

みずほマーケット・トピック(2017 年 12 月 4 日)

米税制改革の為替相場への影響について

米上院は 2 日、法人税の税率を現行の 35%から 20%に引き下げることなどを柱とした税制改革法案を僅差で可決し、約 30 年ぶりとなる大幅な税制改革の実現に向け進捗が見られた。しかし、ほぼ時を同じくしてマイケル・フリン前大統領補佐官がワシントン連邦地裁において FBI への虚偽供述を認めるという報道が出ており、これがドル売りを招いている。本日朝方のドル/円相場は上昇で始まっているが、それほど勢いは出ておらず、上昇の契機を探っていたドル/円相場としては水を差された感が否めない。為替相場の観点からは、特に、法人減税と共に検討される海外所得に対する減税が注目されるが、今回は 2005 年の HIA と異なり、恒久措置となる公算が大きく、税率も高めとなりそうなことから、レパトリに伴うドル買いは抑制的になる可能性。なお、上院での可決を終えても米イールドカーブのフラット化傾向に変化は見られず。

～水を差されたドル/円相場～

米上院は 2 日、法人税の税率を現行の 35%から 20%に引き下げることなどを柱とした税制改革法案を僅差で可決し、約 30 年ぶりとなる大幅な税制改革の実現に向け進捗が見られている。今後は両院協議会において上・下院案の摺り合わせが行われることになる。過去の本欄などでも言及したように、トランプ政権の拡張財政路線が強化されるような動きはドル/円相場の大きなアップサイドリスクとして警戒されるものであったが、ほぼ時を同じくしてマイケル・フリン前大統領補佐官がワシントン連邦地裁において FBI への虚偽供述を認めるという報道が出ており、これがドル売りを招いている。ロシアゲート疑惑においてトランプ政権高官が罪を認めるのは初めてである。結果、朝方のドル/円相場は上昇で始まっているものの、それほど勢いは出ておらず、112 円台後半で推移している。上昇の契機を探っていたドル/円相場としては、水を差された感が否めない。

～レパトリと為替:2005 年の再現は難しそうな印象～

為替相場の観点からは、特に、法人減税と共に検討される海外所得に対する減税が注目される。具体的には、今回の税制改革案では企業の海外所得が配当として米国へ還流する際の税率も軽減される見通しとなっている。これにより税負担を嫌気し国外に資金を滞留させてきた米国企業はレパトリを増加させ、ドル/円相場も押し上げられるとの見方もある。こうした動きに絡んでは 2004 年にブッシュ政権下で成立した本国投資法(HIA)を受けドル/円相場が急騰したことが引き合いに出されやすいが、当時の HIA が為替レートに効いたのはその処置が①時限立法(2005 年の 1 年のみ)であったこと、②適用税率が非常に低かったこと(35%→5.25%)の 2 点が大きいと考えられている。

今回、①に関しては恒久措置との公算が大きく、②に関しては 10%程度と目されており、普通に考えれば、レパトリに伴うドル買いは 2005 年時に比べて分散される可能性が高そうである。さらにもう 1 つ理由を挙げるとすれば、2005 年時は 2002～04 年に一方的なドル安が進んだ直後のドル高

だったという経緯もある。一方、足許は、2014 年 6 月から続くドル高の調整が進んでいる最中という理解であり、モメンタムとして再度ドル高に傾き難い状況と見受けられる。

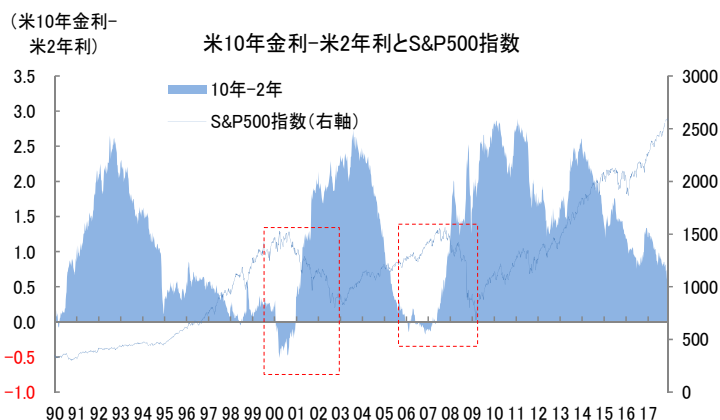
なお、そうしたレパトリ減税がいつ執行されるのかという点も重要である。皮肉なことだが、レパトリ減税の実施が示唆されつつ、それが行われないという状況では企業はむしろレパトリの後ろ倒しを図ろうとするのではないか。だとすれば、そのこと自体はドル相場を押し下げる話である。

～FRB の自信過剰を強めるリスク～

それでも法人減税が企業の消費・投資行動を後押しする効果を持つことに疑いはない。だが、そのこと自体にも危うさは潜む。物価が思うほど上がってこない現時点でも FRB は物価に関し、「いずれ上がってくる」というフォワードルッキングな見通しを持ちつつ、年 3 回の利上げと共にバランスシート(B/S)の縮小も併存させようという運営に尽くしている。当然、これは法人減税の効果を織り込んでいない見通しとなるため、今後はこれを踏まえ、タカ派色を強めてくる可能性がある(投票権を持つメンバーもタカ派寄りの構成に変わると目されている)。しかし、本欄でも論じてきたように、欧米のデフインフレ傾向は一時的な要因ではなく構造的な要因に根差したものと考えられ、「いずれ上がってくる」という動機での利上げは景気のオーバーキル懸念を孕むように思う。この上で、法人減税の効果を当て込んで引き締めペースを加速させるようなことがあれば、リスクは一段と増すことになる。ラフに言えば、減税が FRB の自信過剰を一段と強めるリスクは気にしたい。

～赤字拡大でもフラット化傾向が継続～

なお、税制改革案の上院通過後も米金利は大きく上昇しておらず、米 10 年金利は 2.40% 付近で跳ね返されている。米イーールドカーブのフラット化傾向は変わっておらず、10 年金利と 2 年金利の差は 2017 年 10 月以来の水準まで縮小している(図)。理論的にはイーールドカーブのフラット化それ自体はリスク資産価格の上昇に警鐘を鳴らすものであり、実際そうだったという経緯もあるが、今のところ、株は順調そのものであり、その危うさはやはり感じざるを得ない。本来、財政赤字拡大に伴う景気刺激は 10 年金利を中心とする長期・超長期金利の上昇を招きスティープ化を期待するところだが、今のところそう



(資料) Bloomberg

なっているのは、FRB の正常化や米景気拡大に関し、債券市場が抱く疑義が払拭されていないからだろう。自ずとドル相場の上値も重い地合いが続くと考えた方が良さそうである。

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> (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12月1日	週末版「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版「欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～」
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2017年10月分）
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版「円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～」
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版（FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～」
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2017年9月分）
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版（内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～）
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版（ECB政策理事会議事要旨（9月7日開催分）～APPIは「小さく減らして長く延長」が有力～）
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか？
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気金利見通し～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2017年8月分）
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
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	クレー理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境～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ps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ー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「賃」～
2017年8月4日	週末版（ユーロ圏のフィリッps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②～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	円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか？～
2017年7月7日	週末版（ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしくじった模様～）
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～