

みずほマーケット・トピック(2020年9月3日)

アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～

一昨日の本欄に続いてアベノミクス総括を補足したい。恐らく、経済や金融に明るくない市井の人々にとってアベノミクスとは「大胆な金融緩和」であり、雑駁に言えば円安誘導と映ったはずである。2012年11月以降のドル/円相場の変化率を思えば無理もない話だ。だが、その円安の大前提として海外の経済・金融情勢や円の需給環境が当時、重要な変化の節目を迎えていた事実を押えておきたい。その大前提こそが円安の潮流を作り出した根本的要因であり、アベノミクスはその潮流を加速させる追い風だったという順序で理解すべきである。次期政権を迎える前に「円安誘導という意味でのアベノミクス再現は難しい」ことを確認しておかねば、無駄に失望を被ることになってしまう。今一度、7年8か月前に起きた円安加速の背景を正確に理解しておきたい。とりわけ、あまり取り上げられることは無いが、政権発足のタイミングと重なる2011～12年に日本の貿易収支構造がはっきり変わっていることは知っておくべきと考える。

～7年8か月前の円安加速を正しく理解する～

一昨日の本欄¹ではアベノミクス総括と題して、過去7年8か月の政策運営について、筆者なりの所見を示した。その際にも言及したように、リーマンショック以降続いていた長く、厳しい超円高局面の反転こそがその幕開けの象徴になったことは周知の通りである。恐らく、経済や金融に明るくない市井の人々にとってアベノミクスとは「大胆な金融緩和」であり、雑駁に言えば円安誘導と映ったはずである。アベノミクスが意識されるようになった2012年11月以降、ドル/円相場は最大で+60%弱上昇したのだから、そのような理解は無理もない話だ。実際、安倍政権下で生まれた黒田日銀新体制の政策運営はその派手さ、大胆さという意味で歴史に類例を見ないものであり、「期待に働きかける」という掛け声もあって、陰に陽に円安相場の定着に一役買ったことは間違いない。

だが、その円安の大前提として海外の経済・金融情勢や円の需給環境が重要な変化の節目を迎えていた事実を押えておきたい。その大前提こそが円安の潮流を作り出した根本的要因であり、アベノミクスはその潮流を加速させる追い風だったという順序で理解すべきである。次期政権を迎える前に「円安誘導という意味でのアベノミクス再現は難しい」ことを確認しておかねば、無駄に失望を被ることになる。今一度、7年8か月前に起きた円安加速の背景を正確に理解しておきたい。

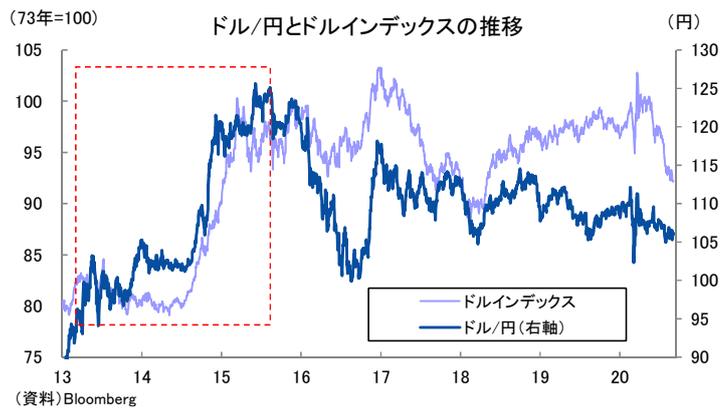
～「FRB 正常化ありきの円安」という当たり前の理解～

一昨日の本欄ではアベノミクス以前(すなわち民主党政権や白川前体制の日銀)の円高も、アベノミクス以後の円安も半ば「宿命」づけられた現象だったと論じた。この点を今一度、詳しく確認しておきたい。最も重要な事実として、リーマンショック後、FRBが本格的に緩和路線からの撤退を示唆し始めたのが第二次安倍政権発足直後となる2013年上期であったことを知っておくべきである。

¹ 本欄 2020年9月1日号『アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～』をご参照下さい。

例を挙げればきりが無いが、金融市場では 2013 年 5 月 22 日のバーナンキ元 FRB 議長の議会証言が正常化プロセスの号砲として知られている。同証言においてバーナンキ元議長は「経済状況の改善継続を確認した上で、それが持続可能なものと確信した場合、今後数回の会合において資産購入額を縮小することは可能」と発言し、いわゆる量的緩和政策 (QE) の段階的縮小 (テーパリング) の意思を公式に周知した。この発言を受けた金融市場では株を筆頭とするリスク資産が手放される動きが加速し、翌 5 月 23 日の日経平均株価は前日比 1200 円ほどの暴落を被った (これが第二次安倍政権発足後、怖いもの知らずだった日経平均株価にとって初めてのブレーキとなった)。金融市場ではバーナンキショックないしテーパー癩癩 (taper tantrum) として有名な出来事である。

その後、FRB はコミュニケーションに苦心しながらも市場心理をなだめすかしながら正常化プロセスを運営していくことになるが、2013 年 5 月が「もはや危機対応は不要」というパラダイムシフトが起きた境目だったと言える。2013 年 12 月には実際にテーパリングをスタートし、2014 年 10 月には QE が正式に終了、2015 年 12 月には 9 年半ぶりの利上げに漕ぎつけている。この 2013 年から 2015 年の期間

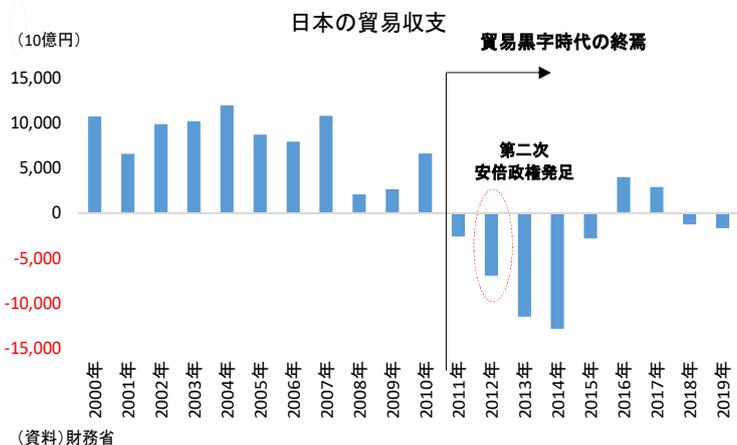


が最も円安・ドル高の勢いが凄まじかった期間と一致するのは偶然ではない。ドルインデックスで見ても、2014 年 6 月からドル高局面が始まっており、安倍政権前期に見られた強烈な円安相場は「世界的なドル高相場の一環」というのが一義的な理解になるはずである (図)。

なお、欧州に目をやれば 2013 年以降、欧州債務危機が収束傾向にあったという事実も見逃せない。2009 年から 2012 年まで金融市場は断続的に欧州債務危機の進捗を横目に神経質な時間帯が続いていた。もちろん、2013 年にはキプロスの預金封鎖、2015 年半ばにかけてはギリシャのユーロ圏離脱騒動が発生するなど、「残り火」もあったが、「ユーロ圏が崩壊するかもしれない」という恐怖感は 2011 年冬をピークに徐々に収束しつつあった。こうした状況下、「リスクオフの円買い」が発生する理由も徐々に収まっていったという事実も認識しておきたい。

～貿易収支が一変した 2011～12 年～

要するに、第二次安倍政権発足は「海外の経済・金融情勢の好転」とタイミングが揃っており、それが円高相場の反転させる大前提としてあったという話である。予測が不可能と言われる変動為替相場制だが、米国の通貨・金融政策の影響は絶対的なものだ。米国が金融危機後の深手を癒し、正常化プロセスに着手したことが円安の潮流を形成したという根



本的な理解は外せない。

その上で、円相場を取り巻く需給環境にも大きな違いがあったことを知っておきたい。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。前頁図に示すように、第二次安倍政権以前の日本経済は基本的に貿易黒字が当たり前だった。しかし、東日本大震災が発生した2011年から貿易赤字基調が根付くようになったのである。第二次安倍政権が発足する1年前から貿易赤字の環境が用意されていたことになる。これに対し、金融危機直後の日本は潤沢な貿易黒字を抱えていた。貿易収支の金額で比較するとその違いは顕著である。第二次安倍政権発足後の5年間(2012～16年)合計では約▲30兆円の赤字だったのに対し、発足直前の5年間(2007～11年)合計では約+19.6兆円の黒字だった。参考までにリーマンショック以前の5年間(2004～08年)合計では約+41.4兆円の黒字である。言うまでもなく貿易黒字は本邦輸出企業による円の買い切り(ドルの売り切り)を招く筋合いがあり、相場の方向感に大きな影響を与えるものだ。2012年12月という第二次安倍政権発足のタイミングは本邦の対外経済部門の状況が「円安に振れやすい構造」に変わっていく境目だったと言える。

もちろん、為替相場は様々な要因で揺れ動くものだ。上述の論点は2012年12月以降の円安の一部を説明するものでしかないだろう。しかし、アベノミクスの幕開けがあまりにも鮮烈だったことから、レジームチェンジと共に繰り出される経済政策(とりわけ金融政策)によって再び円安・ドル高相場が再来するのではないかと期待する向きも少なからず存在しかねない。しかし、現実はその単純ではない。為替相場は常に「相手がある話」であり、第二次安倍政権発足直後はその「相手」の事情がたまたま円安方向に傾斜しており、政権の思惑や世の円安待望論と合致したのだという客観的な理解を持つべきである。さもなくば、次期政権に対して無為な失望を抱きかねないだろう。

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.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
2020年9月2日	「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～
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」～
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～株価に運動しない誤算～
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～ 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17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15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～当分失われそうなるドル/円のポラリティ～
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	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌
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～立ちほだかる「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世界経済見直し～)
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～このベ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～かすかに暗雲湧く円相場～)
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) リスクシナリオも練り直し～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プレビュー～「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～