

## PRAEVIDENTIA WEEKLY (9月27日)

## キャピトルヒルのドルバーゲン

## 要約

現在市場では、米議会の財政関連審議（来年度暫定予算および債務上限引上げ）と本邦の消費増税と法人減税の議論が注目されている。10月半ばにかけては米議会での瀬戸際政策がドル安リスクとなり、6月半ば以降の下値サポートである97円台を一時的に割り込むリスクもある。但し、本邦サイドの財政関連の議論は、来年4月の消費増税実施はほぼ決定とみてよく本邦株式市場も織り込み済みで、株安からくる円高リスクは低くなっているほか、増税からくる景気悪化のバッファとして追加金融緩和期待も高まり易く、円安圧力も伴う。更に、一步引いて今後数年の日米財政見通しをみると、米国の改善傾向は日本より速く、将来的な財政リスクの面でもドルの地合いは改善しているといえる。10月前半の米財政審議を受けた一時的なドル安は、格好のドル/円押し目買いの好機となる。

## 米議会の財政審議はドル安リスクだが

米議会ではまず10月1日から始まる新しい財政年度の予算案成立の目途が立たない中、短期間の暫定予算案を通し急場をしのぐ予定となっている（9月28日に上院で採決される暫定予算は10月1日から11月15日まで）。30日までに暫定予算案が議会上下両院を通過し大統領の署名がされないと、一部政府機関が閉鎖されるリスクがある。

更に、これをクリアしたとしても、10月半ば頃には連邦債務上限（現在16.7兆ドル）に達する見込みで、上限引上げ法案を可決する必要があるが、こちらは現在、下院で過半数を占める共和党が来年末頃まで借入が可能となる水準へ引き上げる条件としてObama大統領の医療保険改革法（オバマケア）の1年先送りを求めている模様で、10月半ばにかけては米議会における財政関連審議に関するヘッドラインで金融市場が不安定化し易く、為替市場ではドル/円が下押し圧力を受ける状況が続こう。

財政問題に関する米議会両党の対立は以前から何度もみられており、市場も慣れっこになっているため、政治家が「市場を人質に取って」交渉を妥結させるという手は使えないものの、2011年に共和党の強硬姿勢が結果的に米国のソブリン格下げを招いたとの批判もあり、強硬姿勢から得られるメリット（党としての主張を通す）・デメリット（景気や市場への悪影響と党支持率低下の可能性）を比較衡量すると結果的には政府機関閉鎖という事態は回避される可能性が高いだろう。

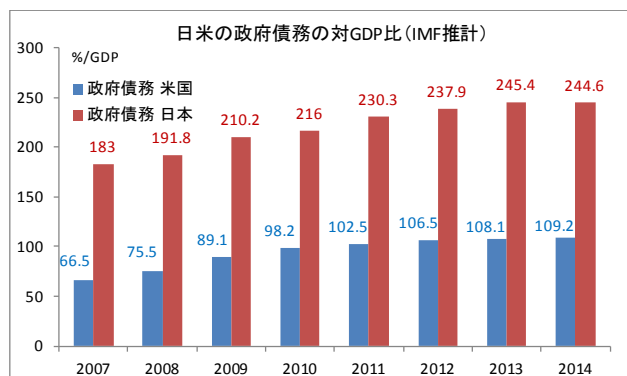
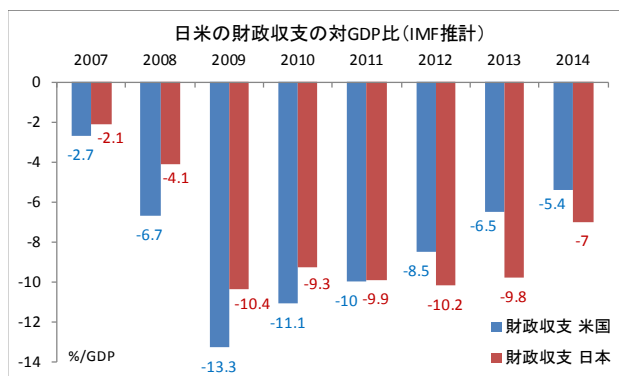
## 本邦増税関連議論はむしろ円安圧力に

他方、本邦サイドでも財政問題の議論があるが、財政再建如何というよりは、財政緊縮の景気への影響の面が議論の中心といえ、米国とは全く異なる視点からの注目となっている。一つは消費増税で、10月1日午後6時に安倍首相が記者会見で来年4月から8%へ引き上げるか否かを正式に表明する見込みとなっている。足許の日本の循環的景気回復の下では消費増税を見送る根拠に乏しく、議論の焦点は消費増税の可否というよりも増税後の景気悪化をいかに軽減するかシフトしてきている。このため消費増税自体は既に市場も織り込んでいるとみられ、増税決定でも株安・円高といった反応は殆どないだろう。

他方、もう一つの焦点として、消費増税による景気悪化への対処策として時折浮上する法人減税の議論があり、これはアベノミクスの成長戦略の一部ともみることができ、市場受けし易く株高・円安の反応を招き易い。麻生財務相は再三、法人減税よりも投資減税の方が効果的としており、法人減税が来年4月までに実現する可能性は低いように思われるが、市場の期待は根強い。更に、財政政策面では対応策が出なくとも、金融政策面で日銀の追加緩和（マネタリーベース残高目標引上げなど）の実施への期待感も高まり易い。結果として、アベノミクス下での消費増税は、成長政策や追加金融緩和策を伴うため、むしろ円安圧力を生む状況となっている。なお、本来は本邦株価と円相場の因果関係としては、円安→輸出企業の収益改善期待で株高、という流れだったが、最近はその両者の相関性（株高・円安）が非常に高いことから、投資家が株高を眺めて円売りを行うという現象が起きている。

## 中期財政見通しは米国が優位

ここで一步引いて、日米の中期財政見通しをみてみよう。米国ではリーマンショック後に財政赤字が急拡大、一時 GDP 比で-13.3%へ上昇したが、その後の景気回復と財政再建措置もあって急速に改善しており、来年には-5.4%へ低下する見通しとなっている（IMF4月WEO、[下図を参照](#)）。米議会予算局（CBO）の試算によれば、IMFとは算出方法に違いがあるとみられるものの、今年にも対GDP比で約-4%、2015年には-2%へ更に縮小する予想となっている（[CBO長期財政見通し](#)を参照）。他方、日本の財政赤字のGDP比は金融危機前はむしろ米国より小さく、リーマンショック後の最悪期は09年の-10.4%前と米国ほど悪化しなかったものの、円高化での景気低迷もあって改善は遅く、来年に消費増税が予定通り実施されるとして-7%へ改善する見通しだが、上述のように法人減税や投資減税が導入されると財政収支改善はより緩やかとなるはずだ。結局、日米を比較するとやはり米国の改善の方が速く、赤字のGDP比水準もかつて危機の閾値とされた3%から遠くない水準に向けて収束する見込みとなっている。ねじれ国会下での国会運営の困難から短期的な財政問題とドル売りが意識されがちだが、より長い目で見た米国財政の改善は相対的にペースが速く、先行きのドル安リスクを後退させるはずだ。



## 短期的なドル安は押し目買いの好機

以上を総合すると、米議会における財政審議の遅延はドル安要因だが、目先注目される本邦の消費増税を巡る議論はむしろ円安圧力を生む軽減措置を伴うことからドル安円高が限定される。更に、10月中の財政リスクを切り抜けると、そこには本邦より早いペースで改善に向かう米国財政の姿があり、景気の回復傾向やFedによる量的緩和縮小開始と相俟ってドルの上昇モメンタムを強める見込みだ。10月半ばにかけてドル安局面、例えば6月以降の下値支持線が通る97円台を割り込むようなことがあるとすれば、それは絶好のドル押し目買いの好機となるだろう。

### ディスクレイマー

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。

ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいませようよろしくお願い申し上げます。

当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。

当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。