

みずほマーケット・トピック(2019年4月23日)

10 連休を契機に考える休日増加の功罪

先週 19 日、財務省、金融庁、日銀は皇位継承に伴う 27 日からの 10 連休を前に会合を開き、金融市場の急変に備えた対応を協議している。実際、10 連休中は重要な経済指標やイベントが密集しており、仮に連休がなかったとしても金融市場にとっては「重い」期間である。もはや 10 連休が「リスク」と名指しされることについて誰も違和感を覚えない状況になっている。元より、為替市場では公休の多さを念頭に「日本だけ休み→市場参加者が少ない→値が飛びやすい→投機としては攻め時」という動きが頻繁に指摘されてきた。株式市場では公休が多い結果として起る売買機会の減少をリスクと指摘する声も聞かれ始めており、「国際金融都市・東京」構想を掲げるのであれば、中長期的な課題として連休と金融市場の開閉について、今後、議論の深掘りが行われても不思議ではない。一方、今回の 10 連休を受けて、労働時間がまとまって減少する風潮に対し違和感が醸成されていることは社会としての進歩なのかもしれない。

～リスクとなった 10 連休～

先週 19 日、財務省、金融庁、日銀は皇位継承に伴う 27 日からの 10 連休を前に情報交換会合を開き、金融市場の急変に備えた対応を協議している。とりわけ為替市場については平日と同様の監視体制を維持するとされ、東京証券取引所や銀行などと迅速に連絡が取れる体制を敷く方針が確認されたという。実際、4 月 27 日から 5 月 6 日は重要な経済指標やイベントが密集しており、仮に連休がなかったとしても金融市場にとっては「重い」期間である。表に示される通りだが、まず天皇陛下退位(4 月 30 日)と新天皇即位(5 月 1 日)は FOMC の開催期間と被る(日本時間では 5 月 2 日明け方に結果発表)。また、30 日にはユーロ圏 1～3 月期 GDP と中国 4 月 PMI という現在の世界経済の重しとなっている 2 つの国・地域に関する重要な計数が控える。その後、5 月 1 日には米 4 月 ADP 雇用統計、米 4 月 ISM 製造業景気指数が発表され、3 日には米 4 月雇用統計と米 4 月 ISM 非製造業景気指数が待ち受けている。10 連休は株式市場にとって過去最長となる休場であることも重要だが、休場という概念のない為替市場では「取引はできないが変動は心配」という時間帯が本邦の事業法人や機関投資家などにとっては続くことになる。個人投資家の FX 取引は可能という業者が多いと聞が、この点についても金融先物取引業協会は『10 連休中の外国為替証拠金取

10連休に密集する重要な材料

日付		理由	米国
4月27日	土曜		-
4月28日	日曜		-
4月29日	月曜	昭和の日	
4月30日	火曜	天皇陛下退位	FOMC、ユーロ圏1～3月期GDP、中国4月PMI
5月1日	水曜	新天皇即位	FOMC、米4月ADP雇用統計、米4月ISM製造業景気指数
5月2日	木曜	休日(2019年限定)	英中銀金融政策委員会(MPC)
5月3日	金曜	憲法記念日	米4月雇用統計、米4月ISM非製造業景気指数
5月4日	土曜	みどりの日	-
5月5日	日曜	こどもの日	-
5月6日	月曜	振り替え休日	Caixin中国4月PMI(製造業)

(資料)筆者作成

表に示される通りだが、まず天皇陛下退位(4 月 30 日)と新天皇即位(5 月 1 日)は FOMC の開催期間と被る(日本時間では 5 月 2 日明け方に結果発表)。また、30 日にはユーロ圏 1～3 月期 GDP と中国 4 月 PMI という現在の世界経済の重しとなっている 2 つの国・地域に関する重要な計数が控える。その後、5 月 1 日には米 4 月 ADP 雇用統計、米 4 月 ISM 製造業景気指数が発表され、3 日には米 4 月雇用統計と米 4 月 ISM 非製造業景気指数が待ち受けている。10 連休は株式市場にとって過去最長となる休場であることも重要だが、休場という概念のない為替市場では「取引はできないが変動は心配」という時間帯が本邦の事業法人や機関投資家などにとっては続くことになる。個人投資家の FX 取引は可能という業者が多いと聞が、この点についても金融先物取引業協会は『10 連休中の外国為替証拠金取

引に関する投資家の皆様への注意喚起』と題し「予め証拠金を多めに入金しておくことや建玉を調整しておくこと」を要請している。類似の注意喚起は個別金融機関ごとにも見られている。

かかる状況下、経済・金融政策の当局者が集まってボラティリティの高まりに備えることは必然とも言えるだろう。昨年までは市場参加者の頭の片隅にしかなかった 10 連休に対する懸念は、ここに来て名実共に日本市場の直面するリスクに昇華された感がある。

～国際金融都市を目指すなら・・・～

元より今回ほど大型ではなくとも、為替市場では、日本勢「だけ」が長期間休む年末年始やゴールデンウィークに混乱が起こりやすいと言われてきた。年初見られたような急変動は日本の FX 個人投資家を狙った「ロスカット狩り」と呼ばれる海外勢による仕掛け的な動きだと解説されることが多い。もちろん、その厳密な内情は分かりかねる。しかし、「日本だけ休み→東京時間に市場参加者が少ない→値が飛びやすい→投機としては攻め時」という客観的な市場環境があることは確かに否めない。東京休場の最中に起きる「日本の個人投資家のロスカット誘発を狙った仕掛け」という指摘は-その真偽はさておき-今や風物詩のようになっているようにすら感じる。

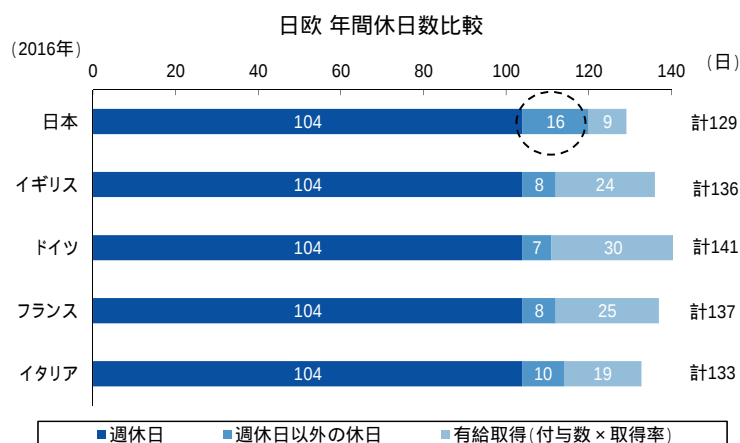
これは見方によっては「市場の歪み」を利用した(一部短期筋にとっての)収益機会ともいえ、あまり健全な話ではない。過度なショックを回避するという視点に立てば、金融市場の運営に限っては世界基準に合わせることも将来的には決して絵空事ではないように思える。もちろん、営業日の変更は簡単な話ではない。だが、既に「日本は海外に比べ祝日が多い。売買機会が減るのはリスクで、日本株を敬遠する動きにつながりかねない」(外資系証券の幹部、時事通信、2019 年 1 月 26 日)との声も聞こえてきている。東京都が「国際金融都市・東京」構想を掲げるのであれば、中長期的な課題として連休と金融市場の開閉について何らかの問題意識を持っても不思議ではない。

実際、先進国の中でも休みが多いイメージのある欧州と比較しても日本は年間休日数が少ないわけではない(表)。祭日(週休日以外の休日、2016 年を例とする)で見れば、日本は 16 日間とイタリアの 10 日間より多く、ドイツ(7 日間)に比べれば 9 日も多い。一方、年次有給休暇の取得数は 9 日間と圧倒的に少ない。「自主的に休めない代わりに公休が増えた」という敗北主義の色合いが強いように

感じられる。しかし、前述の外資系証券幹部のコメントにもあるように、一律の公休を増やせばその分、グローバルな動きを無視して金融市場の取引も停止せざるを得なくなるという葛藤がある。

～理論的には「労働投入量の削減」でしかない～

また、こうした休日の多さに加え、日本では働き方改革の名の下、労働時間削減が進行中である。休日を増やした上で 1 日の労働時間も減らせば、当然、労働投入量(労働者数×労働時間)は幅



(資料) 労働政策研究・研修機構(JILPT)、エクスペディア(2018年調査)から筆者が試算・作成

を持って押し下がる。この際、労働投入 1 単位当たりの生産量(いわゆる労働生産性)がそのままであれば、経済全体として生み出される生産量も減少する。「働き方改革(≒労働時間削減)」と同時に「生産性向上」がかつてないほど謳われるのは当たり前であり、前者だけを進めると経済活動が縮小するからである。言い方を換えれば「働き方改革」は「労働生産性向上」が前提となっている。

とはいえ、「労働時間削減」と「労働生産性向上」の間にどのような因果関係があるのかは今ひとつよく分からないのが実情である。「早帰りや休暇を増やすことでリフレッシュして能率が上がる」という理屈はあり得るが、「仕事の持ち帰り」が増えて実態は変わっていないというケースも見聞きする。いつ、どれくらい休みたいかは労働者ごと(大きく言えば産業ごと)に事情が異なるのだから、一律適用の公休が増えることが恐らく生産性の改善に寄与しないことは想像に難くない。むしろ、手間が増えたという雰囲気を感じないこともない。例えば 10 連休の間、売上代金の支払いが連休明けまで実施されない事態も想定されることから、中小企業を中心として「連休中の資金繰り」が争点になっているとの報道も見られている。また、ある製造業では 10 連休の分、工期が遅延する事態も課題になるという話も耳にした。さらに、今回の 10 連休が上場企業の決算発表時期にぶつかることを踏まえ、東証は連休前後に発表が集中することを回避すべく、「決算期末から 45 日以内の開示」というルールの弾力的な運用を企業に通知したという。これらの事実がマクロ経済にどの程度の影響を持つのかは定かではないが、とにかく「休日を増やす」ということが行き過ぎると企業経営の障害になるケースも出てくるという論点は捨て置けないところである。長年、長時間労働が社会の宿痾であるかのように言われてきた経緯もあり、我が国における「働き方改革」は必然的に労働時間削減という論点に矮小化されやすい。しかし、本当のところは「休みたい時に休めて、働きたい時に働ける」という職務上の裁量拡大こそが働き方改革の要諦であるべきなのだろう。

現状を冷静に見つめれば、10 連休が「リスク」として名指しされ、これに対応する官民対応が話題となり、企業によっては休みを補填するようかのように経済活動に工夫を凝らすという事態が見られている。これらを客観的に総括すると「働くために休む」という構図に陥っているようにも見受けられる。だが一方、今回の 10 連休を受けて、労働時間がまとまって減少する風潮に対する違和感が醸成されていることは 1 つの進歩かもしれない。例えば、時事通信が今年 3 月に実施した「10 連休に関する世論調査」では、調査対象の 4 割が「うれしくない」と回答したことが大々的に報じられている。さらに「今後も国が主導して長い連休をつくるべきか」との問いには、「そう思う」の 29.9%に対し「そう思わない」が 66.8%と圧倒的に上回った。日本社会における労働観に関し「長時間労働の慢性化」が「労働時間の削減」に至り、今後は単なる「労働時間の削減」から「労働時間の柔軟化」に進化しようとしている過渡期なのだと見れば、今回の 10 連休を 1 つの社会実験として有用な試みと理解することも可能かもしれない。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2019年4月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか？～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか？～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常态にあるのか？
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフを前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCを前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか？
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追随する株価～
2018年12月4日	バリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたボンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メッツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとGDP～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの挙動～