

みずほマーケット・トピック(2016年2月2日)

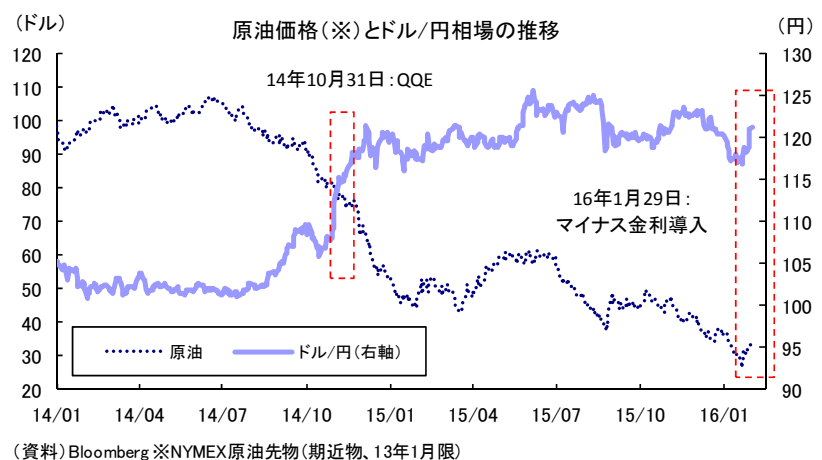
日銀の追加緩和が可能だった理由

黒田日銀の政策運営はこれまでの「一点博打買い」方式から「戦力の逐次投入」方式へとシフトした感が強い。しかし、だからと言って「戦力の逐次投入」はいつでも出来るわけではない。通貨政策として円安を歓迎しないムードにあるという事実是不変。今回、日銀が追加緩和に踏み込むことが出来た理由は①「円高が進んでいたから」、②「原油安が進んでいたから」の2つに求められる。ドル/円相場が120円割れで定着し、原油価格が1バレル30ドルを断続的に割り込むという状況が「円安にしても比較的痛みが少ない」という政策環境を用意したのである。円安による交易条件悪化が限定的と見込まれるからこそ、追加緩和を決断できたという側面は見逃せない。2015年の実質賃金上昇をけん引したのは交易条件の改善だった。仮に、円安進展の下で原油価格が上昇、結果として交易条件が悪化していたら、実質賃金の底割れを恐れて追加緩和には至らなかった可能性が高い。マイナス金利が拡張可能性を発揮できるかは世論の趨勢に掛かっている。

～日銀が追加緩和できた理由～

29日のマイナス金利導入の余波はまだ冷めやらず、ドル/円相場は年初来高値となる121円付近で推移している。しかし、昨日発行の『中期為替相場見通し』でも述べたように、2016年のドル/円相場に対する基本的認識を改める必要は感じていない。もちろん、マイナス金利政策が通貨安政策としての性質を強く持つ以上、筆者が思っているほど円高に進まない可能性はある。既に論じてきたように、黒田日銀の政策運営はこれまでの「一点博打買い」方式から「戦力の逐次投入」方式へとシフトした感が強く、ECBが断続的に預金ファシリティ金利のマイナス幅を弄るように、日銀も同様の動きに出る恐れはある。むしろ、拡張可能性の獲得こそが今回の政策変更のキーポイントなのだから、このまま▲0.1%で据え置きとなる可能性の方が低いと考えるべきだろう。

しかし、だからと言って「戦力の逐次投入」はいつでも出来るわけではない。「量」に拘らなくなった分、これまでより緩和のハードルが下がったのは確かだが、それでも通貨政策として円安を歓迎しないムードにあるという事実は変わっていない。本欄では政府の通貨政策として過度な円安やそれに付随する輸入物価経由の物価高は容認されないとの論点を重視し、金融政策としてもそれと矛盾する追加緩和は難しいとの立場を取ってきた。追加緩和を行い、マイナ



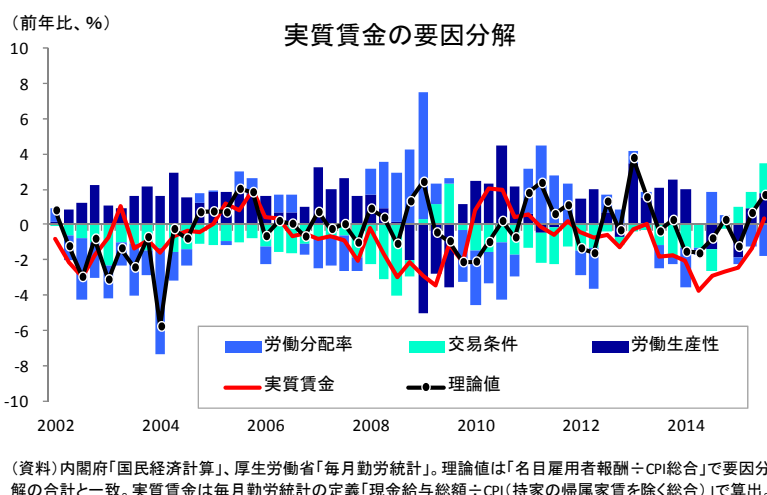
ス金利政策導入によって拡張可能性を確保した後もこの想定は基本的に変わっていない。円安が万能薬ではないことは過去 2 年かけて実証済みであり、そこに多くの議論はもう必要ない。

今回、日銀が追加緩和に踏み込むことが出来た理由は①「円高が進んでいたから」、②「原油安が進んでいたから」の 2 つに求められる。ドル/円相場が 120 円割れで定着し、原油価格が 1 バレル 30 ドルを断続的に割り込むという状況が「円安にしても比較的痛みが少ない」という政策環境を醸成していたことは否定できない。例えば、これが 1 ドル 125 円、1 バレル 60 ドルだった場合、追加緩和に踏み込むことが出来ただろうか。2014 年 10 月 31 日の QQE2 にしても、今回のマイナス金利にしても、円安相場が小康状態（もしくは円高気味）にあり、原油価格が大きく下落している局面で実施されている（前頁図）。円安による交易条件悪化が限定的と見込まれるからこそ、追加緩和を決断できたという側面は見落とされがちなが、重要である。

～実質賃金を支えていた交易条件の改善～

図は実質賃金の要因分解である。

実質賃金は定義上、「実質賃金＝名目賃金－インフレ率」だが、「労働生産性（実質 GDP÷雇用者数）×交易条件（GDP デフレーター÷CPI）×労働分配率（名目賃金÷名目 GDP）」とも表現される¹。改めて確認するが、通貨政策としてこれ以上の円安が許容できない背景は、円安が交易条件の悪化を通じて海外への所得漏出を招き、実質賃金を押し下げるからである。図を見れば分かるように、2015 年以降、実質賃金は堅調だが、年を通じて交易条件の改善がけん引したことは一目瞭然である。仮に、円安進展の下で原油価格が上昇、結果として交易条件が悪化していたら、実質賃金の底割れを恐れて追加緩和には至らなかった可能性が高い。未だに「円高は日本経済に致命傷を与える」という意見も目にするが、国内の実質所得環境はあくまで国際商品市況を絡めた相対関係の中で決まる部分があり、特に資源輸入国である日本はその傾向が強いという事実を軽視し過ぎではないか。近年、好意的に報じられる「爆買い」や外国人訪日客数増加も裏を返せば日本人（円）の購買力が相対的に落ちたことの裏返しでもある。「円高になったらもうこの世の終わり」のような言説は為替や株価に執着するがあまり、大局的な視点を欠いている印象を受ける。



¹ GDP デフレーターは GDP を実質化するための物価ゆえ、GDP の定義に従い輸出物価の変化率は加算され、輸入物価の変化率は控除される定義になる。一方、消費者物価指数では、輸出物価は含まず輸入物価は含む（消費者は輸出品ではなく輸入品を消費するため）。結果、「GDP デフレーター÷消費者物価」は両者の差異である輸出物価と輸入物価の比（輸出物価÷輸入物価）を取ることであり、交易条件の定義と一致する。円安になれば資源輸入の多い日本では当然、輸入物価主導で交易条件が悪化しやすい。

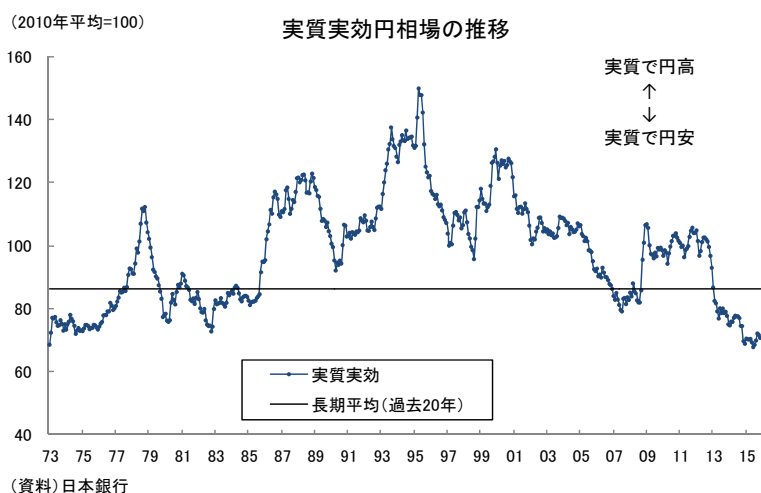
～戦略設定を見直す時～

円相場が対ドルで▲15%以上下がった 2014 年は年度で▲1.0%、消費増税絡みの需要増減を含む暦年で見てもゼロ%の成長率に止まった。また、アベノミクスが本格始動した 2013 年から足許までの 11 四半期(2013 年 1～3 月期から 2015 年 7～9 月期)に、円相場は対ドルで▲50%以上下落しているが、同期間の平均成長率(前期比)は僅か+0.2%程度である。こうした状況を踏まえれば、円安一本槍戦略の見直しが検討されるのが自然だろう。円安にするための戦術は金融政策や公的年金運用の修正などを介して多彩な変遷を見せているが、「円安にすれば何とかなる」かのような戦略設定は過去 3 年で変わっていない。

何も円高にしろ、と言っているわけではない。「過度な円高」が日本経済にとってマイナスであることは事実だが、それと同様に「過度な円安」も、また、実体経済へのコストになるという認識があっても良いのではないかということである。もちろん、フェアバリューの無い為替の世界において「過度な」の判定は難しい。この点は、通貨の総合力を測る実質実効為替レート(REER)を使うよりほかない。円安が家計部門の実質

所得環境にもたらす悪影響に関しては、過去 1～2 年で理解が進んだと見受けられるが、それでも円高と円安に対し、世の中の警戒感是对称的とは言えない。それは日本が輸出立国としての成功体験を多く抱えることに起因していそうだが、物事には限度がある。長期的に平均回帰性向を持つ REER が 1 ドル 300 円台時代の 1972 年並みの水準まで振れている状況は普通に考えれば「過度」である(図)。本欄がドル/円相場の下値リスクを警戒するのは、REER のような長期尺度に照らしても円の売られ過ぎが示唆されているからであり、特に奇をてらった主張をしている訳ではない。

今回導入されたマイナス金利政策はイールドカーブの起点を下げ、その影響を全期間に行き渡らせることで、実質金利をさらに押し下げ、需給ギャップの改善そしてその先の物価上昇を狙うものと考えられる。しかし、この過程で起きる円安は実質賃金下落を招き、結果として同政策の拡張可能性を制限する可能性が高いことは留意しておくべきである。今回の一手を通じて預金金利や MMF(マネー・マネージメント・ファンド)など、家計部門の資産形成にも負の影響が早速拡がり始めている。マイナス金利幅の拡大を継続できるかどうかは、物価の基調云々以前に、案外、世論の趨勢に掛かっているのではないかと。



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
2016年2月1日	日銀マイナス金利政策導入を受けて～逐次投入体制へ～
2016年1月29日	週末版
2016年1月28日	FOMC(1月26～27日開催分)を受けて
2016年1月27日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年12月分)
2016年1月26日	ドラギ総裁講演について～崩れるインフレ期待の「壁」～
2016年1月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～静観する勇氣～
2016年1月22日	週末版(ECB理事会を終えて～2連敗は避けられるか?～)
2016年1月21日	円相場の調整余地を探る～試される日銀～
2016年1月20日	ユーロ相場を巡る最近の証券投資フローについて
2016年1月19日	ECB理事会プレビュー～ECB版の補完措置へ向けて～
2016年1月18日	「あく抜け」に求められるもの～人民元の完全フロート化～
2016年1月15日	週末版(ECB理事会議事要旨について～ドラギマジック、初の黒星」の舞台裏～)
2016年1月14日	厳しくなってきたFRBの「痩せ我慢」
2016年1月13日	本邦11月国際収支統計と円相場の需給について
2016年1月12日	Game changerになれなかった米12月雇用統計
2016年1月8日	週末版(中国外貨準備減少の正しい読み方～トリレンマの「総取り」はいつまでも出来ない～)
2016年1月7日	FOMC議事要旨～「ハト派なタカ派」を再確認～
2016年1月5日	119円台前半の意味～想定為替レートとの対比～
2016年1月4日	2016年の為替見通しポイント～過去2年との違い～
2015年12月28日	2015年の為替相場総括～為替従属強まる日米欧中銀～
2015年12月25日	週末版(【暫定版】中期為替相場見通し～ユーロ相場～)
2015年12月24日	【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか?今後のユーロ相場は?
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は転ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演や限界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」?～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファシリティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか?
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い?～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレインードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待?～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびれる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も?～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は?～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～糊代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価が実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか?～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か?～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見通し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」