりえない米国のインフレ期待や与信環境について
2017年6月12日	ECB政策理事会～「露払い」としてのFG文言修正～
2017年6月9日	週末版(英総選挙を受けて～「不要なキャンブル」の成れの果て～)
2017年6月8日	英下院総選挙について～直前の論点整理～
2017年6月7日	110円割れで思うこと～変わり始めた欧米の論調～
2017年6月5日	日銀総資産500兆円突破を受けて～杞憂の出口議論～
2017年6月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～出口戦略の順序に変更なし～)
2017年6月1日	2016年末対外資産・負債残高統計～リスク回避の源泉～
2017年5月29日	メインシナリオのリスク点検～目立つ円高リスク～
2017年5月26日	週末版(本邦4月消費者物価指数(CPI)を受けて～依然、埋まらない日米物価格差～)
2017年5月25日	FOMC議事要旨を受けて～株価は耐えられるのか?～
2017年5月24日	相次いで弱体化するFRB高官～動揺する唯一の支え～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年4月分)
2017年5月23日	メルケル首相発言を受けて～異形のドイツがすべきこと～
2017年5月22日	ドル相場の現状認識～4月分REERの公表を受けて～
2017年5月19日	週末版
2017年5月17日	ドルインデックスの急落を受けて
2017年5月16日	ユーロ相場の現状について～投機買い持ちでも上がらず～
2017年5月15日	イタリアG7を終えて～「量」か「価格」か「説得」か～
2017年5月12日	週末版(欧州委員会春季経済予測を受けて～今後心配な「スラックの格差」～)
2017年5月11日	円相場を基礎的需給環境～様変わりする景色～
2017年5月10日	米インフレ期待低迷が映す米経済への過信
2017年5月9日	米商務省声明が予感させる「理不尽な円高」
2017年5月8日	フランス大統領選挙を受けて～おさらいすべきフランスの現状～
2017年4月28日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は引き締めが濃厚～)
2017年4月27日	ECB理事会プレビュー～フォワードガイダンス撤廃報道について～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年3月分)
2017年4月25日	メインシナリオのリスク点検～纏る「第二次ブラザ合意」疑惑～
2017年4月24日	フランス大統領選挙第1回投票～終わらない政治リスク～
2017年4月21日	週末版(ECB理事会プレビュー～争点はフォワードガイダンスの取り扱い～)
2017年4月20日	米金利低下と円高相場～投資家は「外」から「内」へ～
2017年4月19日	英総選挙の前倒し実施～「絶対に負けられない戦い」へ～
2017年4月17日	米為替政策報告書の読み方