

みずほマーケット・トピック(2014年11月25日)

解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの

今回の総選挙は「円安の是非を問う」色合いを含み、家計部門からは「(円安経由の物価高に起因する)実質所得の劣化をどこまで許容し得るか」が評価軸になりそう。だが真の問題は、円安はもはや不可逆的であるという事実だろう。今になって「円安は不要」と言われても、諸要因に鑑みれば、現状は既にそういった段階ではなく、むしろ円安との付き合い方を考える方が賢明。景気が悪化する中でも選挙は自民党が大勝する可能性は高いが、選挙後に誕生する第三次安倍政権は引き続き「実現不可能なポリシーミックス」に悩むことになりそうである。QQE2の決定を踏まえる限り、「政府として円安を牽制しながら、日銀が円安を追求する」という「捻じれ」状態は当面続きそうだが、家計部門の負担を放置し続けるのは政治的に相当な困難さを孕むことは留意したい。

～今が最高の好機～

先週21日(金)の衆院本会議で衆議院は解散され、与野党は「12月2日公示、同14日投開票」の総選挙に向けて選挙戦に突入した。当初、「消費増税の是非を問う」との名目で走り出した今回の解散総選挙は7～9月期GDP(1次速報値)が予想外のマイナスに沈んだことで、突如として「アベノミクスの是非を問う」選挙へと摩り替わった(安倍首相自らもアベノミクス解散と銘打っている)。

とはいえ、このまま順当にいけば円安経由の輸入物価を介して実質所得面の劣化が進むことが目に見えており、野党の協力体制が整っていないという事実も踏まえれば、安倍政権として今この瞬間こそが伝家の宝刀を抜く最高の好機だった点に疑いの余地は無い。11月24日付け日本経済新聞朝刊に掲載された世論調査ではアベノミクスを「支持しない」との向きが51%と半数を超えたが、それで選挙戦の結果が変わる様子はなく、自民党勝利で安倍政権継続のシナリオは堅い。

～「円安の是非を問う選挙」。しかし、円安は不可逆的な現象～

安倍首相が21日(金)の「この解散はアベノミクス解散だ」、「私たちの経済政策が間違っているか、正しいのか。本当に他に選択肢あるのか国民に聞きたい」と述べたように、現状路線を追認するか否かを国民に問うことが今回の選挙の大義ということになっている。現状を金融市場から端的に表現するならば円安・株高・物価高であり、これを選挙民がどう評価するかという話になる。なお、円安・株高・物価高はワンセットであれども、起点はあくまで円安であることから、今回の総選挙は「円安の是非を問う」選挙だとも言える。とすれば、家計部門からの評価軸は「(円安経由の物価高に起因する)実質所得の劣化をどこまで許容し得るか」という点に尽きそうである。

円安が実質所得の劣化を招いている以上、アベノミクス解散という首相の問題意識は間違いではない。このタイミングで「円安の是非を問う」ことは必要なことである。だが真の問題は、円安はもはや不可逆的な事象であるという事実である。極端な話、「円安の是非を問う」選挙の結果、「アベ

なお、仮に強烈なリフレ志向によって不可逆的な円安コストを顕在化させたのがアベノミクスの失策だと世間が認知するとしても、上述したように、選挙は自民党が大勝する可能性が高い。だとすると、選挙後に誕生する第三次安倍政権が直面するのは「実現不可能なポリシーミックス」となる(表)。本欄 2014 年 11 月 6 日号『当面は温存されそうな

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 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。

実現不可能なポリシーミックス』でも議論したように、現状は、政府(通貨政策)が円安進行に対し懸念を仄めかす一方で、日銀(金融政策)が「2年で2%」の実現に向けて円安を追求し続けており、通貨政策と金融政策の間に齟齬が生じている。

もちろん政府(財務省)が円高を志向しているとまでは言わない。一時より関係が不安定になったとはいえ、円安が株高のドライバーとなる状況は健在であり、事実として企業収益も改善している。これは間違いなく政治的に魅力的な状況であり、持続するインセンティブは相応に強いはずである。だが一方で、既に国会の場において「円安対策」という単語が頻繁に登場しているように、政府として「円安方向が不味いこと」というサインが出ているのも事実であり、先週は麻生財務相が円安ペースに対し「早過ぎる」と牽制したことが話題となった。こうした政府の立ち回りは金融政策が円安を促そうとする流れと衝突する。現状、両者の間に多少なりとも「捻じれ」があるのは確かだろう。

政府・中央銀行の政策スタンスに生じた「捻じれ」は何らか格好で修正が必要になる。通貨政策(政府)が金融政策(日銀)に合わせるならば、最も直接的な施策として円買い・ドル売り介入、間接的な施策として財政出動による「円安対策」が考えられる。しかし、安倍政権の強い意を汲んで生まれた黒田日銀の出自を踏まえれば、政府(の通貨政策の)意向を汲んで日銀の金融政策(QQE)が後退的な修正を迫られるのが自然だと筆者は考えていた。例えば、「2年で2%」における「2年」という区切りにはさほど拘泥しないような修正が施される可能性などは有り得ると思っていた(株価は倍になり、曲がりなりにも CPI は安定的なプラス圏を確保したのだから、ここで撤退しても完全敗北とは言えない)。

だが、10月31日のQQE2決定を踏まえる限り、その想定は誤っていた(甘かった)と言わざるを得ない。今後の基本シナリオは、日銀が2%を追求する中で円安経由の物価高を甘受せざるを得ない環境が続く一方、株高を受けて政府が胸をなで下ろす構図が続く、というものが妥当だろう。一言で言えば、第三次安倍政権下ではしばらく「捻じれ」が放置され、「実現不可能なポリシーミックス」が続くことになる。

～それでも政治的に放置は困難～

しかしながら、「実現不可能なポリシーミックス」の下、家計部門へのダメージを放置し続けるのはやはり政治的に相当困難なのではないか。円安進行を前提にした場合、2015年中に金融政策(日銀)が通貨政策(政府)の意向を汲む格好で後退的な修正を施すシナリオは未だ排除しかねる。その

際、円安・株高相場は修正を迎えることになるが、株価が下落するのに合わせて円高への修正が順当に進む保証はなく、少なくとも需給は今更円高に進むことを肯定しない。これは上述の議論や過去の本欄でも述べ続けてきた通りである。1ドル 120～130 円の領域に踏み込む中で、物価は更に上昇するだろうし、実質賃金も下がるだろう。こうした状況を受け、仮に 3 四半期ないし 4 四半期連続でゼロ近傍の成長率などに陥った場合、さすがに株価も円安に付いてこれなくなる可能性がある。その際、金融政策を取り巻く環境は今以上に窮屈になる可能性は高い。QQE2 の修正は 2015 年度中に想定すべきリスクシナリオの中では最も可能性が高いものである。

～家計部門にとってのデフレは実質賃金低下だった～

なお、こうした通貨・金融政策における「捻じれ」現象は、「何か経済にとって漠然と悪いこと」を「デフレ」という単語に押し込め、リフレ政策を推進したことの結果でもある。これも過去の本欄で述べたこ

「デフレ」とはなんだったのか・・・

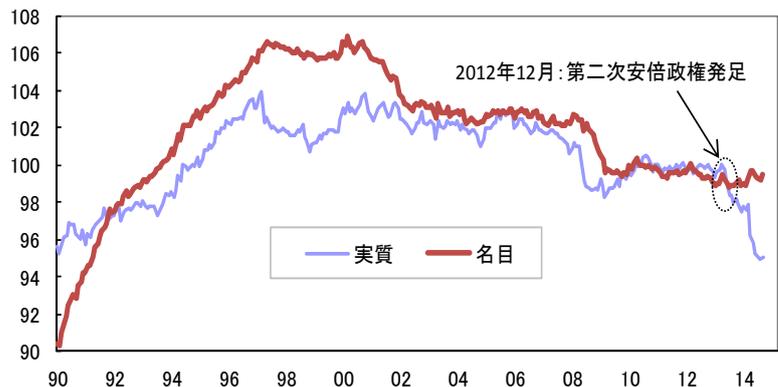
	経済主体	認識	現状
①	政府・日銀	CPIのマイナス化	概ね解決。
②	企業	円高	解決。やり過ぎ？
③	家計	慢性的な不況 (象徴的には実質賃金低迷)	未解決。悪化？
④	海外	株価	解決。

(資料)筆者作成

とだが、デフレとは政府・中銀にとっては消費者物価指数(CPI)のマイナス、企業にとっては円高、海外投資家にとっては株安だったように思われ、だとすると、もはやこれらの経済主体にとってのデフレは概ね「脱却済み」とも理解できる(表)。問題はそれらの定義において「デフレ」を脱却した結果、家計部門に提示されている現状が「不況下の物価高」になってしまっているということである。その現状に対し政府から提示されているのが「アベノミクスを問う」解散総選挙である。

では、改めて家計にとってデフレとは何だったのか。それは CPI の伸び幅でも、円相場の水準でも、株価でもない。家計部門の景況感が雇用・賃金情勢に直結することは言うまでもなく、冴えない労働市場や賃金動向がデフレという言葉に置き換えられてきたことは容易に想像できる。厳密言えば、今日問題となっている実質賃金の低迷がデフレの正体だった疑いは相当に強い。事実、

(10年平均=100) 実質及び名目賃金指数の推移



(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」

アベノミクスよりずっと以前から実質賃金は低迷している(図)。ただ、アベノミクス以前の実質賃金の低迷は、ゼロ近傍で推移する物価と名目賃金の結果でもあった。アベノミクスにより物価も賃金も動き出したが、前者の伸びが後者の伸びを圧倒的に上回るスピードになったため、これまではあまり注目を浴びない実質ベースの賃金が耳目を集めるようになってきているのが現状かと思受けられる。図示されるように、足許における実質と名目の乖離は甚だしいものがある。

本日の主題ではないため、実質賃金の詳しい議論までは踏み込まないが、結局、交易条件の悪

化と共に海外への所得流出を看過してきたことが、実質ベースでの伸びを抑制することになってきた事実は否定できない。円安はこうした状況に拍車を掛けるものであり、円建て収益が嵩む企業部門はただしも、家計部門の背負うコストは大きくなりつつあるように思われる。

～レジームチェンジで変わったのは負担を背負う主体？～

こうして見ると、レジームチェンジを掲げて生まれた安倍自民党政権と民主党政権の最大の違いは「負担を背負う主体が企業部門か家計部門」か、という点で読み解くことができるかもしれない。民主党政権下の「円高&低物価」では家計部門へのダメージが(少なくとも今と比べれば)限定される一方で企業部門の収益が圧迫された。片や、安倍自民党政権下の「円安&物価高」では企業部門の収益が底上げされる一方で家計部門のダメージが増幅された格好となっている。両党がそうした政策的意図を抱いていたか分からないが、基礎的経済指標からはそのような構図に解釈することも可能である。

もちろん、企業部門の収益が底上げされた分、名目賃金上昇への期待が膨らむという大きな違いはあり、現に株価は倍になった。今回、自民党大勝が引き続き予想されるのもその辺りに理由が求められるのだろう。また、そうした政策運営との整合性に鑑みれば、安倍政権が財界(企業部門)に対し賃上げ要請を行うことは筋が通っていると言える。だが、理論的な話をすれば、賃金上昇は労働生産性の上昇に沿った分しか実現し得ない。無理に名目賃金を底上げしても、企業は価格転嫁するだけであり、実質ベースでの賃金は大きく上がらないか、もしくは下がることになる(今のところ、後者に近い印象を受ける)。要するに、生産性上昇抜きの賃金上昇は結局物価上昇も相俟ってチャラになる公算が大きいのである。結局は、「第三の矢」において、如何に民間の経済活動を活発化し、生産性を改善できるかが重要になってくるという「いつもの結論」に帰着するだろう。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
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
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～伸び悩み実質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月レバ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円高を受けて～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	「国際金融のシレンマ」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国際と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(GPI)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	国際収支や対内外対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?～