

みずほマーケット・トピック(2022 年 10 月 17 日)

トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～

10 月 14 日、トラス英首相はクワーテング英財務相の解任および「成長計画」において象徴的な施策だった「法人税増税の凍結」の撤回を表明。金融市場の圧力に抗しきれず舵を切った格好である。これらの結末は金融市場が当初から予想したもの。やはり世界第 2 位の対外債務国が金融市場と喧嘩して得られるものはなかった。もっとも、これらが発表されても英ポンドや英国債の動きは軟調であり、14 日にイングランド銀行が緊急国債購入を打ち切ったことの意味が市場に上手く伝わっていないことは気がかり。なお、今回の一件は金融市場におけるアラームの重要性を示したと言え、日本の将来にとっても大いに示唆を与えるもの。今次円安は日本経済の実力に見合ったカードとして配られているものであって、これをアラームと見なし、どう活用すべきなのかという問題意識が重要。インフレ期待の上昇や国内自給率の向上など、長年の課題とされてきた論点にも進展があるとすれば為替市場のアラームが機能したことになるだろう。

～市場予想通りの結末～

先週 14 日、トラス英首相はクワーテング英財務相を解任し、後任にジェレミー・ハント元外相が就任することを発表した。これに合わせ金融市場で懸念の対象となってきたトラス英政権の「成長計画」において象徴的な施策だった「法人税増税の凍結」もその撤回が表明されている。2023 年 4 月以降、前政権が予定した通り、法人税は 19%から 25%へ大幅に引き上げられる。党首選におけるトラス首相は「法人税増税の凍結」、「国民保険料の引き下げ(※2022 年 4 月に引き上げたばかり)」、「所得税の最高税率の引き下げ(45%→40%)」などを看板として勝ち抜いてきた。10 月 4 日には「所得税の最高税率の引き下げ」が撤回されたばかりだったが、市場の圧力に抗しきれず舵を切った格好である。後述するように、こうした結末は金融市場が当初から希望し、予想したものだ。なお、クワーテング財務相は辞任するものの、ハント新財務相の下、中期財政計画は 10 月 31 日に発表することになっている。これをもって市場の安堵が得られるかどうかが当面の注目となる。

9 月 23 日の計画発表当初、クワーテング財務相は「法人税増税の凍結」や「所得税の最高税率の引き下げ」は「英国全土で投資をする企業にとって、前例のない税制優遇措置」と強調し、金融街シティの魅力を増すという観点から銀行員のボーナス上限規制も撤廃する方針を口にしていた。前例のない措置は結局、道半ばで頓挫することになる。過去の本欄でも論じたように世界第 2 位の対外債務国は金融市場からの資本流入が命綱であり、これを無視するのは困難である。

なお、話はやや逸れるが英国は法人税引き下げをリードしてきた国でもある。とりわけ EU 離脱後は各種規制緩和や税比率の低め誘導で大陸欧州と差をつける戦略を基軸としてきた。しかしパンデミックを経て財政政策が拡張路線へ傾斜する中、果たして英国のような動きが主流になるのかどうかは別の注目点として注目される。

～揃わない政府・中銀の足並み～

また、クワテング財務相が解任された 14 日、イングランド銀行 (BOE) は予定通り、緊急国債買い入れを終了している。終了に合わせて政府が大きな軌道修正を図っているので大きな混乱には至っていないが、中期財政計画が持続可能な政府債務の将来を示すものだとすれば、それが明らかにになるまで BOE は購入を続けるべきであったように思える。もしくは、14 日時点で中期財政計画が発表され、その市場反応を踏まえて、BOE が購入終了を決断するという手もあった。

いずれにせよ、「①政府財政の信認悪化→②金利上昇・通貨下落→③BOE の緊急購入」という順序で事態が進んできた以上、①が改善したという確信がなければ③の停止には至らないと考えるのが筋だろう。先週 14 日はクワテング財務相が解任され、「法人税増税の凍結」が撤回された後にポンドも英国債も持ち直しが見られたが、トラス首相の会見後に軟化している。BOE がサポートを打ち切っても大丈夫だと判断するに至った動機が今一つ市場には伝わっていないのではないか。先週 12 日、クワテング元財務相は BOE が緊急購入を打ち切って混乱が起きた場合、それは「ベイリー総裁の問題」と突き放していた。明らかに政府・中銀の間に意思疎通がないことが分かる。「法人税増税の凍結」が撤回の効果は 180 億ポンドほどの支出削減効果になるが、それでも国民保険料の引き下げやエネルギー支援策についてどこから財源を捻出するのか疑義は残る。この状況を前提にすると、10 月 31 日までは先日のような突発的な混乱も警戒せざるを得ない。

～機能した金融市場のアラーム～

このようにトラス政権の抱える問題が解消されたわけではないが、今回の一件は金融市場におけるアラームの重要性を示した好例と言える。金融市場では 9 月 23 日に無理筋な成長計画が公表されたその日から「クワテング英財務相の解任と共に計画の修正は不可避」となることがメインシナリオとして指摘されていた。通貨が著しく下がることで輸入物価経由でインフレが進み、実質所得環境が悪化すれば消費・投資意欲は当然減退する。同時に市中金利も上がっているわけだから状況はさらに悪くなる。この状況をトラス政権が放置できるはずがないことは自明だった。

仮に市場の警告を無視して当初の計画通り、拡張財政路線を貫き、政府部門の消費・投資が増加させても通貨急落と金利上昇で民間の消費・投資は減少した可能性がある。前者の効果が後者のそれを上回る保証はなく、市場の激烈な反応を思い返せば、恐らく実態は逆になっていた可能性が高い。量的緩和や超低金利が当然視されていた過去 10 余年、「債券市場に期待されるアラーム機能が切られている」という指摘は常々あったが、今回はしっかりアラームが機能し、政治の姿勢に修正を強いた。

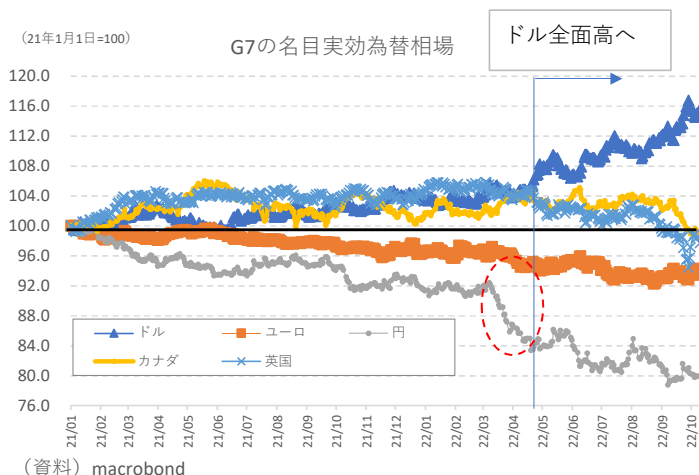
～日本への教訓は～

今回、英国で直面した展開がいずれ日本で起きるのかという照会はやはり多い。若干起きつつある、というのが筆者の基本認識である。現状の日本では量的緩和も超低金利が持続する中で、金融政策の統制が効く債券市場は穏当な状況が続いている。しかし、統制が及ばない為替市場では春先以降、アラームが鳴り響いている。2022 年はプラザ合意以降、「円安の年」としては史上最大であり、やはり何がしかの構造変化を疑うのが普通の分析姿勢である。日本に限らず基軸通貨を持たない国の通貨は基本的に米国の通貨・金融政策に対して受け身になりやすいが、その上で自

分の国のファンダメンタルズ(金利、需給、成長率、政情など)が加味される。現状、為替市場全体がドル高の潮流にあることは間違いなく、円安もその一環ではある。しかし、それが全てと筆者は思わない。本欄ではしつこく議論しているように、ドル高が加速する以前の3月から円相場の急落は始まっている。当時言われていたことは、1月経常収支が史上2番目の大幅赤字だったり、世界の流れに逆らって日銀が指値オペのような極端な緩和路線を走

っていたりということであった。10月半ば時点の名目実効為替相場に関し、年初来変化率を見ると英ポンドの下落率は▲6.7%と確かに大きいですが、円は▲12.5%とその倍だ。売られる側にも相応の理由がなければここまでの変化幅にはならないだろう。他通貨対比でも突出している(図)。

今次円安は貿易赤字の膨張と内外金利差の拡大という需給・金利に基づいたファンダメンタルズに即した動きである。為替市場はオーバーシュートしやすいので、「どこまでの円安がフェアバリューか」という水準にまつわる議論はあるにせよ、方向感に違和感を持つ向きはもはや少数派だろう。今の円安は日本経済の実力に見合ったカードして配られているものであって、これをアラームと見なし、どう活用すべきなのかという問題意識が重要になる。この点、岸田首相は15日、円安のメリットを生かし海外への展開を考える中小企業を支援する意向を述べ、「さまざまな企業1万社を支援していく」と強調した。円安を修正するのではなく活かしていこう姿勢であり、今までとは違った趣を感じる。もちろん、この政策を展開する以上、円安が修正されれば1万社は「約束が違う」ということになりかねない。現に円買い為替介入が実施されているのだから、「円安を追い風としながら円安を潰す」という部分もある。しかし、為替介入はあくまでスピード調整であって水準としての円安は概ね変わらないという認識もあり得るだろう。また、円安経由であらゆる財・サービスの価格が押し上げられ、値上げが日常光景になれば、低位に張りついてきた日本のインフレ期待が変わる契機にもなり得る。物価上昇機運の中、様々な分野で国内自給率を高める重要性が議論されてくることも予見される。それらは長年日本で問題視されながら遅々として議論が進まなかった論点でもある。円安をアラームとしてポジティブに変わろうとする機運が盛り上がってくることを期待したい。



市場営業部
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.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
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃を前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか？
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分)
	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版(劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分)
	本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？
2022年8月5日	週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)
2022年7月29日	週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)
2022年7月27日	IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか？
2022年7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～)
2022年7月20日	ECBは7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でこずるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～)
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECBハト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グループ化構想～遂に始まる加盟国の階層化～)
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分)
	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場の需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分)
	週末版(円安相場は終わりなのか？～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のプレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～