

みずほマーケット・トピック(2025 年 7 月 15 日)

日本版トラスショック再考～現実味を考える～

本邦政局リスクを念頭に置いた円売りや債券売り(円金利上昇)が注目され始めている。22 年に英国で発生したトラスショックとの比較論を持ち出す向きも増えつつある。結論から言えば、トラスショックほどの急激的な動きは考えにくい、「膨大な対外純資産、経常黒字があるから大丈夫」といった議論は慎重に評価すべき。日本版トラスショックを否定する立場の意見をまとめると、①英国は経常赤字国だが日本は経常黒字国であること、②英国は対外純債務だが日本は対外純資産国であること、①・②の結果として③日本国債の大部分は国内消化されていること、④日本は「政府債務残高÷名目 GDP」こそ大きいものの、「政府利払い費÷GDP」の比率で見れば英国ほど高くないことなどが論拠として挙げられることが多い。しかし、これらの材料は盤石とは言えない。今回の本欄ではまず①と②について解説する。英国は「未成熟な債務国」、日本は「成熟した債権国」であり、統計上は日本の対外経済部門の頑健性は確かに勝っている。しかし、それを額面通り受け止めて良いのか。踏み込んだ理解が必要である。

～日本版トラスショックはあるのか？～

昨日の本欄では本邦政局リスクが金融市場に与える影響、とりわけ円売りや債券売り(円金利上昇)と絡めて 2022 年に英国で発生したトラスショックとの比較論を持ち出す向きもあることに言及した。また、4 月以降、20 年、30 年、40 年といった超長期金利の騰勢が注目され続けており、その警戒ムードは足許で再び強まっている。7 月に入ってから 10 年金利も 1.50% 台に寄せ、昨日は 1.55% をつけている。これも選挙後の拡張財政を懸念した動きとの見方は根強い。昨日の本欄でも述べたように、基礎的な諸条件が異なるため、一概に日英比較をするわけにはいかない。結論から言えば、トラスショックほどの急激的な動きは考えにくいとしても、過去に言われてきた「日本国債は内国債だから大丈夫」、「膨大な対外純資産、経常黒字があるから大丈夫」といった議論を現在に当てはめることにも慎重さは必要になっているというのが筆者の基本認識である。

簡単にトラスショックのおさらいをしておこう。スキャンダルを受けて辞任に追い込まれたジョンソン英首相に代わって 2022 年 9 月に就任したトラス首相は就任以前から金融市場で強く懸念されていた大型減税を中心とする拡張財政路線を断行することを発表した。具体的には所得税の最高税率撤廃、法人税率引き上げの中止、国民保険料の引き下げ、印紙税の減税などを中心とする経済政策(通称:ミニバジェット)を打ち出した(図)。しかし、これを受けて英国債市場では長期金利が急騰、同国年金基金の破綻懸

トラス政権の減税政策 (mini-budge)

政策項目	内容
所得税の最高税率の撤廃	45% → 廃止 (最高は40%に)
法人税率の引き上げ中止	19% → 25%の予定を撤回
国民保険料 (NI) の引き下げ	1.25pt分の引き上げを撤回
印紙税の減税	不動産購入時の税金減免
エネルギー価格抑制策	家庭向け上限設定など。約600億ポンド規模 (6か月分)

(資料) 各種報道より筆者作成

の打ち出し(図)。しかし、これを受けて英国債市場では長期金利が急騰、同国年金基金の破綻懸

念からイングランド銀行(BOE)が無制限の長期債購入に追い込まれる事態にまで至った。また、為替市場では英ポンド/ドル相場が 1985 年以來の最安値(1.035 ドル)を更新、株式市場では FTSE 株価指数も 1 年ぶりの水準まで急落するなど、金融市場は「英国売り」一色に染まった。なお、先進国の経済政策運営に言及するのは極めて異例だが、IMF も緊急声明を発表した。

BOE の介入により金融市場は徐々に落ち着きを取り戻したものの、トラス首相自身への信認が戻ることは無く、結局、2022 年 10 月 20 日、就任からわずか 45 日で退任に追い込まれた。これがトラスショックの顛末である。当時は BOE がパンデミック後の緩和の巻き戻しとして量的引き締め(QT)に着手するタイミングとも重なっていたという間の悪さもあったが、金融市場の警告を振り切るような経済政策運営は潜在的に大変なリスクを抱えていることを実証したと言える。

～日本版トラスショックはあるのか？～

では、日本がこのような事態(以下日本版トラスショック)に陥ることはないのか。往々にして「問題ない」という立場の意見をまとめてみると、①英国は経常赤字国だが日本は経常黒字国であること、②英国は対外純債務国だが日本は対外純資産国であること、①・②の結果として③日本国債の大部分は国内消化されていること、④日本は「政府債務残高÷名目 GDP」こそ大きいものの、「政府利払い費÷GDP」の比率で見れば英国ほど高くないことなどが論拠として挙げられることが多い。しかし、これらの材料は決して盤石とは言えない。今回はまず①と②について説明したい。

本欄の読者であれば、①や②を理由として日本の頑健性を強調することの危うさに直ぐ気づくのではないかな。確かに、経常収支やその結果としての対外純資産(or 債務)残高に関して言えば、日英の差は極めて大きい。経常収支(対名目 GDP、%、2024 年)を国際比較した場合、IMF の世界経済見通しにおいて先進国としてグルーピングされる 41 か国中、英国は 36 位の▲3.4%である。これに対して日本は 17 位の+4.8%だ。金額で言えば

世界の対外純資産・債務国(上位・下位10か国、兆ドル)

国名	純資産国	国名	純債務国
ドイツ	3.64	米国	-26.23
日本	3.49	ブラジル	-0.75
中国	3.30	スペイン	-0.73
香港	2.04	フランス	-0.62
ノルウェー	1.74	メキシコ	-0.59
カナダ	1.72	オーストラリア	-0.42
スイス	1.34	インド	-0.37
韓国	1.15	英国	-0.35

(資料) IMF

英国は 39 位の▲1227 億ドル、日本は 3 位の+1930 億ドルである。この①の累積が②になるため、必然的に対外純債務国の英国と対外純資産国の日本という彼我の差も極めて大きくなる。2024 年末時点で英国は▲3513 億ドルの対外純債務国であるのに対し、日本は+3.49 兆ドルの対外純資産国である。ちなみに英国は対外純資産が大きい国順に数えて世界 103 位、日本は 2 位である。ちなみに、周知の通り、1 位はドイツで 3 位は中国だ(図)。対外経済部門の頑健性という点に照らせば、日本と英国は比較にならないほど日本が勝っている。

～張り子の「成熟した債権国」～

しかし、問題はここからである。これまで繰り返し議論してきたように、第一次所得収支から構成される日本の経常黒字や直接投資が 6 割弱を占める日本の対外純資産は日本国内へ回帰してこない可能性がある。日本が獲得・保有する外貨は「数字」としては大きいものの、それが円の支えにな

るかどうかは別ということだ。慢性的な自国通貨買い需要を孕む貿易黒字とは異なり、第一次所得収支黒字は外貨のまま再投資される現地法人の内部留保はもちろん、有価証券の利子・配当金も基本的には複利の効果を企図して再投資される部分が大きいと考えられる。第一次所得収支黒字こそ日本の(統計上は)外貨獲得の源泉なのだが、獲得した先の話も考えなければならない。

それでも経常黒字や対外

純資産国という事実が「日本版トラスショック」の免罪符になるのか。筆者は危険な考え方だと思う。「国際収支の発展段階説」に照らせば、日本は「成熟した債権国」であり、元々金融収支上の資本

国際収支の発展段階説

	①未成熟な債務国	②成熟した債務国	③債務返済済国	④未成熟な債権国	⑤成熟した債権国	⑥債権取り崩し国
経常収支	赤字	赤字	黒字	大幅黒字	黒字	赤字
財・サービス収支	赤字	黒字	大幅黒字	黒字	赤字	赤字
第一次所得収支	赤字	赤字	赤字	黒字	大幅黒字	黒字
対外純資産	赤字	赤字	赤字	黒字	大幅黒字	黒字
金融収支	黒字	黒字	赤字	大幅赤字	赤字	黒字
例	英国		中国	2012年頃までの日本	日本	米国

(資料)筆者作成

流入に依存した国ではない。その代わりに経常収支からの資本流入が国債を含む国内の資金循環構造を支えていた。しかし、実はその経常収支もキャッシュフローベースで見れば赤字、すなわち日本は「仮面の黒字国」なのではないかというのが筆者の近年の仮説である。だとすれば、統計上は「成熟した債権国」と考えられている日本の実情は「債権取り崩し国」としての側面もあるということではないか。英国が「未成熟な債務国」だから「成熟した債権国」の日本とは比較できないというのは表面的にその通りだが、それが本質的な議論とは思えない。第一次所得収支黒字が国内回帰しないという前提を踏まえれば、「成熟した債権国」という地位は張り子ではないだろうか。

片や、英国は国際金融センターとして金融収支の黒字(資本流入)に依存する構造にあった。こうした前提条件を踏まえると、トラス政権のように「金融市場の思惑に堂々と歯向かう」という行為は即、足の速い金融商品からの資本流出を促し、激しい混乱に直結する。実際にその通りになった。日本がこうした英国ほど脆弱とは思わないが、国際収支統計のイメージから得られるほど、両者の乖離が大きいとは限らないというのがポイントではないだろうか。

今回の本欄では③や④といった政府債務関連の計数比較を行った上で日本版トラスショックの現実味を検討するが、少なくとも対外経済部門について統計上の比較を行い、「英国とは違う」と安堵感を得るのは危うい認識だと強調しておきたい。

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
2025年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年6月分)
	日本政治の現状と展望～日本売りの材料になる政治～
2025年7月11日	週末版
2025年7月10日	追い詰められているのは米国も一緒～TACOの前提～
2025年7月9日	関税の緩衝材となる円安～日銀の判断は～
2025年7月8日	膠着する家計の投資意欲とその今後
2025年7月7日	物価高対策を巡る不可思議～王道は利上げ～
2025年7月4日	週末版
2025年7月3日	今、考えるユーロ/ドル相場の高値目途
2025年7月2日	インフレ適応が続く家計、諦観強まる若年世代
2025年7月1日	25年上期レビュー～「欧州の強さ」と「円の弱さ」～
2025年6月27日	週末版
2025年6月26日	NATO首脳会議～動き出した欧州の戦略的自律～
2025年6月25日	「米国離れ」は本当なのか～4月に起きていたこと～
2025年6月24日	衰えないスイスフラン～欧州資産へのローテーション～
2025年6月23日	目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安
2025年6月20日	週末版(FOMCを終えて～ドル/円相場への含意～)
2025年6月18日	貴かれなかった「べき」論～優しさの代償は？～
2025年6月16日	中東事変とドル/円相場への影響～円売り優勢～
2025年6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分)
	週末版(変わるドル凋落相場の背景～米国主導ではなく他国主導に～)
2025年6月12日	日銀会合レビュー～「もう関与しない」を示す時～
2025年6月11日	円の基礎的需給環境について～暴落後の挙動～
2025年6月10日	新しい対内直投目標の読み方～「骨太の方針」～
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて～年金運用への注文？～
2025年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面の終わり？～)
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会レビュー～利下げは当然視できる？～
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか？
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落～24年末対外純資産について～
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉～日本との違い～
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場の現状について～堅調に潜むリスク～)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0～争点化する自動車～
2025年5月19日	米国価格下げの影響～急性的ではなく慢性的～
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分)
	週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ～3度目の光景～
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について～25年1～3月期～
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その②～
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて～その①～
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて～むしろ心配になる米EU交渉～)
2025年5月8日	FOMCを終えて～デュアルマンドートの拮抗～
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて～「何もわからず、何も決められず」の状況～)
2025年4月28日	EUの対米戦略について～「デジタル赤字への課税」も～
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告～WEOとGFSR～
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談レビュー～為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月スタッフ見通しの重要性を強調～)
2025年4月17日	マールアラウゴ合意の読み方～40年前の再現は不可能～
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分)
	日米通商交渉レビュー～論点の検討～
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり～不穏なベッセント発言～)
2025年4月9日	トランプ大統領はJカーブ効果に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か？
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか？
2025年4月4日	週末版(正論を掻き消す時代の振り子～デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書～)
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望～輸出は減り、輸入は増える～
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
2025年4月1日	1～3月期の為替市場外観～割を食うユーロ圏～
2025年3月28日	週末版(世界に広がるスタグフレーションシナリオ～25%自動車関税の行方～)
2025年3月25日	インフレに適応する家計部門～「貯蓄」から「逃避」～
2025年3月24日	インフレか、デフレか～FOMCを終えて～
2025年3月21日	週末版(日銀会合を終えて～「史上最大の円ロング」、2つの先行き～)
2025年3月18日	「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について
2025年3月17日	日銀会合レビュー～現状維持が基本に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年2月分)
2025年3月14日	週末版(史上最大だった対外直接投資～厚くなる日本の「仮面」～)
2025年3月12日	過去最大の円ロングに勝算はあるのか？
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」～EUの場合～
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」～ドイツの場合～
2025年3月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～拡張財政路線の足音～)
2025年3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～後編～
2025年3月4日	トランプ発言を受けて～「円安はずるい」の一点張り～
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る～前編～
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー～「壁の内側」では何も変わらず～
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド～追加関税の副作用～)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)