みずほマーケット・トピック（2014 年 11 月 6 日）

当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス

国会論戦の場において円安コストについて野党から追及された安倍首相は円安対策を取ることを表明したが、日銀が追加緩和をする一方で政府がその副作用である円安コストを摘みにいくというのは客観的に見れば、やや奇異な光景にも映る。円安対策を打つということは政府としては円安方向を牽制するという動きになるが、これは通貨政策的には通貨高方向の態勢を取るということになる。一方、日銀は 2%を追求すべく緩和路線の強化を図っており、これは金融政策的には緩和方向の態勢を取るということになる。理論的には「通貨政策を通貨高方向に仕向けた状態で金融政策を緩和方向に仕向ける」のは実現不可能なポリシーミックスと理解され、この捻れ状態はどこかで修正を迫られる可能性が高い。キーとなるのはやはり実質賃金の動向に。

～実現不可能なポリシーミックス～

昨日のドル/円相場は一時 114.85 円まで上昇し、再び年初来高値を更新した。円続落の中で、政府からこれを牽制する発言は今のところ控えられている印象だが、引き続き財界からは円安コストを気にかける言動が聞こえている。こうした円安コストの論点について「では円安を止めろというのか」という批判的な意見が浴びせられることがあるが、「心配しなくても円安は進む。だから円安を所与とした政策運営が必要」というのが筆者の立場である。過去、日本経済が長らく円高と付き合いながら歩んできたように、これからは円安と付き合いながら歩んでいくことが必要になる、という理解である。そのような認識においては円安に良いも悪いもなく、あくまで与えられた条件の 1 つと考えるべきである。本欄では繰り返し議論してきたように、円安が実質所得面での成長を支援しているとは言えず、株価が上がっても実質賃金が上がらない（どころか急落している）現状を政治的に長続きさせるのは難しいように思われる。

こうした状況下、国会論戦の場において円安コストについて野党から追及された安倍首相は円安対策を取ることを表明したが、日銀が追加緩和をする一方で政府がその副作用である円安コストを摘みにいくというのは客観的に見れば、やや奇異な光景にも映る。円安対策を打つということは政府としては円安方向を牽制するという動きになるが、これは通貨政策的には通貨高方向の態勢を取る

ポリシーミックスの組み合わせ

	金融政策	財政政策	通貨政策	政策意図	日米欧では・・
①	緩和	緩和	通貨安	不況脱却、デフレスパイラレル回避	日本
②	緩和	緩和	通貨高	×	←日本？
③	緩和	引締め	通貨安	景気下支え	ユーロ圏
④	緩和	引締め	通貨高	×	
⑤	引締め	緩和	通貨安	×	
⑥	引締め	緩和	通貨高	経常黒字縮小、景気過熱防止	米国（※）
⑦	引締め	引締め	通貨安	×	
⑧	引締め	引締め	通貨高	景気過熱防止	

（資料）筆者作成による。×は実現不可能なポリシーミックス。
（※）緊縮的な財政運営の縛りが緩くなりつつあるという意味で、米国は⑥に位置付けた。

ということになる。一方、日銀は 2%を追求すべく緩和路線の強化を図っており、これは金融政策的には緩和方向の態勢を取るということになる。前頁表は経済政策(金融・財政・通貨)に関して考え得る組み合わせであり、いわゆるマサチューセッツ・アベニューモデルとして知られる。表に示されるように、通貨政策を通貨高方向に仕向けた状態で金融政策を緩和方向に仕向けるのは(表では②の組み合わせ)、少なくとも理論的には実現不可能なポリシーミックスということになる。

～「デフレ」とはなんだったのか～

このような状況になっているのは何故なのか。過去の本欄[1]でも述べたように、結局、ここにきて「デフレ」の定義が経済主体によってバラバラのまま、リフレ政策を推進したことのツケが表面化しているように思われる。第二次安倍政権発足以降の政府・日銀にとって「デフレ」とはあくまで「①消費者物価指数(CPI)のマイナス」であり、企業にとっては「②円高」であった。一方、家計にとってデフレとは恐らく「③慢性的な不況」を指す漠然とした概念だった。なお、海外にとっては、最近のムードを踏まえる限り、デフレとは「④株価の低迷」を指していたのかもしれない。もちろん、これは非常にラフな定義付けだが、あながち大きく外しているものでもないだろう。第二次安倍政権はデフレ脱却を①や②(暗示的には④も)と据え、その結果として③も付随してくるものと考えたわけだが、①や②を解決した結果が、今のところは実質賃金の急落という帰結に繋がり③の解決を難しいものにしているように思われる。リフレ政策を支持する向きからすれば、これから資産効果などを経て、名目賃金が上向くことで③も解決するということになるし、実際そうなるのかもしれない。ただ、生産や輸出に係る情勢判断が相次いで引き下げられる中で、そうしたシナリオにどれほど期待すべきなのかは自信が持ち難いところである。

「デフレ」とはなんだったのか・・・

	経済主体	認識	現状
①	政府・日銀	CPIのマイナス化	概ね解決。
②	企業	円高	解決。やり過ぎ？
③	家計	慢性的な不況	未解決。悪化？
④	海外	(象徴的に)株価	解決。

(資料)筆者作成

いずれにせよ、こうした状況を受けて弱者に配慮する必要がある政府としては実質賃金の悪化を放置するわけにはいかず[2]、円安に距離を取りたくなる心情は理解できる。片や、日銀としては「2%」のミッションを遂げるために円安を止めるわけにはいかないというのが現状であり、今朝方公表された 10 月 6～7 日の日銀金融政策決定会合議事要旨においても、円安の影響に関し「全体としてみるとプラス方向に働いている」との総括が示されている。ここに通貨政策(政府)と金融政策(日銀)の目線にずれが生じる。過去の本欄でも議論したように、以上のような現状を踏まえれば恐らく日銀が政府の意向を汲む形で「2 年で 2%」の「2 年」を曖昧にするなどして(例えば「2%を視野に緩和を継続する」など)、やや緩和のピッチを落とすのではないかというのが筆者の見立てであった。それゆえ、さらにアクセルを踏むという先週来の展開は完全に誤算だったと言わざるを得ない。

[1] 本欄 2014 年 10 月 7 日号『経済財政諮問会議 (10/1) 議事要旨を受けて』をご参照下さい。
[2] 例えば日銀「生活意識に関するアンケート調査」は 3 月/6 月/9 月と徐々に景況感は悪化している。

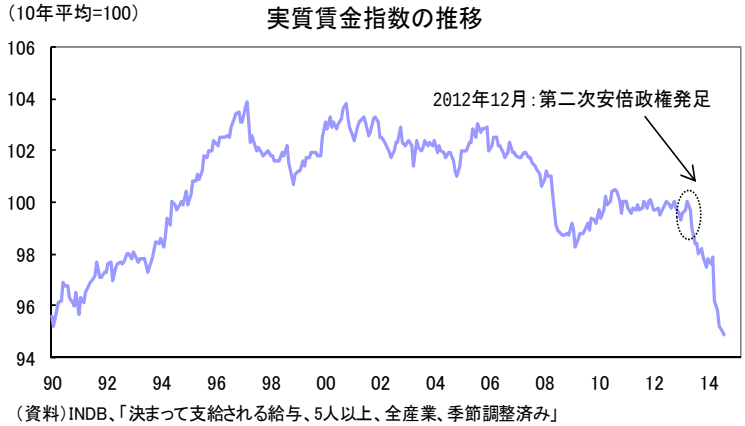
～その都度与えられた為替水準を所与とするしかない～

2014 年 10 月 29 日付の日本経済新聞朝刊「経済教室」で行天豊雄・元財務官は「誰にとっても適正で望ましいと言える特定の相場は存在しない」、「(日本の為替への一喜一憂は)率直に言って異常」と述べたが、このような意見が現状を的確に捉えているように思われる。事後的且つ極めて直感的に言えば、95～100 円付近では財界からのクレームもさほど目立たず、株価も堅調推移にあったため、企業物価ベース購買力平価が 100 円付近であることを踏まえても、その辺りが日本経済にとって最大公約数的な円相場の水準だった可能性はある。しかし、最大公約数的な円相場の水準が事前に分かっていたからと言って、変動相場制を採用している以上、そこに固定することもまた、不可能である。もちろん、強めの管理変動相場やカレンシーボードといった手段は考え得るが、日本が G7 の一角を成すことにも鑑みれば、政治的に検討される余地すらないものだろう。だとすると、その都度与えられた為替水準を所与として政策運営ないし企業経営を志向するしかない。

多くの日本企業が慢性的な円高に対応して[3]供給能力を海外へ移転させたように、今後は円安に対応した施策が練られてくるのではないか。本欄で繰り返し主張してきたように、円相場の見通しは「放って置けば円安」が基本認識であり、円安は所与の変数として考えるべき時代に入りつつある。だとすると、今後決定されるだろう投資活動は海外よりも国内がファーストチョイスになってくるケースがこれまでよりは増えるのではないかと想像する。この点、経済財政諮問会議(10 月 1 日開催)の議事要旨で榊原経団連会長も「今、国内の製品の構造を輸出に変えていこうとしている」、「(日本企業が)円安の効果で輸出が増える構造を選ぶことは間違いない」と示唆していた通りである。但し、それには長い決定と実行のラグが伴うはずであり、円安をドライバーとして輸出数量が増えると踏んでいたリフレ政策のシナリオが早晩実現することは普通に考えれば難しい。

～当面は温存される実現不可能なポリシーミックス～

いずれにせよ、2015 年春に重要な選挙(統一地方選挙)を控える中で、円安に起因する実質賃金の下落(図)を抑制したいという誘因は引き続き政権内でも強まってくる可能性がある。それが端的に現れてくるのが中小企業への円安対策を含む補正予算案だろう。しかし、そうだとすると、上述したような「通貨政策を通貨高方向に仕向けた状態で金融政策を緩和方向に仕向ける」という理論的には実現不可能なポリシーミックスが当面温存されることになる。



(資料)INDB、「決まって支給される給与、5人以上、全産業、季節調整済み」

こうした通貨政策と金融政策のいわゆる「捻れ状態」が解消するためには日銀が政府の意向を汲んで緩和を緩めるか、それとも政府が日銀の緩和と足並みを揃えた上で、副作用を減じるために(名目ベースでの)賃上げ要請に勤しむかという展開が予想される。現時点では後者のシナリオで走っているように見受けられ、そうだとすると相変わらず最大の注目変数は名目賃金の動向というこ

3 もちろん理由は為替だけではなく地産地消スタイルの方が需要を捕捉しやすいなどのメリットも勘案されたものと思われる。

とになる。一方、仮に、前者のシナリオに切り替わるとすれば、それは世論の要請が極まった時であり、例えば統一地方選の敗北などを契機に政権が認識を改める可能性はある。だが、現実問題として与党・自民党への対抗勢力に乏しい現状を踏まえると、やはり暫くは後者のシナリオが優勢なのだろう。しかし、政府の賃上げ要請にも拘わらず実質賃金の下落がこれ以上続くとすれば、GDP 統計などが大きく悪化するなどの格好で実現不可能なポリシーミックスの修正を意識せざるを得ない時間帯はどこかでやってくる。その際には「物価が上がらないから、景気が悪化しているから」という理由で再び追加緩和に踏み切るのは流石に難しいはずで、何らかの形で緩和の程度を緩める措置が検討されても不思議ではない。

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11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合（10月31日開催分）
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて（10月28～29日開催分）
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか？
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック（弛み）について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム（CBPP3）などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2014年9月分）
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か？～)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に？～)
2014年10月9日	FOMC議事要旨（9月16～17日開催分）を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～
2014年10月7日	経済財政諮問会議（10/1）議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ？～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
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～)