

みずほマーケット・トピック(2016年4月4日)

QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～

本日4月4日で量的・質的金融緩和(QQE)は導入3周年を迎え、4年目に突入する。アベノミクスという言葉が取り沙汰されるようになったのは2012年11月中旬以降だが、実質的な起点としてQQE導入が決定された2013年4月4日を挙げる向きも多い。そうした意味で今はアベノミクス3周年という位置付けとも言える。奇しくもこのタイミングで筆者は3月30日から4月3日にかけて米国のシアトルに出張し、「アベノミクスと日本経済の未来(“Abenomics” and the Future of the Japanese Economy)」というテーマで複数の講演会・勉強会を行う機会を得た。良い機会ゆえ、本日の本欄では、こうした米国講演で筆者が感じた当地の反応を交え、QQE導入3周年に対する所感をまとめてみたい。3年前、多くの海外勢を味方につけて始まったアベノミクスは再び彼らを説得し、味方につけなければならない状況に立たされているという事実を米国の地で改めて感じた。

～もはや流れを変えられない雇用統計～

先週末の注目された米3月雇用統計は非農業部門雇用者数変化に関し、前月比+21.5万人と市場予想を上回り、2月分ではマイナスとなっていた平均時給も同+0.3%と持ち直しの動きが見られた。また、失業率は4.9%から5.0%へと+0.1%ポイントの悪化が見られているものの、これも労働力人口の増加を受けた動きであり必ずしも悲観的な結果とは言えない(結果として労働参加率は63.0%と2014年3月以来の高水準である)。とはいえ、為替市場におけるドル買いは全く盛り上がっていない。結局、現在の国際金融情勢(とそれを受けたドル相場の高止まり)を踏まえれば、これ以上の利上げと通貨高の許容は難しいと考える向きが多いのだろう。筆者も全くの同感である。

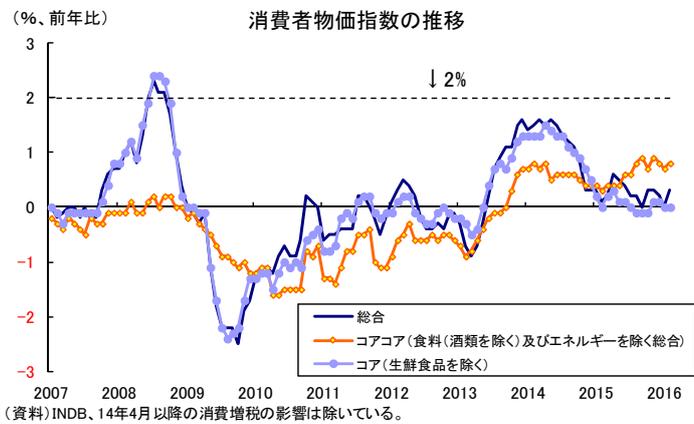
～QQE導入3周年と米国講演～

ところで本日4月4日で量的・質的金融緩和(QQE)は導入3周年を迎え、4年目に突入する。アベノミクスという言葉が取り沙汰されるようになったのは2012年11月中旬以降だが、実質的な起点としてQQE導入が決定された2013年4月4日を挙げる向きも多い。そうした意味で今はアベノミクス3周年という位置付けとも言えるかもしれない。奇しくもこのタイミングで筆者は3月30日から4月3日にかけて米国のシアトルに出張し、「アベノミクスと日本経済の未来(“Abenomics” and the Future of the Japanese Economy)」というテーマで複数の講演会・勉強会を行う機会を得た。特に、3月31日の講演は当地で開催されていたアジア学会に合わせて実施したもので、130名程度の出席者(アジア研究を専門とする学者やアジアを投資対象として興味を有する機関投資家などが出席)があり、活発な質疑応答もあった。良い機会ゆえ、本日の本欄では、こうした米国講演で筆者が感じた当地の反応を交え、QQE導入3周年に対する所感をまとめてみたい。

～多かった質問:①財政不安と②構造改革遅延～

講演後、数多くの質問が出たが、その殆どは①財政ファイナンス不安に関するもの、②構造改革の遅れに関するものに集約される。①に関しては、突出して大きい政府債務残高(対 GDP 比)の持続可能性を問う定番の質問から、時節柄も手伝って「消費増税先送りはあると思うか」もしくは「そのような愚かな決断が本当に可能なのか」、「もはや債券市場はアラームとして機能していない。代わりに財政破綻に陥る兆候として何を見れば良いか」といった手厳しい質問も受けた。そしてこれらに絡めて、仮に増税が先送りされる場合、「(QQE との兼ね合いで)財政ファイナンスになっていると思わないか」といった意見もやはり多く受けた。折しも、3月29日に安倍首相が2017年4月引き上げの予定通り実施を示唆した後であったが、そのニュースは殆ど報じられていないように感じた。現状、海外の研究者や投資家の目から見た日本の財政・金融政策は実質的に殆ど一体化しているように見なす向きが多いのかもしれない。

今後、本当にインフレ率 2%の世界が到来した場合、日銀は国債購入の手仕舞い及び売却に着手することになるが、時の政府との関係においてこれが容易に認められるかどうかは「QQE≒財政ファイナンス」の分水嶺になる。この点、筆者としても「客観的に見て財政ファイナンスと言われかねない状況」と認めつつ、「本当に財政ファイナンスかどうかは出口になって初めて分かる話」と回答するのが精一杯であった。



しかしながら、それ以前の問題として、「2%」を目指すべき総合ベースの消費者物価指数(CPI)は今やゼロ近傍で推移している(図)。この点、「出口に不安がある上に効果も上がっていない」という非常に厳しい客観的な事実を認めざるを得ない。いわゆる第一の矢(大胆な金融政策)と第二の矢(柔軟な財政政策)はアベノミクスのPRポイントであっただけに、これに対する注目と共に批判もどうしても大きくなる。また、最新の論点であるマイナス金利に関しては「誰にベネフィット(得)があると思うか」というシンプルだが、恐らく日銀にとっては最も聞かれないであろう質問を受けた。現状を見渡す限り、マイナス金利で最も得をするのは国債の利払い主体である政府しか考えられない。客観的に財政ファイナンスに対する疑義が強まる状況にあることは確かなのだろう。

～構造改革≒女性活躍≒労働規制改革～

なお、②についてはもっぱら女性活躍や働き方改革といったテーマに関する質問が多かった。この点は安倍政権が女性の活躍促進に注力していることや労働規制改革に積極的な議論を展開していることが周知されている証左なのかもしれない。「女性の管理職登用などは進んでいないと聞いた。まだまだ遅れているのではないのか」といった意見もあったが、そもそも3年や5年で劇的に変化が期待できる論点ではない。とはいえ、過去の本欄2015年12月22日号『完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～』でも述べたように、現状の日本経済において最も改善しているポイントが雇用情勢であることは間違いなく、その増勢の多くが45～64歳の出産・育児を終えた女性の層

によって支えられている。言い換えれば、足許では女性の労働参加率上昇がしっかり起きているということであり、これは数字上でも顕著に確認できる(図)。この点、政策の前向きな進展を喧伝することは十分に可能に思えた。望む、望まないに拘わらず少子高齢化が早いペースで進行している以上、今後、社会全体における労働参加率は否応なしに上昇せざるを得ないだろう。



～「金融緩和で得をするのは誰か」という素朴な疑問～

こうして海外の識者を前にして、実際に多くの質疑応答を受けてみると良く分かるが、やはり受け答えする側としては金融緩和の限界を詰められることが一番手痛い。既に述べたように、アベノミクスの派手派手しいスタートは大型の金融緩和(QQE)と財政出動のポリシーミックスと共にあっただけに、ここの不調を詰められるだけでアベノミクスへの評価が180度変わり得る。だからこそ、第三の矢における成長戦略、特に女性活躍や労働市場改革といった分野への議論を加速させ、視点を逸らしたいのが政府・与党の本音と思われるが、如何せん一朝一夕に結果が出るものではなく、この点からの現状擁護が難しい。新発債の9割以上を中央銀行が吸収し、連続的に補正予算を手当てする現状は、その意図が有るか無いかは別にして、客観的事実としては財政ファイナンスと見なされやすい。しかも、この上でマイナス金利によって利を得るのが民間部門ではなく公的部門という状況が鮮明化しつつあるとなると、「金融緩和で得をするのは誰か」という素朴な疑問に行きつかざるを得なくなる。今回、米国で講演を行ってみた感想として、日本に注目している海外の多くの識者はこの素朴な疑問を抱き始めているように見受けられた。3年前、彼らを味方につけて始まったQQE、ひいてはアベノミクスは再び彼らを説得し、味方につけなければならない状況に立たされているという事実を米国の地で改めて感じた次第である。

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4月1日 | 週末版 |
| 2016年3月28日 | 日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと |
| 2016年3月25日 | 週末版 |
| 2016年3月24日 | ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～ |
| 2016年3月23日 | ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～ |
| 2016年3月22日 | ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について |
| 2016年3月18日 | 週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～) |
| 2016年3月17日 | FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～ |
| 2016年3月16日 | 日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～ |
| 2016年3月15日 | TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～ |
| 2016年3月14日 | 求められる、市場期待に対して「No」と言う勇氣 |
| 2016年3月11日 | 週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～) |
| 2016年3月10日 | 日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか？～ |
| 2016年3月4日 | 週末版 |
| 2016年3月3日 | 今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～ |
| 2016年3月2日 | ECB理事会プレビュー～注目すべき論点の整理～ |
| 2016年3月1日 | 上海G20、為替見直しへのインパクトについて |
| 2016年2月26日 | 週末版(筋が通らない日中に対する通貨安批判～まずはFRBの政策修正が筋～) |
| 2016年2月25日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年1月分) |
| 2016年2月24日 | 英国のEU離脱に係る論点整理 |
| 2016年2月22日 | 中国版ブラザ合意へ燃る期待について |
| 2016年2月19日 | 週末版(ECB理事会議事要旨(1月21日開催分)を受けて～「保険」≠「混乱の種」という皮肉～) |
| 2016年2月16日 | マイナス金利で円高は「不幸中の幸い」？ |
| 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「期待への動きかけ」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～ |
| 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 | i19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年の為替見直しポイント～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】中期為替相場見直し～ユーロ相場～) |
| 2015年12月24日 | 【暫定版】中期為替相場見直し～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/円見直しに影響なし～ |
| 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～) |