

みずほマーケット・トピック(2020年9月15日)

アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～

菅新総裁(次期首相)誕生に対する市場の反応は限定的。やはり「安倍政権の居抜き」とも揶揄される次期政権を材料にレジームチェンジトレードを展開するのは難しいのだろう。総裁選を前に新政権誕生による金融政策への影響を頻繁に問われた。政権交代劇を受けて、人々の意識が反射的に金融政策に向かったという事実は「政治と金融政策」というテーマに対して安倍政権の残した爪痕が非常に深いものであることを物語っている。しかし、菅氏は財政政策で景気を押し上げるというよりも構造改革を通じて効率性を高めたいという意欲が強そう。アベノミクスが「金融政策を中心としたマクロ経済政策運営」を主眼としていたのに対し、スガノミクスは「構造改革を中心としたミクロな産業政策運営」の色合いが濃くなりそう。金融市場の観点からは、菅政権の発射台は高いところから始まるため、下方リスクが大きい市況を引き受けたと考えたいところ。新型コロナウイルスの存在を踏まえれば、金融市場は秋冬を挟んだ今から半年程度が山場となる可能性が高い。新政権の真価が問われるのはこれを乗り切った後の話だろう。

～市場はレジームチェンジとは見なさず～

与党・自由民主党は14日投開票の総裁選で菅義偉官房長官を第26代総裁に選出した。総裁選は有効投票数の7割を獲得する圧勝だった。菅氏は15日の党役員人事を経て16日の臨時国会で第99代首相に選出される見込みである。任期は安倍首相の残した任期である2021年9月までの1年間となる。政治的な注目点は目先の内閣改造は当然として、やはり2021年10月に任期が切れる衆議院議員の解散総選挙、そして2021年9月の自民党総裁選挙である。下馬評では前者に近い将来に到来するとの見方が多く、10月解散シナリオがまことしやかに囁かれている。

選出後、菅氏は記者会見において「規制改革は徹底してやりたい」と表明し、既報の通り、携帯電話の料金引き下げや中小企業や地方銀行の再編、そして行政のデジタル化を含めた新型コロナウイルス対策への意欲を示している。しかし、基本的には既定路線の確認と受け取る向きが殆どであり、総裁選を受けた金融市場の反応は限定的だ。「安倍政権の居抜き」とも揶揄される菅政権を材料にレジームチェンジトレードを展開するのは難しいということなのだろう。

～安倍政権の爪痕を感じる「政治と金融政策」というテーマ～

今回、「菅官房長官が総裁選に出馬」という一報を受けてから、最も受けた照会が「菅次期政権における金融政策運営の展望と相場への影響」だった。7年8か月前、民主党から自民党への政権交代と共に大相場が到来したことを思えば、そのような関心は当然かもしれない。しかし、「政権が代われば金融政策も大きく変わる」という考え方は本来適切ではない。政府・与党が抱く金融政策の志向に着目し、その志向に沿って政策運営が展開されると予想し、資産価格の見通しを語ろうとする行為は意識・無意識のうちに「中央銀行の独立性」が忘却の彼方になってしまっていることを

意味する。もちろん、世界的に「物価が上がらない」ことが問題視されている状況下、そもそも「中央銀行の独立性」は必要なのかという根本的な議論はあり得るが、非常に大きなテーマゆえ、その是非を今回の本欄で問うつもりはない。いずれにせよ、今回の突発的な政権交代劇を受けて、多くの人々の意識が反射的に金融政策運営に向かったことは「政治と金融政策」というテーマに対して安倍政権の残した爪痕が非常に深いものであることを物語っているように感じられた。

もともと、幸か不幸か日銀の「次の一手」が枯渇していることは金融市場に知れ渡っている。日銀は今や日米欧三極で最も論点の少ない中央銀行と言っても差し支えない。イールドカーブコントロール(YCC)導入で表舞台から存在感を消すことに成功し、無為な市場期待に付き纏われなくなったという事実は、黒田体制下の日銀が成し遂げた「地味な偉業」だと筆者は考えている。金融市場だけではなく、本邦政局からも日銀の存在感は消えかかっており、今回の総裁選でも、市場の注目とは裏腹に殆ど議論の対象にはなっていなかった。恐らく次回、政治と日銀が交錯する局面が来るとしたら、来年3月、桜井審議員が交代するタイミングであろうか(繰り返しになるが、審議委員人事から政権の思想を読み解こうとする行為は本来、筋違いではある)。

コロナ禍が続く以上、機動性に優れた金融政策への期待が消えることはないだろうが、世界的な潮流も踏まえ、その政策対応の中心は財政政策、すなわち政府にならざるを得ないと考える。

～マクロからミクロへ?～

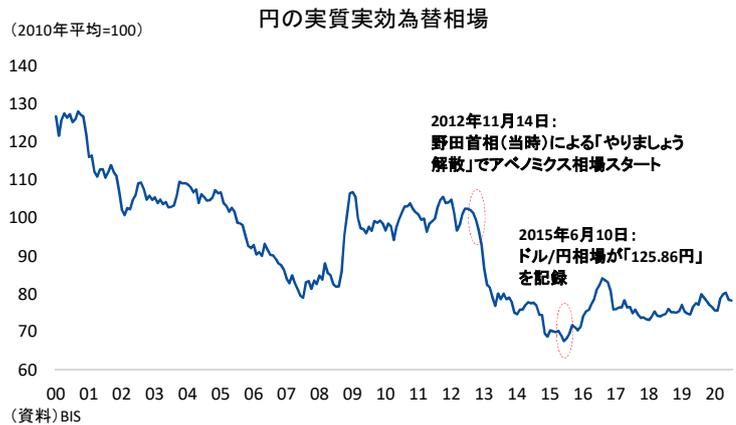
では、政府の役割という点に関し、菅氏の胸中はどうのようなものなのか。菅氏は総裁選最中の公開討論会で新型コロナウイルスの感染拡大を受けた経済政策について「これで(影響が)収まらなければ次の手を打っていく」と述べており、財政出動に関し「次の一手」の可能性を否定していない。だが、事前報道を見る限り、菅氏は財政政策で景気を押し上げるというよりも構造改革を通じて効率性を高めたいという意欲が強そうに見える。携帯電話料金の引き下げや地銀・中小企業の再編、厚生労働省の再編、各省の政策を一元化するデジタル庁の創設などは目先の景気刺激よりも構造改革を通じた日本経済の潜在成長率向上を企図しているようにも見える。とりわけ総務大臣(2006年)および副大臣(2005年)を歴任した知見を活かして通信業界へ深く切り込んでいくとの見方は根強く、「菅首相 vs. 通信大手企業」は既に次期政権のアイコンのように扱われている。通信費引き下げはリフレ政策との整合性に難があるように思えるが、世論の支持は高いはずであり、解散総選挙を睨むならばこのテーマへの語気が強くなることが予想される。また、菅氏は総務大臣時代、内閣府特命担当大臣として地方分権改革に当たっていた経験もある。地方経済振興の支柱であったインバウンド需要が消滅した今、菅氏がこのテーマにどう切り込むかは手腕の見せどころに思えるが、コロナ禍で実体経済が委縮する中、そこまで意識が及ぶのは難しいかもしれない。

コロナ対策を脇に置いた上で次期政権を展望するならば、アベノミクスが「金融政策を中心としたマクロ経済政策運営」を主眼としていたのに対し、スガノミクスは「構造改革を中心としたミクロな産業政策運営」の色合いが濃くなりそうな雰囲気がある。新総裁に選出された直後の挨拶で「役所の縦割り、既得権益、あしき前例を打破して、規制改革を進めていく」と述べた以上、やはりテーマは構造改革になるのだろう。とはいえ、菅氏の「やりたいこと」は今年の秋冬の新型コロナウイルス感染拡大について、大過なく切り抜けることができれば、という条件付きである。基本的には感染症と戦うための非常事態モードが継続することから、政策選択には厳しい制約が出てくるはずである。

また、金融市場は構造改革のような長い目線の話の材料にすることはないだろう。金融市場が注目するのはまず、感染症対策において大きな失点なく最初の半年間を手堅い支持率と共に切り抜けるかである。この点に照らせば、まずは解散総選挙を経て民意を獲得した政権という建付けを築き、秋冬は無難な安全運転を心掛けた方が良いのだろう。

～市況の発射台は高め。下方リスク大きめ～

最後に金融市場の目線から簡単に次期政権への所感を述べておきたい。歴史を紐解けば、日本経済の不幸は円高ともに到来することが多かったが、内外金利差が消滅していることや、貿易収支構造が変化していることなどもあって安倍政権はコロナ禍の中でも円高に見舞われずに済んだ。恐らく、菅政権も円高に付き纏われ無力感を感じる民主党政権のようなことはならないだ



ろう。しかし、今から思えば超が付くほどの円高・株安と言える水準、言い換えれば「どん底」から始まった第二次安倍政権とは異なり、金融市場から見れば菅政権の発射台はかなり高いところから始まる。それなりに下方リスクが大きめの市況を引き受けたと見るのが妥当だろう。実質実効為替相場ベースで見れば、2012年11月の円相場は足許より2割近い円高水準にあった(図)。

もともと、足許では新型コロナウイルスの感染拡大が抑制傾向にあり、世界的にも感染者数は再加速しているが死者数が増えないという傾向にある。その科学的根拠について筆者は多くを語れないが、弱毒化を指摘する声も出始めている。もし、巷で言われる通り、10月に解散・総選挙となり、政府・与党が勝利を手にした場合、菅政権は名実ともに民意を得たことになる。11月以降、本格的に菅政権が始動し、無事に越冬することができれば「一番大変な時にバトンを渡され、それを乗り切った首相」として長期政権への橋頭保を築くことになる可能性も秘めている。

少なくとも、新型コロナウイルスとの兼ね合いを踏まえれば、金融市場は秋冬を挟んだ今から半年程度が山場となる可能性が高く、ここを乗り切れば米金利の上昇と共にドル/円相場が盛り返してくる公算が大きい。そうなった場合、日経平均株価も底堅く推移するであろう。円安・株高を前提とすれば、政権支持率も堅調を維持できるはずである。その上で構造改革を中心とする菅政権の真価が春先以降に試されてくるというのが現時点で抱ける最大限の展望ではないだろうか。

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14日	マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか？～
2020年9月11日	週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)
2020年9月9日	過去の後退局面と何が異なるのか？～米雇用の深手～
2020年9月8日	ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか～
2020年9月7日	米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～
2020年9月4日	週末版
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～
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資産購入の实情～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、難民そして疫病へ～)
	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～