みずほマーケット・トピック（2014 年 9 月 25 日）

安倍首相発言や最近の株高などについて

昨日は安倍首相の「円安が地方経済に与える影響を注視したい」との発言を受けて円が一時的に買い戻された。だが、現在の消費者物価指数（CPI）の伸びは「円安→輸入物価上昇」の流れを汲んだものであり、「物価上昇（インフレ）が善、物価下落（デフレ）が悪」というリフレ志向の強い政権からすれば、円安牽制は半ば自己否定に近い。現状得られる情報を踏まえる限り、昨日の首相発言が政府としてのスタンス変更を表すものとは判断できず、類似の発言が相次ぐ可能性は低い。足許の円安・物価高については家計・企業の両部門が警戒色を強めており、関連指標も弱含んでいる。唯一、勢いを維持しているのが株価だが、これは「円安で企業収益の向上が期待できるから」ではなく、「円安で日本株が割安だから」という海外投資家の意思が反映されていそうである。直近高値の 16400 円は 1 ドル=109 円の下で、節目「150 ドル」に到達したと理解したい。

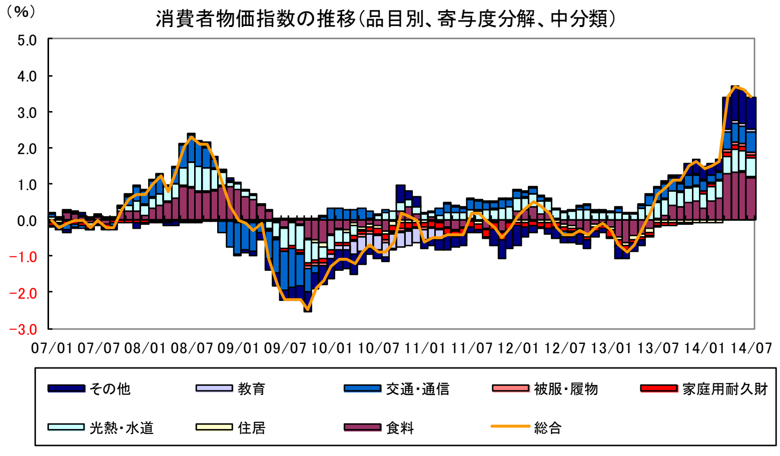
～首相発言をもってしても押し目は限定的～

昨日は安倍首相の「円安が地方経済に与える影響を注視したい」との発言が政府による円安牽制と解釈される中、一時的に円が買い戻される場面が見られたが、押し目はやはり限定的で結局ドル/円は再び 109 円台に戻している。こうした相場の反応を持ちだすまでもなく、この首相発言だけをもって政府が円安に対してネガティブなスタンスに変わったと考えるのは尚早だろう。正確な発言内容は「プラスもマイナスもある。燃料代が高騰している。これが地方経済に与える影響をしっかりと注視したい（時事通信）」というものであり、円安が功罪相半ばである旨を断った上での発言である。

むしろ、驚きなのは、こうした首相からの発言をもってしてもドル/円の下押しは限定的だったことだろう。本欄では執拗に述べていることだが、円安の背景はあくまで海外経済環境の好転や需給環境の激変がある。アベノミクスの大勢がどうであろうと、「放って置けば円安」というのは円相場に対する基本認識と考えるのが筋と引き続き考えたい。

～円安否定は自己否定～

当該発言が首相周辺の意思を反映したものかどうかは知る由もない。だが、現実問題として消費者物価指数（CPI）の伸びは「円安→輸入物価上昇」の流れを汲んだものであり、「物価上昇（インフレ）が善、物価下落（デフレ）が悪」というリフレ志向の強い政権からすれば、円安牽制は半ば自己否定に近い。



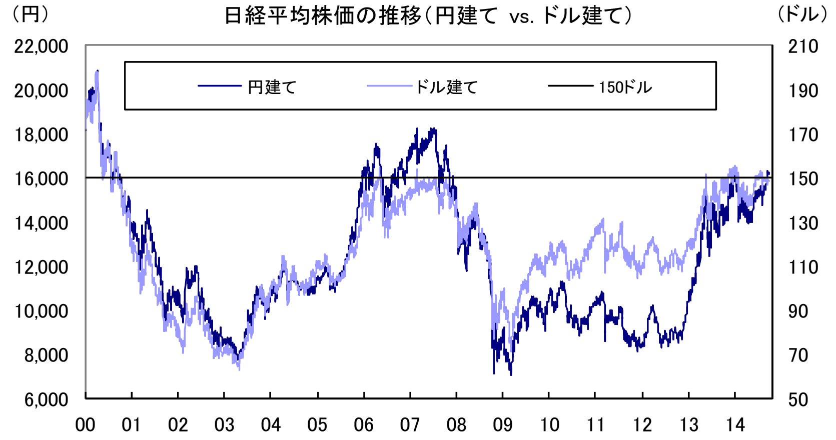
（資料）INDB

背景はどうあれ、円安により物価が上がれば、家計・企業のマインドも改善し、消費・投資意欲が上向く。足許の実質賃金下落は、あくまで過渡期の動きと捉え、次第に名目賃金が浮揚してくる、と考えるのがリフレ政策を支えるロジックのはずである。リフレ政策の基点はあくまで円安であり、安定的に 2%に到達する前に円安牽制を行うことは有り得ない、そう考えるのが自然だろう。現状得られる情報を踏まえる限り、昨日の首相発言が政府としてのスタンス変更を表すものとは判断できず、類似の発言が相次ぐ可能性も低いと考えておきたい。CPI という国内物価を浮揚させる道を選んだ以上、「まだまだ円安は道半ば」というのがリフレ政策の本懐だろう。

～円安で株高になるのは「円安で日本株が割安だから」～
しかし、日銀「生活意識に関するアンケート調査」などに現れるように、家計部門においては、現下の円安由来の物価上昇を支持する向きは少数派である。最新の今年 6 月調査でも「物価上昇に対する受け止め方」に関し、78.1%が「どちらかと言えば、困ったことだ」と回答している。また、ロイター調査[1]によれば、製造・非製造業合わせて回答企業の約 75%程度が、1 ドル=105 円を超えない程度の円安相場が「望ましい」と回答し、輸出企業に限っても、「105 円よりも円安が望ましいとの回答が過半数を占めたのは電機のみ」と報じられている。

家計や企業から懸念の声が聞かれる中にあって、それでも円安を追求する意義は株価維持という一点に凝縮される。各財界の団体トップ[2]が次々と円安コストを指摘するのとは対照的に、斎藤淳・日本取引所グループ CEO が「日本全体としてメリットが大きい(9 月 24 日、ロイター)」と述べたのは、株高により現状打開を図る安倍政権を象徴しているように感じられた。そのような政策スタンスが良い・悪いという話ではなく、輸出が伸びず、実質賃金低下を背景に個人消費も伸びず、設備投資も加速していない以上、現状から何か前向きな材料を見出すとしたら、株高以外に考えられない。

本欄でも執拗に取り上げているように、過去 10 年間、日経平均株価はドル建てで「150 ドル」が 1 つの節目となってきた経緯がある(図)。直近で日経平均株価は 16400 円弱まで上昇しているが、何のことはない 1 ドル＝109 円の下での「150 ドル」に到達したに過ぎない。そのような事実や日本株の主たる買い手が海外投資家であることなどを踏まえれば、財界から懸念の声が相次ぐ状況にも拘わらず円安を受けて株価が上がるのは「円安で企業収益の向上が期待できるから」ではなく、「円安で日本株が割安だから」と考えるのが自然だろう。アベノミクスの生命線は海外投資家とそれに伴う株高と言われて久しいが、円安を受けた割安効果が株価に及ば



（資料）Bloomberg、ドル/円はNY時間17時（日本時間朝6時）をその日の終値として使用

1 対象企業(資本金 10 億円以上)に実施。調査期間は「8 月 29 日～9 月 12 日」。回答社数は 400 社ベースで 280 社程度。

2 榊原・経団連会長や三村・東京商工会議所会頭の発言が頻繁に取り沙汰されるが、9 月 18 日には日本自動車工業会の池会長が「このまま円安進めばいいとは言いにくい」と発言している。また平野・全国銀行協会会長も「日本経済全体にとってプラスの状態がしばらく続く」としつつも、中堅・中小企業への悪影響にも言及し、円安進行時に「エネルギー問題に影響が出る」と述べている。

なくなったその時点が現行の量的・質的緩和（QQE）を主柱とするリフレ政策が頓挫する時だろう。重要なことは、本欄では何度も指摘していることではあるが、そうして株価が調整するタイミングが到来しても、円高相場がセットになって付いてくるとは限らないということである。

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に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/econ.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)について～厳しくなる「量」の追求路線～)
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
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～
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月レパトリの妥当性や今後の直投収益などについて
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～畳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(「事故的なイベント」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「分かり難さ」
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～