

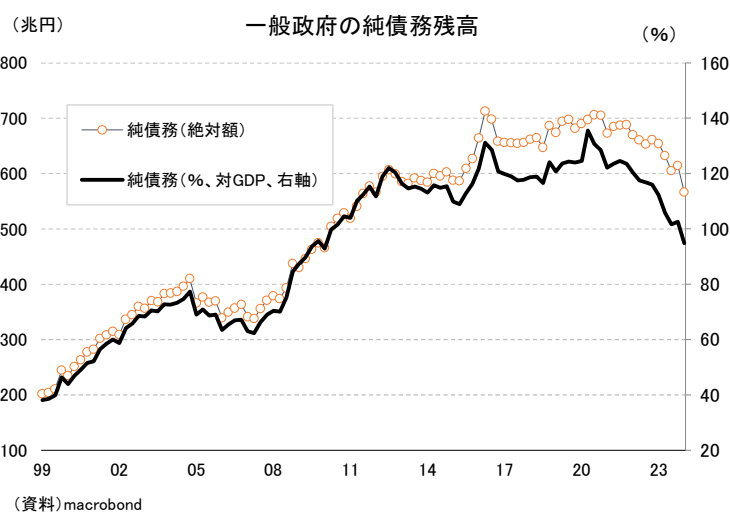
みずほマーケット・トピック(2024 年 7 月 17 日)

進むインフレ税による財政再建～資金循環統計～

6 月末に発表された 1～3 月期資金循環統計では家計部門の外貨性資産比率が注目されたが、政府部門でも注目される動きが見られた。かねて本欄では政府が望む、望まないにかかわらずインフレ税によって財政再建を進める状況に突入しているのではないかと可能性を議論してきた。今回の資金循環統計はこの論点への確信を強める内容。一般政府債務の名目 GDP 比は総債務(グロスベース)で 241.3%と前期の 241.5%から低下し、純債務(ネットベース)も 94.7%とやはり前期の 102.8%から低下している。純債務の 100%割れは 2010 年 4～6 月期以来、実に 14 年ぶり。インフレが定着する中、家計から企業へ、企業から政府へと所得移転が進む様子が透ける。政府の意図はともかく、客観的に見て日本がインフレ税導入を通じた財政再建に進み始めたという状況証拠は否定しがたい状況と言える。現状、「日本におけるインフレ税」が金融市場で明確なテーマ性を帯びているわけではないが、一部取り上げる報道もあり、徐々に認知が進んでいる印象もある。引き続き想定外の円安リスクとして注目したい論点。

～顕著に進む財政再建～

6 月末に発表された 1～3 月期資金循環統計では家計金融資産の外貨性資産比率が過去最高を更新したことなどを取り上げたが、家計部門以外に政府部門でも注目される動きが見られた。かねて本欄では政府が望む、望まないにかかわらずインフレ税によって財政再建を進める状況に突入しているのではないかと可能性を議論してきた¹。今回の資金循環統計はこの論点への確信を強める内容でもあった。一般政府債務の名目 GDP 比は総債務(グロスベース)で



241.3%と前期の 241.5%から低下し、純債務(ネットベース)も 94.7%とやはり前期の 102.8%から低下している。純債務の 100%割れは 2010 年 4～6 月期以来、実に 14 年ぶりの動きだ。名目 GDP と共に総債務も増えているため総債務の改善はほぼ横ばいに留まっているが、総資産が総債務以上のペースで増加しているため純債務の減少が顕著になっている。

例えば一般政府の総資産の構成項目について前期比の動きを見ると、対外証券投資が+22.7 兆円、株式等投資信託受益証券が+11.9 兆円、現預金が+3.3 兆円増加していることなどが目立っている。対外証券投資は言うまでもなく、株式等投資信託受益証券に関しても、資産価格自体が

¹ 本欄 2024 年 5 月 9 日号「遂にインフレ税が始まったのか?～円安と債務～」をご参照下さい。

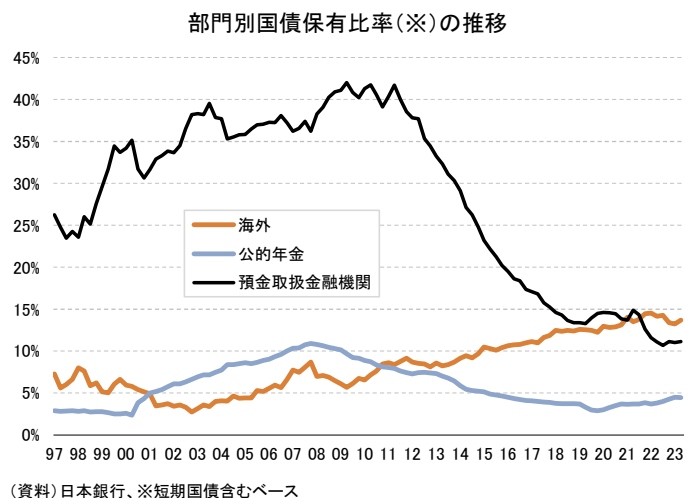
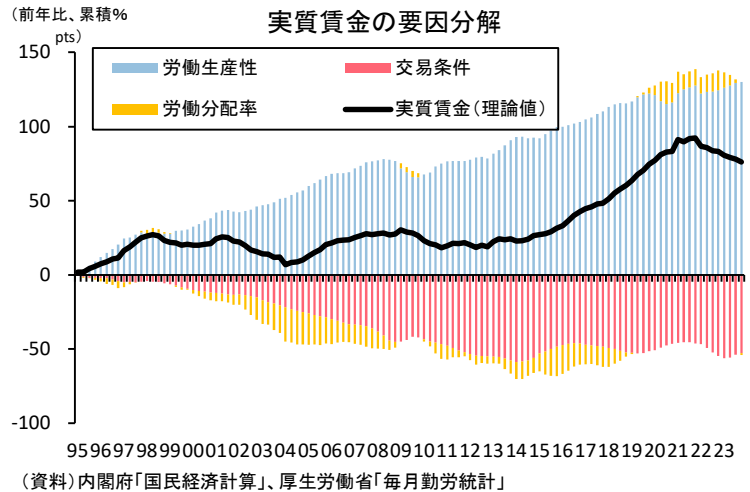
上がっていることに加え円安による為替差益が乗っているという側面が小さくないだろう。現預金の増加をさらに詳しく見ると、流動性預金や外貨預金などが増えている。後者の増加が円安の影響であることは論を待たない。前者の増加はインフレが定着する中、家計から企業へ、企業から政府へと所得移転が進む様子が透ける。

～インフレ税の争点化という円安リスク～

前頁図を一瞥して分かる通り、過去四半世紀において、わずか1～2年の間に日本の政府財政がこれほど顕著に改善したことはない。過去の本欄でも述べた通り、政府債務残高を圧縮（財政再建）する手法は①歳出を減らす、②歳入を増やす、③インフレを進める（or インフレが進む）があり、いずれの選択肢も相互排他的ではない。長年、日本は①や②に消極的な姿勢を続け、経済・金融情勢を刺激する方法としてはほぼ例外なく円安を選んで

きた（少なくとも円高は全力で阻止してきた）。結果、交易条件の悪化を通じて海外への所得流出が続き、これが実質賃金を押し下げてきた（図）。当然、実体経済の回復は遅滞し、財政再建も進むはずがなかった。政府の意図はともかく、客観的に見て日本がインフレ税導入を通じた財政再建に進み始めたという状況証拠は否定しがたい状況にある。

現状、「日本におけるインフレ税」が金融市場で明確なテーマ性を帯びているわけではない。しかし、一部報道²では取り上げられており、徐々に認知が進んでいる印象もある。外形的な事実として円買い為替介入や日銀の引き締め措置など、政府・日銀として通貨安やインフレに対抗するような措置が取られている以上、「意図的にインフレ税を創り出そうとしている」という主張は邪推の域を出ない。しかし、今後、直情的な為替市場が為替介入や利上げを期待するような状況が到来し、それが思惑通りに行われなかった場合、痼癬を起した為替市場を中心として「日本におけるインフレ税」が争点化する展開は十分考えられる。そうなった時、日銀会合が近づくたびに利上げの催促が行われ、期待に応えれば「日米金利差はまだ大きい」などと不足を指摘されて円売り、現状維持ならば「やはりインフレ税を狙っている」と指摘されて円売りといった



² 日本経済新聞「「インフレ税」シナリオの現実味 円安が試す利上げ耐性」2024年6月30日付

四面楚歌の状況に陥る可能性がある。繰り返しになるが、政府・日銀の意図は別にして、事実として起きていることがその通りなのが痛いところだ。

これまで、円金利の安定は日本国債が内国債であるという事実が免罪符のように使われてきた。しかし、前頁図に示されるように、海外部門による国債保有比率(短期国債含むベース)は 2000 年 3 月末の約 5%から現在は約 14%まで約 3 倍に上昇している。先週、議論した主要株価指数の国際比較もその 1 つであるが、為替市場が日本に対し「制御不能なインフレや通貨安に陥っている容疑」をふっかける有力な材料が揃いつつあることを念頭に中長期的な円相場見通しを検討したい。

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/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
2024年7月16日	復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～
2024年7月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年6月分)
	週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半期を終えて～円は真正正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見通し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結資金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしろ」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分)
	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
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～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想バスのについて
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」が「再燃の入口」か～米3月CPIを受けて～
2024年4月10日	過去最高ベースだった「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