

みずほマーケット・トピック(2020年9月1日)

アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～

7年8か月に及んだ第二次安倍政権のマクロ経済政策(以下アベノミクス)を総括。「政治とは結果」という安倍総理自身の言葉を借りるならば、アベノミクスが目に見える結果を残したのは事実。当分は日銀金融政策決定会合の現状維持が見込まれる中、誰が総理になっても「色」は読み取りにくい。来春の日銀審議委員人事は「色」を判別する良い機会になるはず。なお、日本経済の歴史は概ね「為替との戦い」だった。そうだとすれば、YCC 導入以降、日銀ないし円相場が「表舞台から消える」ことに成功したことは「地味な偉業」と言って良い。既にカードを使い果たした日銀が防衛的に導入したのが YCC であり、それは半ばアベノミクスの下での要請に応えた結末でもあった。様々な議論はあろうが「金融政策の無効性」を実証したことが、アベノミクス最大の収穫だったというのが筆者の理解である。いずれにせよ7年8か月前の大相場が再現されるのか固唾を飲んで見守る市場参加者は多いだろう。一方で、日本経済は不安定化する政局によってのみでしか注目されない存在になってしまったのかという寂しさを覚える部分もある。

～当面、金融市場は政権の「色」を読みにくい～

既報の通り、先週8月28日、安倍総理が7年8か月という史上最長となる在任期間の末、体調不良を理由に辞意を表明した。新型コロナウイルスの感染拡大第2波に小康状態が見られること、冬の流行に備えて万難を排した政治体制を整える必要があること、また来年9月には総裁任期の満了が控えていることを踏まえれば、政治空白を作れるタイミングは今しかなかったという声は多く、決断のタイミングについては前向きに評価する声が多い。第一報を受けた金融市場では株・為替共に乱高下が見られた。ドル/円相場は一時、105円台前半まで急落する動きが見られたものの、これが「新しいトレンドの始まり」と言えるまでの動きには発展しなかった。「アベノミクスの始まりと共に円安局面が始まったのだから、終わりと共に円高局面が始まる」との解説は分かりやすいが、それは次期政権の全貌が明らかになるまで分からない話である。戦時中と例えられる特殊な状況においては、「誰が総理になってもやるべきことは同じ」という本質的理解も働くだろう。

現時点のマーケット心理は「石破シナリオ」と「非・石破シナリオ」に分岐しており、後者の中で一番ソフトランディングになりそうなのが前政権からの「居抜き」とも例えられる菅総理シナリオである。週末、菅官房長官が自民党総裁選への出馬意欲を固めたと報じられ、これを受けた週明けの金融市場では円安・株高の動きが強まった。市場が「菅総理」を臨んでいるのは明らかだろう。しかし、金融市場にとってその政権の「色」を判断するのは端的には金融政策運営になる。当分は日銀金融政策決定会合の現状維持が見込まれる以上、誰が総理になっても「色」が読み取りにくい時間帯は続くだろう。目線を来年まで延ばせば、来春に任期を迎える桜井審議委員の後任はひときわ強い関心を引くのではないか。ありもしない金融緩和の効果を強弁してシステミックなリスクを高めるような政策運営は安倍政権後期ではかなり退潮になった。漏れ伝わってくる菅官房長官の気質を

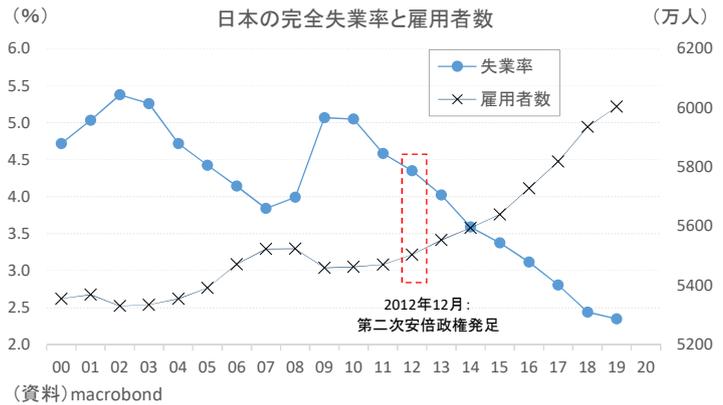
踏まえれば、菅総理シナリオの場合、恐らく次期政権でもその運営は大きく変わらないと考えられる。

～目に見える「結果」の多かったアベノミクス～

第二次安倍政権のマクロ経済政策(以下アベノミクス)を総括する論説がこれから多く出てくるだろう。既に見られているものの多くは好意的である。少なくとも「政治において最も重要なことは結果を出すこと(8月28日の辞任会見)」という安倍総理自身の言葉を借りるならば、アベノミクスは、政策との因果はさておき、目に見える結果が多かったのは事実である。

アベノミクスの起源は諸説あろうが、恐

らくは2012年11月14日と考えて良いだろう。同日に行われた党首討論において、民主党党首だった野田首相が安倍自民党総裁に対して急遽、衆議院の解散の日付(同年11月16日)に言及した。この衆議院解散は野田首相の「16日に解散します。やりましょう」との発言から「やりましょう解散」とも呼ばれている。ここから円高・株安に苦しめられた日本の経済・



金融情勢は歓待ムードに包まれ、一気に円安・株高相場が定着することになった。2012年11月14日を起点として、安倍首相が辞意を表明した2020年8月28日までの変化を見た場合、例えば日経平均株価は+164%上昇(8676.4円から22882.7円)、ドル/円相場も+33%上昇(79.4円から105.3円)している。市井の人々の実感として持ち出されやすいハードデータの代表例として雇用者数(「労働力調査」)を見れば、2012年末から2019年末までの間に約500万人増え(5500万人から6000万人)、完全失業率は▲2.0%ポイントも下がった(図)。この辺りは非常に分かりやすい「結果」である。もちろん、実質ベースでの賃金が十分に伸びていないという反論もあり、「株価が上がっても家計部門への恩恵は限定的だった」、「雇用拡大は低賃金を中心としたもの」という反論はあり得るが、株が上がって困る経済主体はいない。雇用が「量」的に増えたこと自体も前向きに評価されるものだ。もちろん、株価や雇用・賃金そしてGDPに至るまで、全てが政府・与党の手柄であるはずもないが、「政治は結果」とするならば、この仕上がりで「結果が出ていない」との評価は酷だ。

また、野党の支持率が低過ぎるという敵失もあろうが、日本の政局において最も難易度が高い決断である消費増税を(政策自体の是非はさておき)2回も敢行できたのは安定した政権基盤の証左だった。その安定感が日本株への投資を呼び込んでいたという解説もあながち誤りではないだろう。次期政権の全容が分かるのはまだ先になるが、小泉政権後のように「日本の政局不安定」が日本経済自体への評価を低迷させる元凶となるような展開だけは避けて欲しいというのが市場参加者の総意に違いない。とりわけ株式市場などにおいてその思いは強いはずだ。

～アベノミクス≡「大胆な金融緩和」～

アベノミクスについて総括すべき論点は数多いが、筆者はやはりアベノミクスは「為替に始まり、為替に終わった」ように思う。上述したように、アベノミクスの始点・終点でドル/円相場は+30%以上も

上昇しているが、最高値(2015年6月10日に125.86円)を取れば、+60%弱も上昇している。先進国の通貨ペアが3年足らずの間にそれほど上昇するのは只事ではない。後述するように、こうした動きの主因はあくまで海外の経済・金融環境が改善したことにあるが、第二次安倍政権発足当初の政府・中銀による「市場との対話」が概ね奏功したという側面も確かに無視はできない(もちろん、細かな争点は沢山あるので「対話はうまくいっていない」との反論もあるだろう)。「円高相場の反転」こそがアベノミクスの幕開けだったと言って差し支えない。

なお、「アベノミクスとは何か」と聞かれれば、殆どの市場参加者は「大胆な金融緩和」と回答するだろう。「大胆な金融政策」は「機動的な財政政策」や「投資を喚起する成長戦略」と共に「三本の矢」を構成する1つに過ぎないが、「大胆な金融政策」なくしてアベノミクスは語れない。そもそも「機動的な財政政策」は拡張財政路線のことを指していると思われるが、実際には在任中に消費税増税が2度も行われているのだから、スローガンと整合性があつたとは言えない。「投資を喚起する成長戦略」は発表当初から期待が大きかったとは言えないが、当時より本丸と思われた日本の硬直的な雇用規制については結局、メスが入らずじまいであった。また、2019年11月の外為法改正¹は「投資を喚起する」という視点からは逆行しているとの批判も多い。

結局、「大胆な金融政策」が最終的に残った印象は強く、「困った時の日銀頼み」は断続的に見られた。2013年4月から始動した黒田新体制は白川前体制の全否定からスタートした。初回会合(2013年4月4日)で「ベースマネーを2年で2倍にして消費者物価指数を+2%にする」と謳い、「量的・質的金融緩和(通称QQE)」と称した未曾有の金融緩和を導入し、これが「やりましょう解散」決定から勢いづいていた円安・株高はさらにスピードを速めた。その記憶はまだ新しい。

～第二次安倍政権前の円高は半ば宿命～

もっとも、アベノミクス以前の超円高や株安の全てを民主党政権や白川前体制の責任に帰するのは無理筋である。2012年10～12月期を境としてFRBの金融政策は出口戦略が語られるようになったし、欧州債務危機も最悪期を超えようとしていた。元より欧米の経済・金融環境の混乱こそが「リスクオフの円買い」を駆動する最大の要因だったのだから、第二次安倍政権は国際金融市場を覆っていた霧が晴れると共に産声を上げたのである。その意味で安倍政権には「運」もあつた。

また、円相場を取り巻く需給環境も異なっていた。リーマンショック後も日本の貿易収支は相応に大きな黒字を出していた。2008～2010年の3年合計で+11兆円強の貿易黒字を出していたが、2011～2013年の3年合計では▲21兆円弱の赤字だった。輸出企業による円の買い切りが発生しやすいファンダメンタルズだったことも差し引かねばならない。なお、2017～2019年の直近3年間では合計+148億円の極小の黒字であり、こうしたどっちつかずの収支が「動かない円相場」に寄与している可能性は考えられる。スポットの相場解説で貿易収支を見る向きは決して多くないが、筆者は方向感を決め得る力は依然持っている計数として注目している。

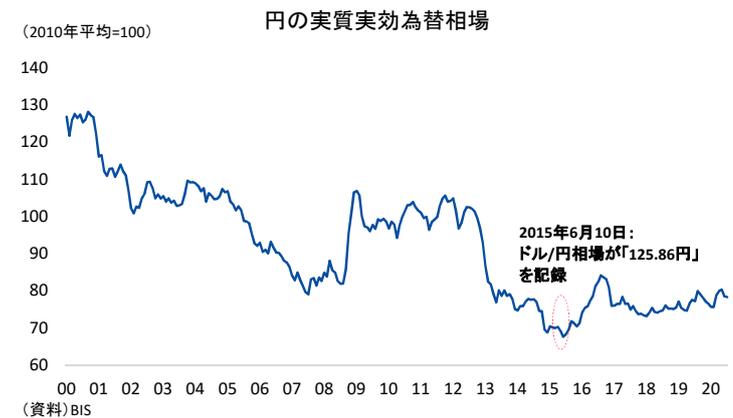
話を2012年10～12月期以降に戻す。その頃から2013年上半期にかけてFRBの正常化プロセスが語られ始める一方、日銀の政策金利がゼロ据え置きであることは確定的だったのだから(何と言っても「大胆な金融緩和」を政権が約束している)、放っておいても円高は反転する状況にあつ

¹ 外国投資家が一定の指定業種(電力や通信など)の上場企業について1%以上の株式を取得する場合、事前届出が原則的に義務化され、政府審査の対象となる。2020年6月から施行されている。

た。白川前体制の円高も、黒田新体制の円安も、ドルを基軸通貨とする変動為替相場においては半ば「宿命」だったというのが筆者の基本認識である。もちろん、黒田日銀の情報発信が「大学のゼミのよう」と揶揄された白川日銀のそれと比較して市場期待を着実に捉えていたのは間違いなく、それはレジームチェンジを印象付けるには十分なものだった。だが、そうした政策運営はあくまで元々あった潮流を強める「追い風」であり、潮流そのものを作ったわけではないという整理は必要である。

～潮目が変わった2015年～

しかし、アベノミクス(厳密には日銀の金融政策)で円安・株高に誘導できているかのように見えたのは2015年半ばまでだった。為替市場にとっては2015年6月10日という日付が極めて重要であり、覚えている市場参加者も多いだろう。同日、衆議院の財務金融委員会において黒田日銀総裁が「ここからさらに実質実効為替レートが円安に振れるということは、普通に考えればありそうにない」と述べた。この発言を契機に円安・ドル高が本格的に終わりを迎えたという評論は根強い。もちろん、実際の発言を見る限り、黒田総裁は「聞かれたから答えただけ(なお、質問者は民主党の前原誠司衆議院議員)」という様相であったが、この発言直前につけた125.86円こそが安倍総理在任中におけるドル/円相場の最高値であったのは事実だ。黒田総裁の発言通り、2015年6月、円の実質実効為替レートは長期平均対比で▲30%以上も割安な水準まで下落していた(図)。その後、2015年8月にチャイナショックが起きて、新興国を中心として世界経済が不安定化した後、原油価格は急落した。



原油安を主たる背景としてインフレ期待が顕著に後退したと考えられ、円相場も強含み地合いにある中、2016年1月29日、日銀はいよいよそれまでの「量」一辺倒の路線から「金利」へ路線を転換する。「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入である。しかし、この満を持した日銀の決定は金融システムへの負荷を懸念する向きからリスクオフモードで迎えられ、却って円高が進むという市場反応だった。もちろん、財政政策にしる、金融政策にしる、その政策を「やらなかった場合」のシミュレーションはできない。「マイナス金利を導入したから円高になった」のではなく、「マイナス金利を導入したにもかかわらず円高になった」という擁護の声もあるだろう。

だが、このマイナス金利導入から8か月後の9月21日、日銀は「総括的な検証」の結果として「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入した。10年金利の目処をゼロ%付近とするイール

ドカーブコントロール(YCC)が導入されたのがこの時であり、振り返ってみれば、この決定を境に日銀は「表舞台から消える」ことに成功したように思う。

～アベノミクス、「地味な偉業」と「金融政策の無効性」～

1973 年の変動為替相場制移行後、日本経済は良くも悪くも円相場の動きに一喜一憂してきた。歴史的に日銀が追加緩和を強いられるのはいつだって「円高・株安が進んでいる時」だった。日本社会として為替への執着が極めて強いので、それに沿って政府・中銀の政策対応が決定されるのは必然とも言える。「為替との戦い」こそ日本経済の歴史だったという評論もあながち誇張ではあるまい。そのような日本社会の特質を思えば、YCC 導入以降の円相場や円金利の変動が抑制され、日銀の存在が注目されなくなり、「表舞台から消える」ことに成功したことは、「地味な偉業」だったと筆者は感じている。もちろん、物は言いようだ。その偉業は「YCC という枠組みの賜物」と言うこともできるが、「日銀は量も金利もカードを使い果たした」との思惑から、当初アベノミクスに熱を入れ込んでいた海外投資家が投資テーマから外すようになり、今日の動かない円相場に至っているという実情もあるはずだ。YCC はカードを使い果たした上での苦肉の策であって、前向きな政策意図から生まれたものではない。しかし、それが結果的には「カードを使い果たし表舞台から消える」という意思表示になり、円相場は穏当な動きに収まるようになった面は認められる。こうした経緯を踏まえると、「金融政策の無効性(金融政策だけで物価や景気が改善することはない)」を実際に世に示したことが、アベノミクス最大の収穫だったと言えるかもしれない。

～日本経済の材料はレジームチェンジだけになったのか～

筆者の経験を踏まえれば、2015 年までは頻繁に海外投資家の前で日本の経済・金融情勢を解説する機会に直面したが、それ以降は目に見えて関心が薄らいだように感じていた。しかし、安倍総理の体調不安説が報じられるようになった 2020 年 8 月に入ってから、「政権交代の影響」について、いくつか分岐したシナリオの提示を尋ねられる機会がにわかに増えた。もはや、日本が金融市場でテーマになるのは「総理交代によって大幅なレジームチェンジが訪れる」という思惑が浮上するタイミングしかないのだろうか。「金融政策の無効性」を実証したという「地味な偉業」に目を向けつつ、日本経済は不安定化する政局によってのみでしか注目されない存在になってしまったのかという寂しさをやや覚える。

いずれにせよ、7 年 8 か月前に訪れた大相場の再来を期待する市場参加者は少なからず存在するはずである。こうした状況下、当面は資産クラスにかかわらず、次期政権の経済政策思想が最大の注目点となるのは間違いない。

市場営業部・金融市場部
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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuohobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年8月28日	週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)
2020年8月26日	腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～
2020年8月24日	ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～
2020年8月21日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)
2020年8月20日	米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)
2020年8月18日	「ドル化した世界」におけるドル相場の限界
2020年8月17日	ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～
2020年8月14日	週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか?～「1.20」台復帰を目指して～)
2020年8月12日	2020年上半期の円の基礎的需給環境について
2020年8月11日	全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか?
2020年8月7日	週末版
2020年8月4日	米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド
2020年8月3日	「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～
2020年7月31日	週末版
2020年7月28日	「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～
2020年7月27日	ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～
2020年7月22日	週末版
2020年7月21日	欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～
2020年7月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分)
	臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」
2020年7月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)
2020年7月16日	ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～
2020年7月15日	臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～
2020年7月14日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2020年7月13日	ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～
2020年7月10日	週末版
2020年7月9日	カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～
2020年7月8日	増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)
2020年7月7日	対外直接投資はこれからも増えるのか?
2020年7月3日	週末版(明らかになる「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)
2020年7月2日	金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～
2020年7月1日	円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～
2020年6月26日	週末版(IMF、GFSR改訂を受けて～「実力以上の株価」という必要悪～)
2020年6月25日	ユーロ相場はなぜ堅調なのか?
2020年6月23日	メルケル首相に託されたEU復興基金の先行き
2020年6月22日	ECB、「真のバズーカ」と「影の政策金利」
2020年6月19日	週末版
2020年6月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年5月分)
	香港ドル相場の現状と展望～ベッグ崩壊の現実的な可能性は～
2020年6月17日	二番底はメインシナリオの1つとして見るべきか
2020年6月15日	29年連続「世界最大の対外純資産国」の読み解き方
2020年6月12日	週末版(EU首脳会議プレビュー～メルケル首相への花道論も～)
2020年6月11日	FOMCを終えて～当分失われそうなドル/円のボラティリティ～
2020年6月9日	米国はいずれ通貨政策に訴えかけるのか?～特権の行使～
2020年6月8日	金利上昇を容認したFRBと視野に入るYCC
2020年6月5日	週末版(ECB政策理事会を終えて～2022年末までバランスシート残高は高止まり～)
2020年6月4日	明らかになったパンデミック緊急購入プログラム全般
2020年6月3日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年5月29日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月27日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月26日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月22日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちはだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分)
	コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか?
2020年5月19日	アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月15日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか?～)
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか?デフレか?
2020年5月7日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月1日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年4月22日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か?～
2020年4月21日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分)
2020年4月17日	週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か?～IMF世界経済見通し～)
2020年4月15日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識～
2020年4月10日	週末版(明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分)
	リスクシナリオも繰り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円の「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かずの宝刀」も抜かれるのか?～)
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自滅」は予定通り?～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュウ戦～