

みずほマーケット・トピック(2014年4月14日)

アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～

豪州出張を受けた印象はアベノミクスに対する国内外の評価に温度差が生じているということ。量的・質的緩和(QQE)から1年が経過し、日本国内では「今年がアベノミクスの正念場」といったトーンが散見されるのに対し、海外に居住している市場参加者の目からすると、「日本経済は上向きムードで、上げ潮の最中だと思っていた」という見方が依然多いという印象を受けた。国外における日本経済への評価がさほど悪くない理由を問い質してみると、依然として株高であること、消費者物価指数(CPI)が上がっていることの2点が印象操作に大きく貢献していそう。コストプッシュインフレであるCPI上昇は褒められたものではないが、とりあえずは宣言通りに物価高を演出できている事実に敬意を表しているといった段階か。だが、日本の居住者からすればCPI上昇という事実よりも、その中身まで吟味する必要がある。実質賃金は1993年頃の水準まで低下しており、この反転がない限り、海外市場参加者の期待もいつかは剥落するだろう。完全雇用の失業率は「雇用規制で作られた数字」ではないか。

～国内外の市場参加者の温度差は未だに広そう～

筆者が豪州出張中の先週の為替相場は米国株の急落に伴い日本株が売られる中、円が大きく買い戻される展開となった。とはいえ、101.30円台までの動きであり、101円を割り込んで年初来安値を狙いに行くような動きには至っていない。アルゼンチン・ペソ急落やウクライナ騒動のような「事故的なイベント」に見舞われても下値を保ってきたというのが今年ドル/円の特徴だが、今回の急落においてもある程度は安心して見ていられるような値動きを感じる。

ところで、先週の日本株急落を持ち出すまでもなく、量的・質的緩和(QQE)から1年が経過した今、日本国内では「今年がアベノミクスの正念場」といったトーンの見方は増えているように思う。後述する実質賃金の低下を踏まえれば、これは当然の流れだろう。今更になって「円安になっても輸出数量が増えてこない」とか、「物価が上がると言っても全てコストプッシュで生活が苦しくなるだけではないか」といった批判が出てくることにはやや辟易とせざるを得ないが(そのような指摘は本欄を含め、リフレ政策に疑義を唱える向きが2012年末時点から一貫して予想していたことである)、とりあえずQQEを導入した1年前の礼賛ムードと比べれば現状は確実に変わりつつある。

しかし、今回海外出張を経て、海外(今回の場合は豪州)に居住している市場参加者の目からすると(それが日本人であろうと外国人であろうと)、「日本経済は上向きムードで、上げ潮の最中だと思っていた」という見方がまだかなり多いという印象を受けた。悲観色が強い筆者の現状認識を説明すると、「そのような認識は非常に意外だった」という反応が殆どであった。筆者からすれば、未だに海外から見たアベノミクスやそれを受けた日本経済がそこまで好意的に捉えられていることの方が非常に意外である。2012年11月にスタートした時点からそうであったが、ここにきて国内外の市場参加者に対するアベノミクスないし日本経済を巡る温度差はかなり広がっているように感じる。日

経平均株価が未だ 14000 円弱を維持しているのは海外市場参加者の望みが完全に途切れていないことを示すのかもしれない。

～温度差は豪州経済に対する評価にも～

なお、内外の市場参加者が感じる温度差と言え、豪州経済への評価にも当て嵌まるようにも思えた。当地に住んでいる人間からすると「豪州の物価は異様に高く、その背景には異様に高い人件費がある」というのが共通の問題意識としてあるようだが、そのような危うい実態が豪ドル相場の相場観に織り込まれているとは考え難い。ちょうど 1 週間前の 4 月 7 日、ブルームバーグが『料理人の年収が 3400 万円－豪LNG業界の人件費抑制を要請』と報じているが、豪ドル相場の実質為替レートは名目為替レートだけでなく、物価面からも押し上げられるような状況にある。今後、目立って物価が低めに誘導されていかない限り、名目為替レートの面から調整(急落)を迫られる可能性は直感的に懸念し得る。事実、出張者として感じられる財・サービスのコストは極めて高いものであった。(例えば 500ml のペットボトルの水は空港で 4 豪ドルである)。この辺りの考察は別途行いたい。

～成功している株価と CPI による印象操作～

話を日本に戻すと、国外における日本経済への評価がさほど悪くない理由を問い質してみると、依然として株高であること、宣言通りに消費者物価指数(CPI)が上がっていることの 2 点が印象操作に大きく貢献していそうである(それは「期待に働きかける金融政策」が奏功しているとも言える)。その他にも「2020 年東京オリンピック招致成功を受けてムードは上向きに決まっている」というややバイアスがかかった見方も燻っているように思われた。株高に関しては、先週段階で日経平均株価が主要株価で最も下落しており、そのような強気の見方が維持できるのか、正念場を迎えている。本欄では引き続きドル建て日経平均株価「150 ドル」の節目を重視し、1 ドル＝110 円を上値限度とすると(『中期為替相場見通し』をご参照)、16500 円程度が年内の上値目途ではないかと考えている。

もう 1 点の大きな材料である CPI の騰勢は確かに事実だが、輸入物価上昇を介した純然たるコストプッシュインフレであり、直近まではこれに加えて消費増税前の駆け込み需要を捉えた企業の強気な価格設定という季節要因も効いていた。株式及び為替市場の参加者が CPI 上昇の中身まで吟味してアクションを取ることはなく、とりあえずは宣言通りに物価高を演出できている安倍政権及び黒田日銀に敬意を表しているといった段階ではないかと思われる。

～実質賃金に耐えかねる国内～

しかし、日本で労働をして、賃金を稼ぎ、生活をしなければならない者にとっては CPI 上昇という事実よりも、その中身の方まで吟味する筋合いにある。国内におけるアベノミクスへの評価が 1 年前の一方的なムードから変わってきている背景には、安倍政権の外交姿勢なども理由として挙げられそうだが、ひとえに「物価上



昇に賃金上昇が追いつきそうもない、話が違う」という雰囲気が強まっている点が大いと思われる。要するに海外市場参加者も、国内市場参加者も CPI を材料にアベノミクスへの評価を下しているものの、その意味するところは正反対というのが現状と思われる。

国内における懸念を一言で表せば、それは実質賃金の下落である。前頁図は物価変動を加味した実質賃金指数(決まって支給される給与、5人以上、全産業、季節調整済み)だが、これは2014年1月時点で1993年並みの水準まで低下している。この大きな低下は2013年5月頃から始まっており、言うまでもなくQQEによる「円安→輸入物価上昇」を受けた動きである。賃金が物価調整ベースで20年前の水準に接近している以上、上げ潮ムードなど感じるはずがないし、この動きが続けば遠くない将来に必ず政治的な関心が高まるだろう。そうして実質賃金の下落にあたふたする安倍政権に対し、海外の市場参加者は今のような好意的な評価を与え続けることが出来るのだろうか。また、何よりも怖いのは、そうしたコストプッシュ型のCPI上昇をもたらしたのが円安であり、円安をもたらしたのが他でもないQQEであることを踏まえれば、たとえ株が下がったからと言って世論が簡単に追加緩和を許さないかもしれない、ということである。追加緩和のできないアベノミクスを海外市場参加者が評価するとは思えない。

～実質賃金と共に剥落が懸念される海外の期待～

こうして考えると、国内外のアベノミクスへの評価に対する温度差の根底には、実質賃金下落を肌で感じる国内居住者とヘッドラインのCPIや株価だけを見て評価を下す国外居住者の違いがあるように思えてならない。だとすれば、今後、実質賃金の反転が見られれば、温度差は海外市場参加者の方へ鞘寄せされる格好で修正されるだろう。だが、それは難しいと筆者は考えている。

確かに、日本の失業率は2月時点で3.6%と極めて低い水準にあり、黒田日銀総裁においては現状を「完全雇用に近い」と表現している。最近見られるようになった需給ギャップ解消発言もその一環である。実際、海外でも失業率の低さを好意的に評価する声はあった。「今後は労働需給の逼迫に合わせて名目賃金も上がってくる」、普通の発想に従えばその気持ちは分からなくもない。本当にそうならば日本株を買い増しすることも理に適っている。



だが、解雇が難しい日本型雇用ではそうした普通の発想は通用しない。解雇ができない以上、企業内には相応の「社内失業」が存在することが推測され¹、雇用維持のために賃上げの原資がつぎ込まれているような状況が厳然と存在する。今後、完全雇用に接近したことの結果として実質賃金が反転してくれば問題ないが、恐らく完全雇用は「雇用規制により作られた数字」であり、名目賃金は上がってこないだろう。残念ながら海外市場参加者の期待に応える格好で実質賃金が反転することは考え難く、むしろ下落に伴って彼らの期待が剥落することを懸念したいところである。

¹ 2009年度の『経済財政白書』は企業が雇用を抱えている「雇用保蔵(企業内失業)」が最大607万人に及ぶとの試算を示した。

需給ギャップ解消や完全雇用到達といった明るいトピックが最近話題を集めているが、その背後にある問題は見逃してはならない非常に重要なものなので明日以降の本欄で別途議論したい。

以 上

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。

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/egson.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト?～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか?～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに預いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高率制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10～20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店動向は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウエイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・プットの芽生え?～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を測る時なのか?
2013年10月21日	勢いつく「敵失」のユーロ高「1」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分断化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か