

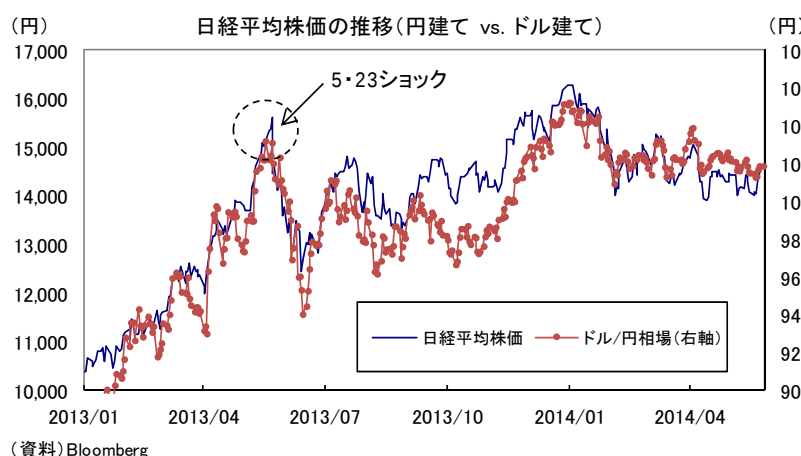
みずほマーケット・トピック(2014 年 5 月 27 日)

「5・23」ショックから 1 年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～

先週 23 日(金)でちょうど「5・23 ショック」から 1 年が経過した。足許の日経平均やドル/円はその当時の引け値とほぼ同水準であり、アベノミクスが最も効果を及ぼす 2 つの資産市場は、「あの日」を境にピークアウトした感が強い。日本経済は内需主導のシナリオに沿って進んではいるものの、消費増税前の駆け込み需要の反動が現れてくる今年 4～6 月期以降もこの堅調さを維持できるかが本当の勝負だろう。また、経常利益と営業利益の乖離がかつてないほど大きくなっていることをどう読むかも気にしたい。金融市場(株価や為替)の目を気にして、「どう見(魅)せるか」ばかりに執心する政策はもはや限界であり、地に足が着いた「第三の矢」を期待したい。

～「5・23 ショック」から 1 年～

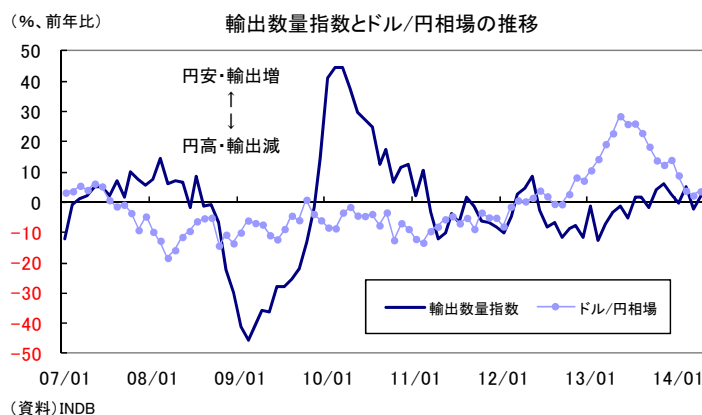
先週 23 日(金)でちょうど「5・23 ショック」から 1 年が経過した。昨年 5 月 23 日、日経平均株価は取引時間中に 15942 円の当時の年初来高値をつけたが、結局終値では 14483 円(前日比 ▲1143.28 円安)まで急落した。また、同日のドル/円相場も当時年初来高値の 103.57 円をつけたが、一時は 101 円割れまで急落しており、結局は 102 円付近で



ひける動きが見られた。現状に目をやれば、日経平均にしても、ドル/円にしても、その当時の引け値とほぼ同水準(5 月 27 日現在で 14700 円付近、102 円弱)であり、アベノミクスが最も効果を及ぼす 2 つの資産市場は、「あの日」を境にピークアウトしたといっても過言ではない。また、日経平均株価は今年 2 月 4 日に、ドル/円相場は先週 19 日(月)に、長期的な趨勢を表す 200 日移動平均線を下抜けており、やはり失速感は否めない。「5・23 ショック」翌日の本欄 2013 年 5 月 24 日号では『大幅調整を機に「Back to basic(基本に戻る)」～今、思い返す白川前総裁退任会見～』と題し、以下の白川前総裁の言葉を引用して、加速する株高に警鐘を鳴らした：

- 『「市場との対話」という言葉は、時として、中央銀行の言葉や表現で市場を動かす、ということに力点が置かれているようにも感じますが、やや長い目で見ると、経済の動きを規定するのは、やはりファンダメンタルズです。言葉を裏付ける経済の実態や、政策が存在して初めて経済は動いていくと思います。』

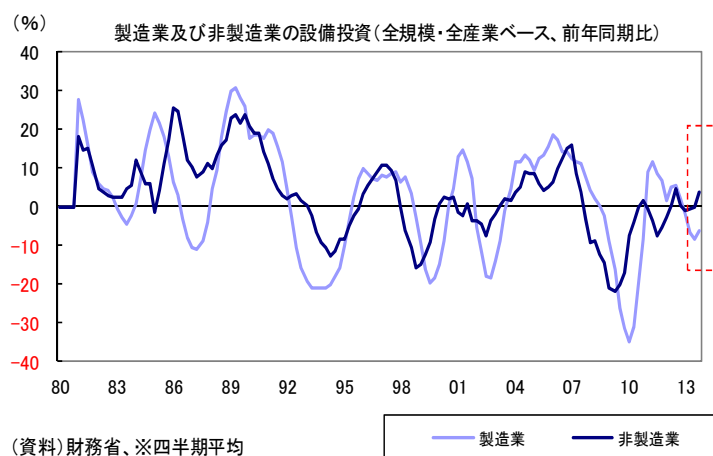
この当時の筆者は、「円安で輸出数量が増えて、増産に繋がり、雇用増→所得増→消費増の好循環に入ると期待するから株が買われたはず」と述べ、「今のところ円安が实体经济に与える“真っ当なルート”は閉じたまま」と懸念を示した。輸出数量は最近になって漸く伸びてきた様子が窺えるが(図)、それが貿易収支の改善に結びついていないことは周知の通りである。また、理論的に謳われる通り、ドル/円相場の上昇と輸出数量の間にラグがあることを踏まえれば、最近やっと増勢に転じてきた輸出数量も年初来のドル/円の失速を反映して伸び悩んでくることが警戒される。「持続的な輸出数量の増加がなければ、円安による景気下支えは立ち行かない」との見立ては、1年前も現在も変わらないものである。



～外需よりも内需、製造業よりも非製造業～

もっとも昨年 10 月の「展望レポート」以降、日銀の景気認識は「外需の失速を内需でカバーする」という色合いが濃くなっており、輸出数量が不調でも回復シナリオに影響はないという建付けになっている。これは 1 年前と明確に異なる点だろう。4 月 30 日の日銀金融政策決定会合議事要旨でも「今回の景気回復は雇用誘発効果の大きい非製造業が中心となっているため、労働需給がタイト化しやすく、労働市場の面から物価が上がりやすくなっている」との記述が見られており、現状では「円安→輸出数量増→生産増→設備投資増→雇用増→賃金増」という旧来の好循環が想定されておらず、あくまで外需より内需、製造業より非製造業に軸足が置かれている。

しかし、このような回復シナリオは 1 年前から想定されていたわけではなく、「結果としてそうなった」というのが実情ではないか(それと裏表の事実として、ここまで貿易赤字が拡大することも想定されていなかったと思われる)。設備投資の趨勢を見ても、製造業がもたつく一方で非製造業は増加に転じており(図)、これは最近の人手不足や賃金上昇の議論と平仄が合う。しかしながら、人手不足はあくまでパートタイム労働者で局地的に発生しているものである。例えば今年 3 月時点の有効求人倍率は全体で 1.07 倍となっているが、これを一般労働者(フルタイム)とパートタイムに分けてみると、前者が 0.88 倍、後者が 1.28 倍となっており対照的である。もちろん、そうであってもパートタイムを含む非正規労働者の賃金が上昇すること自体は望ましい動きだが、雇用のミスマッチが存在し、「求人はあるが、就職には至っていない」というケースが常態化していれば、最近流行りの人手不足や

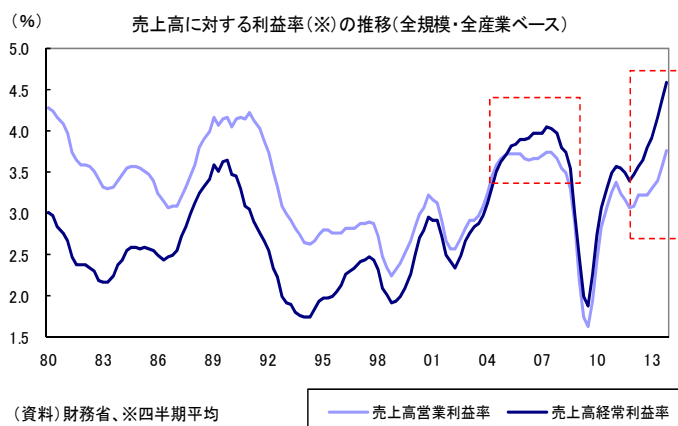


時給上昇といったキーワードが景気を押し上げるには至らない。そこで実際の就職件数に目をやると、2012 年半ば以降はむしろ前年比で減少基調となっており、本当に巷で言われるほど労働市場が活況を呈しているのかは疑義がある。この辺りは別途機会を設けて議論したい。

いずれにせよ、現状で政府・日銀が誇る内需主導の景気回復シナリオは、消費増税前の駆け込み需要の反動が現れてくる今年 4～6 月期以降にも同様のことを言い続けられるかが重要である。

～経常利益と営業利益の乖離～

なお、そうは言っても円安を受けて企業収益は大幅に改善しており、その結果として株価が上がっているという側面も確かにある。しかし、その中身を吟味することも必要ではないかと思われる。図は財務省『法人企業統計』から得られる売上高に対する営業利益及び経常利益の比率を過去 30 年余りについて見たものである。一見して分かるように、経常利益と営業利益の乖離(経常利益 > 営業利益)が過去に例を見ないほど大きくなっている。この差は営業外収益であり、法人企業統計では受取利息とその他営業外収益にしか分解できないが、その他営業外収益の相当部分が為替差益なのではないかと推測される(当然、未曾有の金融緩和で支払利息が押さえられていることも寄与しているだろう)。穿った見方をすれば「本業での儲けが今一つなのではないか」との不安に駆られる部分もある。なお、今よりも程度は小さいが、2005～07 年にもこの乖離現象は見られている。当時が円安バブルと呼ばれ、「戦後最長の景気回復」と呼ばれつつも「実感なき景気回復」と揶揄されたことを踏まえると、どうしても良い予感はない。



～「どう見(魅)せるか」ばかりに執心する政策はもはや限界～

「5・23 ショック」から 1 年が経過し、「第一の矢(巨額の財政出動)」と「第二の矢(未曾有の金融緩和)」の効果が一巡した今、いよいよ「第三の矢(成長戦略)」において地に足がついた政策が披露されるべき時が訪れている(その筆頭が本欄でも再三主張している雇用規制改革になってくると筆者は考える)。冒頭で見た金融市場の動きを見る限り、金融市場の目を気にして、「どう見(魅)せるか」ばかりに執心する政策はもはや限界にきていそうである。今一度、「言葉を裏付ける経済の実態や、政策が存在して初めて経済は動いていく」という白川前総裁の言葉を反芻し、株価や為替水準に一喜一憂しない政策運営を期待したいところである。

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/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか?～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か?～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか?
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
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～
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	相次ぐユーロ高牽制の読み方～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	燃料だけではない「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～外銀本支店勘定は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、そして国債ウェ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