

みずほマーケット・トピック(2018年9月20日)

安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し・・・だが～

金融緩和に関し、安倍首相が「ずっとやっていいとは全く思っていない」と述べ、出口戦略については「私の任期のうちにやり遂げたい」と発言したことが話題となっている。麻生財務相もこれを後押しするような発言をしている。現政権で最も重要な人物2人が同じようなタイミングで同じようなことを述べているのだから、過去5年にわたり続けられてきた物価至上主義は名実ともに終焉を迎えたと考えるべきだろう。首相発言や既存のフォワードガイダンスを踏まえれば、最速で2020年春に着手は視野に入る。しかし、こうしたシナリオは全てが順調に行った場合の話でもある。政府・日銀が金融政策の正常化を狙っているのが本心だとして、障害は少なくとも2つある。

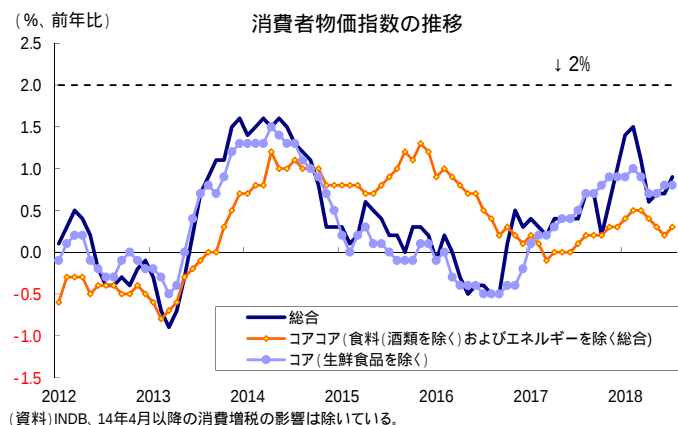
FRBの利上げ中断と 憲法改正である。この2つがクリアされ円滑に事が進む可能性は決して高いとは言えない。とりわけ 是重要。政府・日銀の企図する正常化は正確には「円高を招かない範囲での正常化」であり、米国経済が元気であるというのが大前提である。

～事態緊迫化を意に介さない米金利上昇～

昨日の本欄でも議論したように、市場は依然として緊迫化する米中の通商関係に意を介する様子が無い。米10年金は一時3.09%付近まで上昇し、5月以来の高水準で推移している。僅かではあるがフラット化の度合いも緩和されており、米経済の先行きに一段の期待を寄せる雰囲気にある。結局のところ、「よきところで妥協が図られるはず」という前提で動いているのだろう。それ自体に大きな違和感はないものの、成長が伸びきっている状況で政策金利が中立金利と思しき水準まで及んでいるという米経済・金融情勢の立ち位置は相変わらずである。4%を割り込んだ失業率にまだ改善の余地を期待すべきなのだろうか。それは非常に勇気の要る想定と思われる。

～名実共に終焉を迎える物価至上主義～

ところで相場の取引材料にはなっていないが、9月14日の自民党総裁選討論会における安倍首相の発言が耳目を集めている。大規模な金融緩和に関し、安倍首相は「ずっとやっていいとは全く思っていない」と述べ、出口戦略については「私の任期のうちにやり遂げたい」とかなり踏み込んだ発言を行った。2%という目標に関しては「一つの指標として目指していきませんが、目的は実体経済、つまり雇用をよくしていくことであって、雇用は相当良くなってきたと思っています。しかし、それと同時に、人手不足



に直面している。この人手不足対策をしていかないといけない。その中で外国人人材を今度は大幅に活用していこうということになりました」と語っており、もはや形振り構わず追求するという当初の姿勢は完全に消え失せ、「物価よりも雇用」に力点が移っているように見える。どの道、2%は絶望的なものだから(前頁図)、勝算のない戦いを続けるよりは意味ある構造改革にというのは非常に合理的な判断である。遅きに失した部分もあろうが、後述するように、自身の 3 選を固めているからこそ出てきた発言とも考えられるだろう。こうした首相発言を擁護するように、18 日の閣議後の記者会見では麻生財務相が 2013 年 4 月の黒田総裁就任時点で 2%という物価目標について「『2 年以内』というのはまず無理ですよ、と(政府と日銀で)お互いに認識していた」という内幕を披露している。当時、リフレ政策に批判的な言論に対して凄まじいほどのバッシングがあったことを思い返すと脱力感を覚えるが、その一方でやはりそうだったのかという感想を抱く向きの方が多いかもしれない。

～物価至上主義から少子高齢化対応へ～

なお、先般公表された経済財政白書では「人生 100 年時代の人材と働き方」が大項目として設定されたが、最近の安倍首相自身もこれを裏付けるような発言をしていた。9 月 4 日の日経新聞によるインタビューにおいて「最初の 1 年で生涯現役時代にふさわしい雇用制度を構築し、次の 2 年で医療・年金など社会保障制度全般にわたる改革を進める」と 3 選後の政策見通しを語っている。「金融政策を主軸とした物価上昇」から「少子高齢化時代に対応した構造改革」へとシフトチェンジする意図が見て取れる。安倍首相の 4 選はないのだから、これまで逆風の強かった分野にもいよいよ切り込んでいけるという胸中なのではないか。いずれにせよ現政権で最も重要な人物 2 人が同じようなタイミングで同じようなことを述べているのだから、過去 5 年にわたって続けられてきた物価至上主義は名実ともに終焉を迎えたと考えて差し支えないだろう。

～正常化を阻む2つの障害:①FRBと②改憲～

「3 選後の任期中にやり遂げたい」という首相の胸中を額面通り受け取れば、2021 年には日銀の出口戦略が完了するという話になる。だが、7 月から加わったフォワードガイダンスは「2019 年 10 月に予定されている消費税率引き上げの影響を含めた経済・物価の不確実性を踏まえ、当分の間、現在のきわめて低い長短金利の水準を維持することを想定している」であるため、向こう 1 年間の正常化はブロックされた状況にある。とすると、2019 年 10 月までは現行のオペ減額を主軸とするステルス・テーパリングを続け、その後に本格着手というのが政府・日銀にとってのベストシナリオになるだろうか。増税直後で傷が深い期間に正常化をぶつけることはないであろうから、最速でも 2020 年春に着手だろうか。そこから首相の任期中という区切りで考えても 1 年半程度は残されている。

しかし、こうしたシナリオは全てが順調に行った場合の話である。政府・日銀が金融政策の正常化を狙っているのが本心だとして、障害は少なくとも 2 つある。①FRB の利上げ中断と②憲法改正である。圧倒的に大事な点は①である。改めて強調するまでもないが、日本の財政・金融政策にとって最重要の関心事は一にも二にも為替である(その正否はここでは敢えて問わない)。FF 金利が中立金利に到達し、もはや「次の一手」が利上げではないという局面に差し掛かっていたら日銀の正常化は絶望的である。政府・日銀の企図する正常化は正確には「円高を招かない範囲での正常化」であり、円高になるような政策修正は全て NG である。それはもはや金融政策ではなく通貨政策

に近いのだが、古来、日本の金融政策はそういうものである。円高になった場合、むしろ緩和の可能性を模索し始める可能性すらある。だが、2020 年春の段階で FRB の政策金利は中立金利に到達している公算が大きい(ドットチャートによれば 2019 年末の政策金利は 3% を超えている、図)。仮に利上げを続けられているとしても、それは中立金利以上の利上げ即ち明確な「引き締め」を行っている状況である。日銀が正常化に着手するにしても、2020 年春時点で残された時間は恐らく多くないと推測される。

各年末の政策金利見通し(予想中央値)

FOMC Date	2018	2019	2020	Longer run
Sep-15	3.313%	n.a.	n.a.	3.500%
Dec-15	3.250%	n.a.	n.a.	3.500%
Mar-16	3.000%	n.a.	n.a.	3.250%
Jun-16	2.375%	n.a.	n.a.	3.000%
Sep-16	1.875%	2.625%	n.a.	2.875%
Dec-16	2.125%	2.875%	n.a.	3.000%
Mar-17	2.125%	3.000%	n.a.	3.000%
Jun-17	2.125%	2.938%	n.a.	3.000%
Sep-17	2.125%	2.688%	2.875%	2.750%
Dec-17	2.125%	2.688%	3.063%	2.750%
Mar-18	2.125%	2.875%	3.375%	2.875%
Jun-18	2.375%	3.125%	3.375%	2.875%

(資料)FRB

～改憲の芽が残る限り正常化は二の次か～

安倍首相の政治資源を金融政策の正常化に配分するには、悲願の改憲について実現の目処が立っている必要があるという声も多い。様々な政治日程が憶測されているが、現時点では「2019 年 6～7 月に実施予定の参院選より前に改憲を問う国民投票を実施する」というのが安倍首相の意中のシナリオと言われる。2019 年の参院選は 6 月 28 日から 7 月 28 日の間に実施する必要がある。国民投票は「発議後 60 日～180 日以内に行う」という規則に鑑みれば、60 日前となる 4 月 28 日までに発議を行っておけば参院選挙が国民投票より前に来ることはない。しかし、天皇陛下退位(4 月 30 日)・新天皇即位(5 月 1 日)のスケジュールに改憲日程をぶつけることも難しいと言われる。とすると、2018 年内や 2019 年 1 月には発議を行い、2019 年春先には国民投票を済ませておく必要がある。これが政治的に可能なのかという点については疑問を抱く向きも多いようである。

一方、参院選後に発議・国民投票を置いてしまうと、改憲勢力を維持できているかという重要な論点が浮上することになり、先が読みづらくなる。改憲勢力を維持できていないのであれば(この可能性が高い)、潔く構造改革や金融政策の正常化へ目が向きやすいかもしれない。しかし、改憲の芽が残る限りはそちらへ注力することになり、金融政策は二の次に回されるのではないか。

上記の①と②を金融政策が正常化に向かう国内外の必要条件だと見なすと、その実現は極めて難しいように思えてくる。それは FF 金利が 3% を優に超える状況でも米国が元気であり、尚且つ 2019 年中に改憲問題が済んでいるという状況を意味する。そうなれば 2020 年以降、気持ちよく金融政策の正常化も着手されるのかもしれないが、言うほど簡単ではあるまい。ヘッドラインに呼応して話題にはなったものの、実際に正常化に至る可能性は大きくないという印象である。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分からないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～)
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～コンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版(「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議(FFR)を前に～)
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～警告せよ新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
2018年8月29日	米国株独り勝ちをどう読むか？～BISビューに基づく抑制へ～
2018年8月28日	メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～
2018年8月27日	ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～
2018年8月24日	週末版
2018年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)
2018年8月17日	週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルディロックス」～)
2018年8月15日	イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～
2018年8月14日	第二次資本流出局面が始まったのか？
2018年8月13日	トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃
2018年8月10日	週末版
2018年8月9日	ボンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～
2018年8月8日	2018年上半期の円相場場の基礎的需給環境
2018年8月7日	中国の米国債売却はあり得るのか？
2018年8月6日	ソフトデータが暗示する世界経済失速
2018年8月3日	週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)
2018年8月2日	FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～
2018年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～
2018年7月30日	メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～
2018年7月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)
2018年7月26日	日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性
2018年7月20日	週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)
2018年7月19日	危うい「理由なきドル/円上昇」～金利・物価情勢は支持せず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)
2018年7月17日	貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～
2018年7月13日	週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットブレッドは着実に拡大中～)
2018年7月12日	ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～
2018年7月10日	混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～
2018年7月9日	米中間戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～
2018年7月6日	週末版
2018年7月5日	ECBを待ち受ける隘路～「試練の秋」～
2018年7月4日	EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ
2018年7月3日	米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～
2018年7月2日	2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～
2018年6月29日	週末版
2018年6月27日	メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～
2018年6月26日	またも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～
2018年6月22日	週末版
2018年6月21日	ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機
2018年6月20日	「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年5月分)
2018年6月19日	改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～
2018年6月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「APPはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～)
2018年6月14日	FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～
2018年6月13日	米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～
2018年6月12日	アベノミクス高値「125.86円」から3周年
2018年6月11日	FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～
2018年6月8日	週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～)
2018年6月7日	主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～
2018年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～
2018年6月5日	イタリア危機は去ったのか？～このままでは済まず～
2018年6月4日	鮮明になった「G6+1」の構図
2018年6月1日	週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン經由南米行き？～)
2018年5月30日	17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～
2018年5月29日	続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～
2018年5月25日	週末版
2018年5月23日	イタリア政局の現状と展望～論点整理～
2018年5月22日	「双子の赤字」と整合的なドル安予想
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)
2018年5月21日	上がらない米インフレ期待から何を読むべきか？
2018年5月18日	週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～)
2018年5月17日	軟化するユーロ相場場の現状と展望について
2018年5月16日	次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について
2018年5月15日	APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～
2018年5月14日	米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～
2018年5月11日	週末版
2018年5月10日	最近のユーロ圏経済の失速について
2018年5月9日	海外企業買収と円相場について
2018年5月8日	米金利上昇の余波を受ける新興国について
2018年5月2日	メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～
2018年5月1日	日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～
2018年4月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)
2018年4月26日	米10年金利「3%」をどう解釈するか
2018年4月25日	日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～
2018年4月24日	ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～
2018年4月23日	節目を迎える投機ポジション～短期目線に振られるべからず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年3月分)
2018年4月20日	週末版(日米首脳会談を終えて～「古くて新しい問題」とライトハイザー対策～)
2018年4月18日	IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～
2018年4月17日	日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～