

みずほマーケット・トピック(2014年12月15日)

## 衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性

第47回衆院選挙は自民、公明の連立与党が、参議院で否決された法案を再可決できる衆議院の3分の2超を維持。選挙結果はあくまで現状追認であるため、今後の見通しについて修正は不要。過去の本欄でも述べたように第三次安倍政権を待つのは「実現不可能なポリシーミックス」である。言い換えれば、政府としての通貨政策をどのように設定すべきかを再考する時期に差し掛かっている。現状では幸いにも原油が下落しているため、円安のもたらす家計部門への負担感がかなり軽減されているが、原油価格が低位安定している今だからこそ余裕をもって、通貨政策と金融政策のバランス建て直しを図れるという視点は持ちたい。第三次安倍政権が円安の意義を再考し始めるとすれば、それは市場参加者にとってゲームのルールが変わることにも等しい。

### ～次回選挙の対立軸は「円安&物価高の打開」?～

昨日投開票が行われた第47回衆院選挙は自民、公明の連立与党が326議席を確保し、参議院で否決された法案を再可決できる衆議院の3分の2(317議席)超を維持した。だが、公示前と比べれば、自民党は295議席から291議席へ減少しており、これを公明党が31議席から35議席に伸ばすことで勢力が保たれた格好となっている。一方で、野党第1党の民主党は62議席から73議席、共産党が8議席から21議席となる動きなども見られている。自民党議席数があまりにも巨大であるため「野党及ばず」の論調が先行しやすいが、単純に議席の増減が勝敗の定義だとすれば、自民党の失速と言えなくもない。「アベノミクスを評価しない」との世論が50%を超えている状況が、この僅かな失速に繋がった可能性などは考え得る。2年前の自民党が「円高&物価安」の状況に対して「円安&インフレ」を打ち出して大勝利したように、明確な対立軸がなければ今後大きな体制転換は難しいという印象は強い。この点、今後については憲法改正や特定秘密保護法など、国論を二分するテーマが待ち受けていそうだが、今のまま行けば、次の解散総選挙では「円安&物価高」の打開が対立軸となる可能性もあろう。その場合、自民党は苦戦を強いられるかもしれない。

とはいえ、過去の本欄でも述べたように、今後の実体経済に関しては円安・物価高を背景とする実質所得の劣化を背景として、先行きは非常に厳しそうである。野党の協力体制が整っていないという政治環境を抜きにしても、経済・金融環境からすれば、現時点での選挙が最も軽傷で済む「最高の好機」だったことには変わりはない。当面はアベノミクスを吟味する局面が続くことになる。

なお、選挙結果を受けた為替市場の反応は限定的であり、本日のドル/円相場は118円付近で方向感なく推移している。自民党圧勝に伴う円売り・日本株買いの取引は完全に織り込み済みであったということになるだろう。むしろ、先週12日のNYダウ平均が▲300ドルを超える急落となる状況下で日経平均株価は売り優勢となっており、円売り持ち高を持続するのが難しくなっているというのが現状ではないかと推測される。

～通貨政策と金融政策のバランス、再考の時～

選挙結果はあくまで現状追認であるため、今後の相場見通しに修正が生じることはない。過去の本欄<sup>1</sup>でも述べたように第三次安倍政権を待つのは「実現不可能なポリシーミックス」と筆者は考える。言い換えれば、政府としての通貨政策をどのように設定すべきなのかを

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	アベノミクス当初の日本
②	緩和	緩和	通貨高	×	2014年以降の日本？
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。

再考する時期に差し掛かっているように思われる。本欄では執拗に議論しているため繰り返すことは避けるが、円安は実質所得劣化を通じて家計部門への負担を増している。選挙で大勝しつつも、「アベノミクスを評価しない」との声が世論の半数を超える現状<sup>2</sup>は通貨政策として円安を志向するのか、それともこの辺りで休止(場合によっては円高への揺り戻し)を望むのかを今一度考える必要性を示唆している。金融政策で円安を追求しながら、政治が所管する通貨政策では過度な円安を忌避したいという構図は理論的には持続しない(表)。直感的には、円安がもたらす家計部門への負担増を政治的に放置することは難しいように思われ、来年のどこかで量的・質的金融緩和(QQE)が後退的修正を迫られるというのが『中期為替相場見通し』で提示するリスクシナリオである。

現状では幸いにも原油が下落しているため、円安のもたらす家計部門への負担感がかなり軽減されているが、裏を返せば「円安の是非」を再考するインセンティブが減じられてしまっている面もある。かなり高い確率で言えることは、現状の円相場水準のまま、何らかの理由で再び原油価格が急騰し始めた場合、もう「円安の是非」を考察している余裕はなく、輸入物価を押える方向の議論が強制的に求められるということである。後述するように、円買い介入の可能性を囁し立てる向きも現れるかもしれない。そうなってしまうとQQEの撤収も含めて、急な政策転換まで追い込まれてしまう可能性もある。いずれにせよ「円安は良いことなどで促進すべき」というムードは180度変わらざるを得なくなり、危機的なムードすら漂うかもしれない。

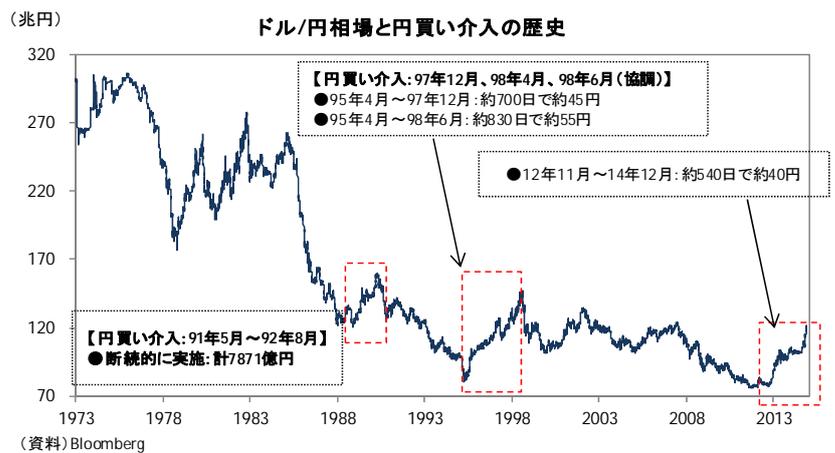
しかし、原油価格が低位安定している今なら比較的余裕をもって、通貨政策と金融政策のバランス建て直しを図れる。QQEの修正にしても、それほど急激な転換を求められることはなく、せいぜい後述するように、時間軸やターゲットの微修正で済むかもしれない。もちろん、9月以降の国会論戦で断続的に登場する「円安対策」なる財政的補助も、この期に及んではある程度は必要だろう。だが、そもそも「金融緩和しながら円安対策」という構図が歪なのであり、「対策」するほど悪いことならば元から断つ(円安を修正する)というのが普通の発想になる。

<sup>1</sup> 本欄 2014年11月6日号『当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス』や本欄 2014年11月25日号『解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの』をご参照下さい。

<sup>2</sup> 日本経済新聞社とテレビ東京が11月21～23日に実施した世論調査の結果によれば安倍晋三首相が衆院選の争点とする経済政策「アベノミクス」については「評価しない」が51%で「評価する」の33%を上回った。

～最近増えている照会:あまりにも速い円安ペース～

なお、水準もさることながら、今次円安の特徴はそのペースの速さである。本年の値幅や来年への含意については明日以降の本欄で議論したいが、本日時点で年初来安値から 20 円以上の円安が進んでおり、これは 6 年ぶりの大相場となる。問題は、この値幅の半分以上が 10 月 31 日以降の動きということであり、為替の安定を望む実業方面からすれば、こうした動きが慢性化することを歓迎する向きは多くないだろう。



こうした動きが慢性化することを歓迎する向きは多くないだろう。こうした状況下、12 月以降、「円買い介入はあると思うか。あるとすればその契機は何か」といった類の照会を受けることが増えている。現段階では、あくまでリスクシナリオの 1 つに過ぎず、その可能性が高いとも考えられない。だが、実現可能性は脇に置いたとしても、そのような照会が出てくること自体、これまでは絶対的な景気刺激策であった円安について世論の疑義が芽生え始めている証左なのかもしれない。

～ハロウィン・ロジックの再考～

通貨政策と金融政策のバランス建て直しを図り、円安促進を再考することは「原油安はインフレ期待を押し下げ追加緩和の理由足り得る」という 10 月 31 日の黒田日銀による追加緩和のロジック、さしずめハロウィン・ロジックを再考することにも繋がる。ハロウィン・ロジックを温存する限り、民間部門は原油安のもたらす減税効果の恩恵に永久に与れないことになってしまう。こうした観点から、QQE に後退的修正が施される可能性はメインではないにしろ、リスクシナリオとしては十分検討に値するものだろう。具体的にそれは 2 年で 2% の「2 年」を撤廃するのか、それとも「2%」を 1% に修正するのかなどの展開が考えられる。しかし、黒田日銀は「2%」をグローバルスタンダードと捉え、しかも「2」をマジックナンバーとして喧伝した経緯もあるため、恐らく「2%」の看板は守りたい意向と思われる。とすれば、ターゲットとする消費者物価指数(CPI)について、生鮮食品を除くコアベースではなく食料(酒類を除く)及びエネルギーを除いたコアコアベースにするなどの選択肢もあるだろう。

いずれにせよ現状を踏まえる限り、第三次安倍政権が発足以来最大の武器であった円安の意義を再考し始める可能性はある。それは市場参加者にとってゲームのルールが変わる可能性にも等しいだろう。今後発表される GDP 統計や毎月の実質賃金指数そして来春の統一地方選挙などは潮目の変化を促し得る計数・イベントとして、注目しておきたいところである。

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](mailto: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12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが…～
2014年12月2日	ECB理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
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
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	格差が始まっ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～