

みずほマーケット・トピック(2016 年 2 月 16 日)

マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」?

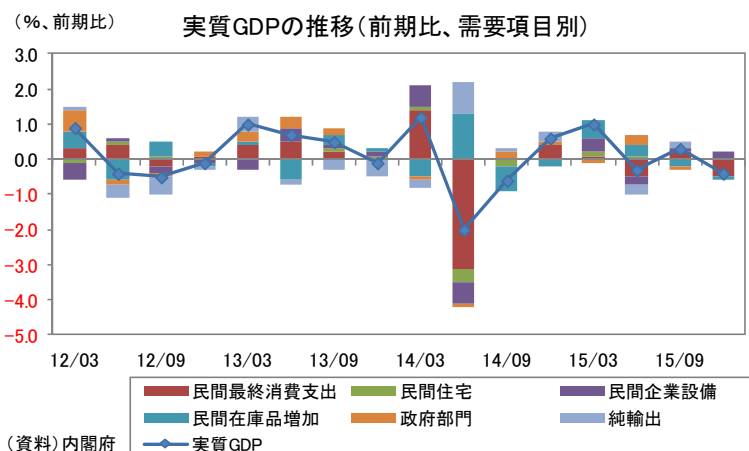
2015 年 10～12 月期実質 GDP は予想以上のマイナスとなり、早速、年初 1 か月半に亘る市場混乱の悪影響を理由として、2 四半期連続のマイナス成長(テクニカル・リセッション)を危惧する声も聞こえ始めている。しかし、混乱の一環として発生している原油安に関しては、悪い面ばかりではない。アベノミクス以降、拡大が続いてきた実質 GDP と実質 GDI の格差は原油価格下落に応じて縮小しており、国民全体でみた実質的な所得環境は明らかに改善中。2013 年以降、日経平均株価が急騰する過程においては、むしろ円安による実質所得環境の悪化が個人消費を抑制してきたくらいが強く、1～3 月期の原油安・株安にも拘わらず個人消費は底堅さを見せる可能性も。2015 年以降の実質賃金回復も明らかに交易条件の改善にけん引された部分が大きそうであり、日銀のマイナス金利政策が円安誘導には全く効果を発揮できず、むしろ手詰まり感も伴って円高を惹起してしまったことは日本経済にとって「不幸中の幸い」という印象。

～混乱の芽はそのまま～

昨日の為替市場はドル/円相場が急伸する展開で一時 114.73 円の高値をつけている。先週までの株、為替市場の急変動に関し、大きな揺り戻しが生じている格好であり、上げ相場とはいえ、平時とはとても形容し難い状況にある。日本株のボラティリティは 2011 年 3 月の東日本大震災並みの水準にまで達しているとの指摘もあり、依然として予断を許さない状況が続いていると考えられる。問題の根幹である「中国経済減速と商品相場下落」、その根本原因の 1 つである「割高な人民元問題」などは放置されたままであり、混乱の芽が摘み取られるには依然至っていない。

～縮小する実質 GDP と実質 GDI の乖離～

ところで昨日内閣府が発表した 2015 年 10～12 月期実質国内総生産(以下実質 GDP、一次速報値)は前期比▲0.4%(年率▲1.4%)と 2 四半期ぶりのマイナス成長となり、市場予想の中心(前期比▲0.4%、同▲0.8%)も下回った。マイナスイノベーション対応を企図した設備投資が加速したものの、海外経済減速による輸出失速や暖冬による個人消費減少が予想外に大きく、全体が押し下げられる格好となっている。

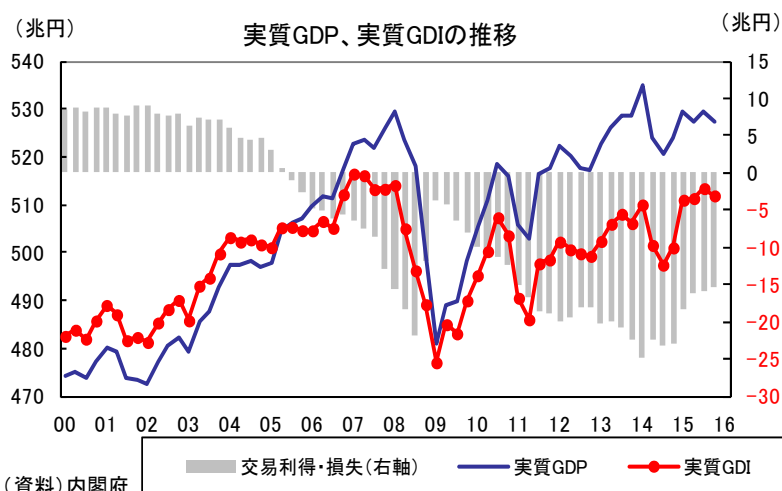


早速、年初 1 か月半に亘る市場混乱の悪影響を理由として、2 四半期連続のマイナス成長(テクニ

カル・リセッション)を危惧する声も聞こえ始めている。しかし、混乱の一環として発生している原油安に関しては、悪い面ばかりではない。

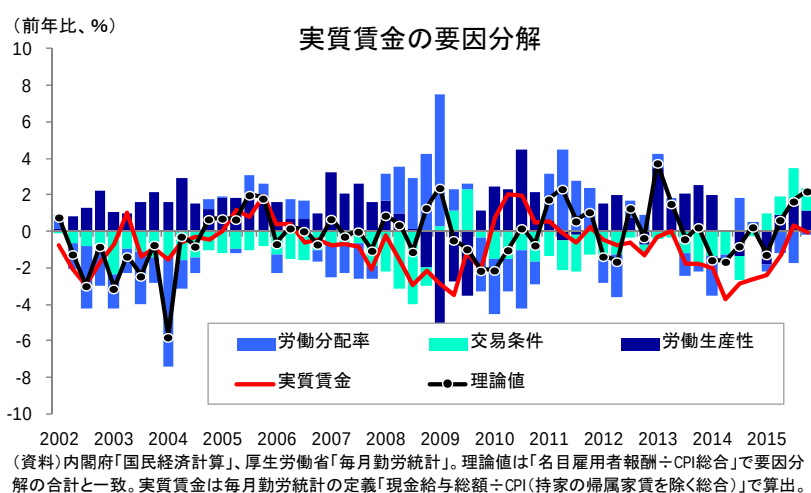
図に示されるように実質 GDP と実質国内総所得(以下、実質 GDI)の格差は原油価格下落に応じて縮小しており、国民全体でみた実質的な所得環境は明らかに徐々に改善している¹。アベノミクスを受けた円安・株高の勢いがピークを迎えた 2013 年から 2014 年にかけては、実質 GDP が伸びる一方で実質 GDI の改善が遅れた結果、両者の乖離は経験の無い水準まで開いていた。同様の動きは 2005～07

年にも見られ、こうした実質所得環境の毀損がいわゆる「見せかけの景気回復」ないし「実感なき景気回復」の正体であった。2013 年以降、日経平均株価が急騰する過程においては、むしろ円安による実質所得環境の悪化が個人消費を抑制してきたくらい強いことを踏まえれば、たとえ株価が下がっていても、今回の原油安・円高は逆に追い風になる可能性すら考えられる。10～12 月期、個人消費が失速したのは文字通り暖冬要因の疑いが強く、1～3 月期は市場混乱にも拘わらず、意外にも好調さを維持する可能性はあるだろう。



～マイナス金利で円高は不幸中の幸い？～

原油価格が急落し、円相場が騰勢を強めることで輸入物価は反転することになり、結果として交易条件(輸出物価÷輸入物価)も急改善することになる。本欄では幾度も述べている論点だが、これが実質賃金を押し上げる一因となる。図は実質賃金の推移に関し、「労働生産性(実質 GDP ÷ 雇用者数) × 交易条件(GDP デフレーター ÷ CPI)² × 労働分



配率(名目賃金÷名目 GDP)」へ要因分解したものである。毎月勤労統計ベースの実質賃金とは

¹ 「実質 GDI=実質 GDP+交易利得・損失」である。

² 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。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）を取ることにになり、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。

算出方法が異なるため、完全に積み上げが一致しないものの、2015 年以降の実質賃金改善は明らかに交易条件の改善にけん引されたものであった。やはり2013～2014 年にかけては交易条件の悪化(交易損失の拡大)が実質賃金を下押ししている事実が見て取れ、これが円安の加速時期とも一致する。このような論点に着目すれば、先月 29 日、日銀より打ち出されたマイナス金利政策が円安誘導には全く効果を発揮できず、むしろ手詰まり感も伴って円高を惹起してしまったことは「不幸中の幸い」だったとも言えるかもしれない。

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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年2月12日	週末版(やはり始まった購買力平価への回帰～最終的に報われる為替予測とは～)
2016年2月10日	弱まる「期待への働きかけ」と為替相場の関係
2016年2月9日	円の需給環境の総括と展望～15年国際収支を受けて～
2016年2月8日	米1月雇用統計を受けて～成熟化への不安～
2016年2月5日	週末版(マイナス金利決定から1週間を終えて～早くも心配される「本当のマイナス金利」～)
2016年2月4日	「終わりの始まり」が近づくFRBの正常化プロセス
2016年2月3日	円安ドライバーとしては役不足な日銀マイナス金利
2016年2月2日	日銀の追加緩和が可能だった理由
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「瘦せ我慢」
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～為替従属属まる日米欧中銀～
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～預金ファンリシ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ナード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～