

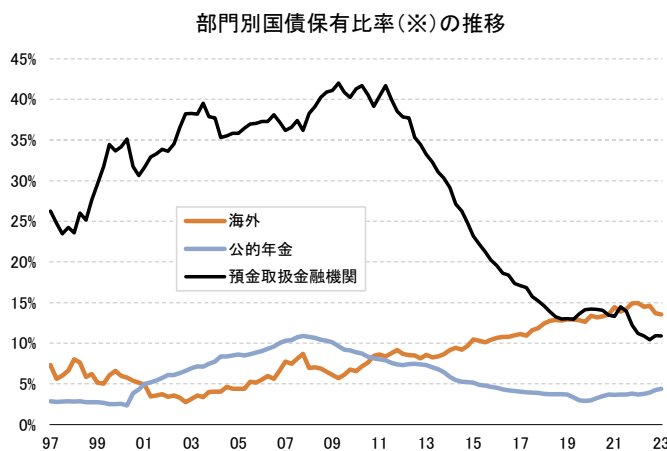
みずほマーケット・トピック(2024 年 5 月 9 日)

遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～

過去の本欄では「次の円安リスク」として財政ファイナンスがテーマ視された上での円売りが始まる可能性を指摘した。もちろん、現状では 9 割弱が内国債であり、テーマ視されたとしてもそれが持続的な円金利上昇に繋がるような事態にはならないだろう。とはいえ、日本国債の海外保有割合に目をやると、徐々に、しかし確実に上昇しており、内国債としての性質が薄れつつあるのも事実だ。こうした事実と近年の円安地合いが相まって、金融市場では「日銀は政府債務残高の大きさ(≡政府の利払い増加)に配慮して利上げできない」というストーリーが抱かれやすくなる可能性も。事実、状況証拠からはインフレ税が遂に始まっているような印象も抱かれる。2020 年を境として日本政府の純債務は絶対額で見ても、名目 GDP 比で見ても、明らかにピークアウトしている。為政者の胸中を正確に読むことはできないが、現象としてインフレ税が始まっている(始まってしまっている)と指差されても不思議ではない。日銀が利上げできないのはインフレ税への配慮という思惑が浮上する展開は今後注視したい動きである。

～次のリスクは財政ファイナンスのテーマ化～

160 円をつけたピーク時から反落しているものの、ドル/円相場は依然 155 円台まで値を戻している。現状の円安相場は米金利の高止まりや需給構造の変容など、いわゆる金利や需給の要因を指摘する向きが殆どである。しかし、過去の本欄では「次の円安リスク」として財政ファイナンスがテーマ視された上での円売りが始まる可能性を指摘した。もちろん、現状では 9 割弱が内国債であり、テーマ視されたとしてもそれが持続的な円金利上昇に繋がるような事態には



(資料) 日本銀行、※短期国債含むベース

ならないだろう。とはいえ、海外投資家の日本国債の保有割合(短期国債を含むベース)を見ると、5%未満だった 2000 年代前半から、2023 年 12 月末時点では 13%を超えている。徐々に、しかし確実に内国債としての性質は薄れつつあるのも事実ではある。こうした状況と近年の円安地合いも相まって、金融市場は「日銀は政府債務残高の大きさ(≡政府の利払い増加)に配慮して利上げできない」というストーリーは抱かれやすくなる可能性がある。

～結末としてのインフレ税～

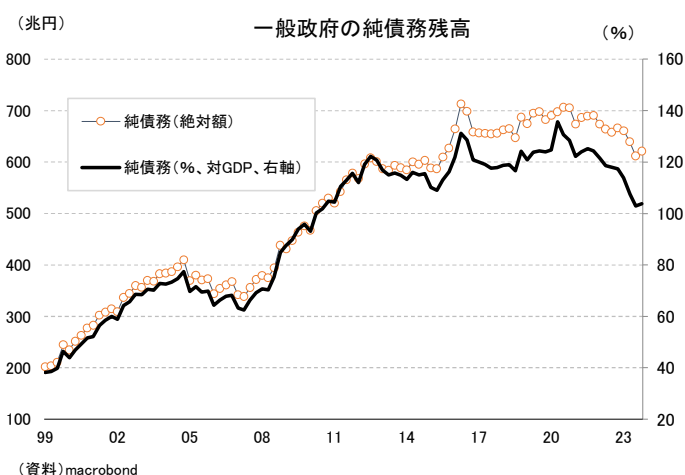
もちろん、政府・日銀の胸中について筆者は知り得ない。しかし、後述するように、故意にしろ、過失にしろ、高債務・低金利・円安の併存が続くことで世界最悪と言われる政府債務残高が少しず

つ減少するコースに入っているのは確かだ。まずは基本的な事実をおさらいしておこう。一国の政府の財政再建には①歳出を削る、②歳入を増やす、③インフレになるの 3 つの手段がある。どれも相互排他的ではないので、複数の組み合わせもあり得る。現状、日本に起きている事象と合わせ見れば、円安を起点とした③のコースに注目が集まらざるを得ない。極端な話、物価が 2 倍になれば貨幣価値は半分になる。当然、債権価値も債務価値も半分になる。政府債務も例外ではない。

より丁寧に説明しよう。政府部門から見れば、値上がりした財やサービスに対して家計部門が金融資産をこれまでよりも沢山取り崩して納税してくれることになる。その分は政府部門の税収が増えるので政府債務残高の減少も早まる。結果だけを見れば、インフレが政府部門の債務返済能力を改善したという構図になる。片や家計部門から見れば、自身の意思とは無関係に可処分所得が減少し、その分が政府債務の返済に充てられる構図になる。現象として起きていることはまさに増税だ。こうしたことからインフレによる政府債務圧縮はインフレ税と揶揄される。インフレ税は国民に不人気な増税や歳出削減を忌避し続けた結末であり、民意とは無関係に進む恐ろしさがある。

～揃いつつある状況証拠～

既報の通り、近年の日本では税収が増勢傾向にある。市場がインフレ税の到来を囃し立てる状況証拠は少しずつだが、揃いつつある。常日頃、本欄では確認してきた通り、円安発・輸入物価経由のインフレという外的ショックに加え、人手不足による名目賃金上昇という内的ショックも加われば、インフレは持続力を伴う可能性が高い。現に、パンデミック元年となった 2020 年を境として、日本政府の純債務は絶対額で見ても、名目 GDP 比で見ても、明らかにピークアウトしている



(図)。日銀が利上げしない(できない)理由として「政府債務の利払いを懸念している」という消極的な理由はあり得るが、「円安を放置することで財政再建が進む」という積極的な理由もなくはない。もちろん、全ては推測の域を出ないものであるし、為政者の胸中を正確に読むことはできない。しかし、現象としてインフレ税が始まっている(始まってしまっている)と指差される可能性はある。為政者がインフレ税を志向していると思われた場合、必然的に「だから日銀は金利を上げないのだ」という疑義が強まり、投機的な円売りが勢いづく時間帯も警戒される。リスクシナリオではあるが、現在、目の当たりにしている状況証拠を踏まえると、一笑に付すこともできない論点である。

金融市場部

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/egon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/egon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分)
	週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
2024年4月11日	「でこぼこ道」か「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直接投資のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか？
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか？
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか？～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の買上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の資金・物価情勢～妥結資金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか？～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分)
	本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～涉む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと資金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキープレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んで円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分)
	「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年、持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外資性資産比率は「根雪」のイメージで～)
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分)
	FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する年～
2023年12月8日	週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナーベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～
2023年12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の砦」となるサービス業～)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版(貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分)
	1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
2023年11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか