

みずほマーケット・トピック(2014 年 9 月 9 日)

円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質 GDI～

昨日の為替相場ではドル全面高で、対ユーロでは 1.2882(13 年 7 月以来)、対円では 106.09 円(08 年 10 月以来)を記録。特筆される材料があったわけではないが、スコットランド独立に絡む英ポンドの急落やサンフランシスコ連銀のタカ派的な報告書がドル高の背中を押した模様。だが、ここにきて「これ以上の円安は日本経済にとってコストなのではないか」との財界要人発言が目立ち始めており、昨日は榊原経団連会長の「105 円は日本経済にとって適正な水準。今の水準で安定するのが適正だと思う」との発言が報じられた。足許の日本経済は、実質 GDP で見れば危機前の水準を復元しているが、交易条件が加味される所得面から捉えた実質 GDI は未だ危機後の世界を彷徨っている。「円安コスト」という新しい論点を考察する局面に入っているのではないか。

～5 年 11 か月ぶりの円安～

昨日のドル相場は続伸の展開。スコットランド独立を見据えた英ポンド売り/ドル買いが加速する地合いのなかで、ドル全面高となっており、対ユーロでは 1.2882(2013 年 7 月以来)、対円では 106.09 円(2008 年 10 月以来)をつけている。昨晩は FRB や日銀を巡って、特筆される動きがなかった以上、ドル/円急騰の理由としては英ポンド急落を指摘せざるを得ないだろう。但し、敢えて言えば昨日はサンフランシスコ連銀が「市場参加者は FRB の想定に比べて利上げペースを過小評価している」といった旨の報告書を公表しており、これが米金利上昇(10 年金利は 1 か月ぶりの高水準)に繋がり、ドル相場を押し上げた側面があったことは否定できない。

～いよいよ盛り上がり始めている円安コストの議論～

本欄では過去に何度も議論しているテーマではあるが¹、やはりここにきて「これ以上の円安は日本経済にとってコストなのではないか」との発言が散見されるようになっている。昨年来で目立った関連発言を挙げると以下のようなものがある(以下、引用元は全てロイター)

- 米倉元経団連会長「(100 円付近で足踏みするドル/円相場に関して)このへんが限度かなという気もする」(13 年 4 月 22 日)
- 梅森日銀名古屋支店長「(管内企業で)さらなる円安を望む声は聞かれない」(14 年 7 月 7 日)
- 渡辺国際協力銀行(JBIC)総裁「かなりの産業でこれ以上の円安は、損益にマイナスのところが増えてくる」(14 年 9 月 3 日)
- 榊原経団連会長「105 円は日本経済にとって適正な水準。今の水準で安定するのが適正だと思う」(14 年 9 月 8 日)

¹ 例えば本欄 2014 年 7 月 15 日号『円相場は損益分岐点か?～『さくらレポート』などを受けて～』をご参照下さい。

財界の中心にいる人物達から円安を牽制するメッセージが発せられていることは留意したい動きである。先週 4 日(木)の金融政策決定会合後の記者会見において、上記の渡辺総裁の見解について問われた黒田日銀総裁は「円安が日本経済に好ましくないとは思っていない」と述べているが、日銀の目指すべき消費者物価指数(CPI)の上昇が基本的には円安とこれに伴う輸入物価上昇に依存していることを踏まえれば、安易に円安を否定するわけにもいかないものと推測される(ただ、そのような見方に対して黒田総裁は「邪推だ」と述べ、否定している)。

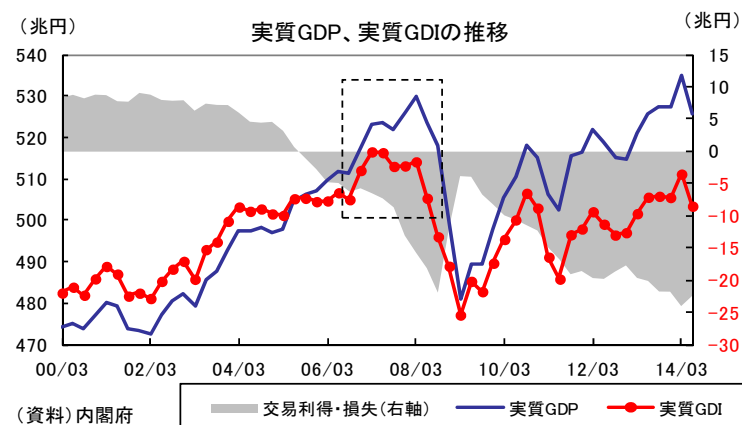
～「実感なき景気回復」の兆候:実質 GDI は未だ金融危機後の世界～

しかしながら、現実問題として財界要人の口からそのようなメッセージが出ていることには理由がある。円安コストを意識させる兆候は複数あるが、例えば最も重要な計数は実質賃金指数だろう。6 月時点で実質賃金指数(「決まって支給される給与、5人以上、全産業、季節調整済み」)は現行統計では過去最低の水準まで落ち込んでおり、概ね 1990 年代前半と同程度である(図)。こうした賃金環境を踏まえれば、個人消費が期待できる



ような状況では本来ない。本欄 2014 年 8 月 13 日号『本邦 4～6 月期 GDP1 次速報値などについて』でも言及したように、4～6 月期実質 GDP の落ち込みは単に 1～3 月期に発生した駆け込み需要の反動といった以上に、急な物価上昇に賃金の伸びが追いついていけず、実質賃金が急落していることと無関係ではない可能性がある。この点が財界でも意識されつつあるのではないかな。

経済全体に関しても、円安による輸入物価上昇は交易条件(輸出物価÷輸入物価)の悪化を通じて実質ベースで見た国内総所得(実質 GDI²)の伸びを押さえる。図示されるように、既に経済を生産面から見る実質 GDP については 1～3 月期時点で金融危機以前の水準を回復しているが、所得面から見る実質 GDI については未だ金融危機後の世界から抜け出せてはいない印象である。なお、



「実感なき景気回復」と揶揄された「戦後最長の景気回復」(2002 年 1 月～2008 年 2 月)を振り返って見ても、その終盤は実質 GDI が実質 GDP に大きく劣後する構図が見られたが(図中、点線四角部分)、足許における両者の乖離は当時の比ではない。

² 「実質国内総所得 (GDI) = 実質国民総生産 (GDP) + 交易利得 (損失)」である。なお、国民ベースの所得環境という意味では「実質国民総所得 (GNI) = 実質 GDI + 所得収支」が重要である。

～「円安コスト」という新しい論点～

いずれにせよ、ここにきて目立つようになってきた財界要人の円安牽制発言の裏には、通貨安に伴う所得流出や、その結果としての購買力低下への懸念があるものと思われる。重要なことは、通貨安に対して財界から問題意識が寄せられるという事実は、日本経済がこれまでとは異なる、新しいフェイズに突入していることを示している可能性がある、ということではないか。通貨安に依存する産業構造やマクロ経済政策(特に金融政策)では結局、所得面から経済を押し上げることが叶わないというのが現状の経済指標から読み取れる事実である。「円安コスト」というこれまで日本の経済史ではあまり問題にならなかった新たな論点を考察することが、日本経済が生まれ変わるための契機になっていくと思われる。

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.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レバトリの妥当性や今後の直接収支などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文？～
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ
2014年8月8日	ECB理事会を終えて～量み掛けるような口先介入は焦りの表れ？～
2014年8月7日	ハードデータに及び始めたロシア・ウクライナ問題
2014年8月6日	ECB理事会プレビュー～「最良の地合い」で現状維持～
2014年8月5日	BIS国際与信統計における欧州とロシアの繋がりにについて
2014年8月4日	ユーロ下落時のユーロ円化説の考え方～認識は変わらず～
2014年8月1日	週末版(ユーロ圏7月消費者物価指数(HICP)などを受けて～ECBとしては「早く結果が欲しい」状況～)
2014年7月30日	ドル建て日経平均株価から滲み出る過熱感
2014年7月28日	ターゲット型LTRO(TLTRO)の展望とユーロ相場について
2014年7月25日	週末版
2014年7月24日	本邦6月貿易収支について
2014年7月23日	米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場
2014年7月22日	格差が出始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か？～『さくらレポート』などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため？
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り？～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡？～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時？～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か？
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア？
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBにまつわる3つの「分かれ難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
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～
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議長議会証言について～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？～)