

みずほマーケット・トピック(2021 年 12 月 8 日)

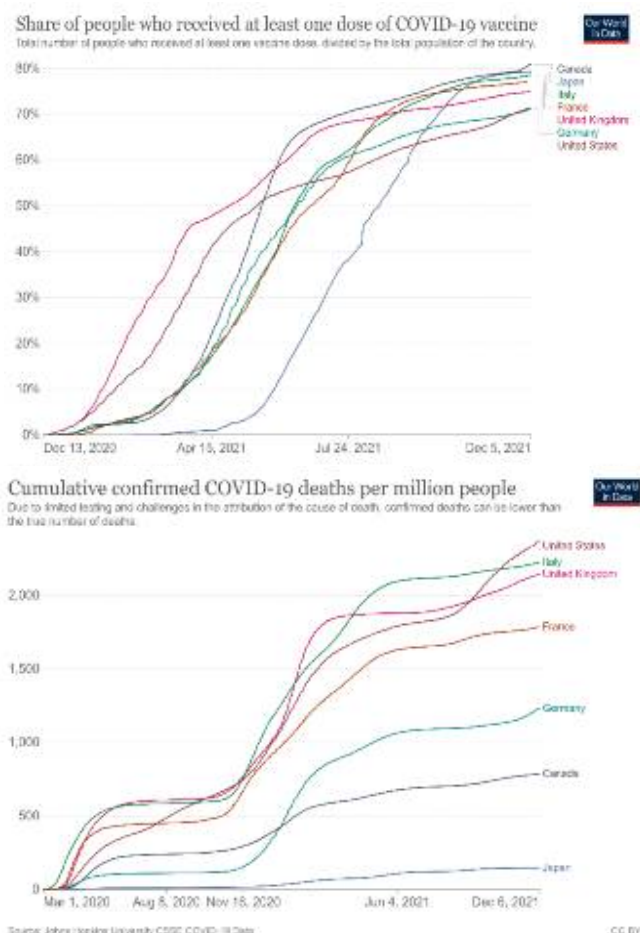
2022 年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～

岸田首相の所信表明演説では「コロナ対策＞経済成長＞健全財政」という優先順位付けが明示された。しかし、先進国で唯一マイナス成長を頻発させた 2021 年を踏まえると、経済成長にまつわる視線はもっと切迫したものであるべきに感じる。ワクチン接種率や死亡者数などを見る限り、日本は経済優先に舵を切っても許されるはずである。にもかかわらず「コロナ対策が経済より優先」という姿勢からは結局、いくらワクチン接種率を高め、重症・死亡者数を抑えても、「感染は悪で許容できない」という観念が透けて見える。この半ば差別的な意識がある以上、消費・投資意欲の復元は困難。「コロナ対策が経済より優先」という姿勢は 2022 年の日本経済や資産価格を検討する上で重くのしかかる。2021 年の日本経済は欧米経済に著しい遅れを取った。この低迷した日本経済への評価が為替市場では円全面安、株式市場では先進国対比で劣後する上昇率として現れたのが 2021 年だった。こうした経験(失敗)から学ばずに同じことが繰り返されるのならば、2022 年のテーマも「日本回避」になってしまう恐れ。

～「手段の目的化」を続けそうな日本経済～

一昨日に行われた岸田首相の所信表明演説では「経済あつての財政であり、順番を間違えてはいけない」との姿勢が示され、過度な健全財政主義が成長率を阻害するシナリオがけん制された。しかし、その経済に関しては「経済社会活動の再開は決して楽観的になることはなく、慎重に状況を見極めなければならない」とも述べられ、コロナ対策が経済正常化に優先する姿勢も合わせて示されている。要するに「コロナ対策＞経済成長＞健全財政」という順位付けである。しかし、先進国で唯一マイナス成長を頻発させた 2021 年を踏まえると、経済成長にまつわる視線はもっと切迫したものであるべきに感じる。

そもそも、日本の防疫対策は既に評価に値するものであるはずだ。12 月 5 日時点で日本のワクチン接種率(1 回でも接種した人口の割合)は 79.28%でカナダと並んで世界最高レベルである。また、100 万人当たりの死亡者数は約 140 人で G7 では日本の次に低いカナダ(約 780 人



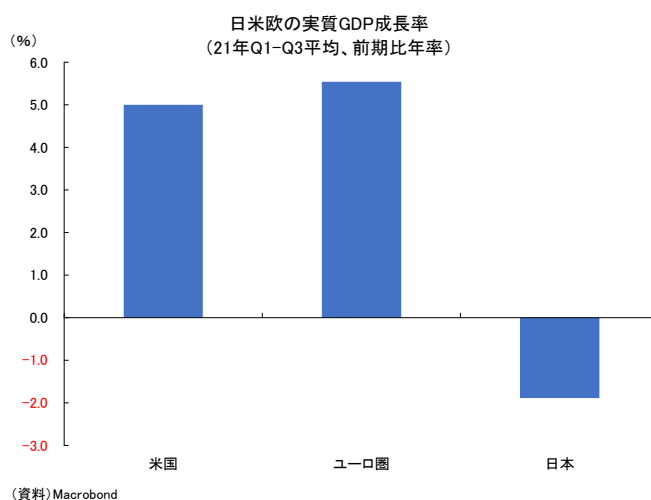
台)と比べても段違いに水準は低い。それでも「コロナ対策が経済より優先」という姿勢からは結局、いくらワクチン接種率を高め、重症・死亡者数を抑えても、「感染は悪で許容できない」という観念が透けて見える。この半ば差別的な意識がある以上、消費・投資意欲は叶わないだろう。本来、「高いワクチン接種率」は手段、「経済・社会の正常化」は目的であったはずであるし、欧米ではそうした戦略がはっきりしている。一方、日本では「手段の目的化」が相変わらず進行中に見える。後述するように、この事実は2022年の日本経済や資産価格を検討する上で重くのしかかってくると考えられる。

～2022年のテーマも「日本回避」の恐れ～

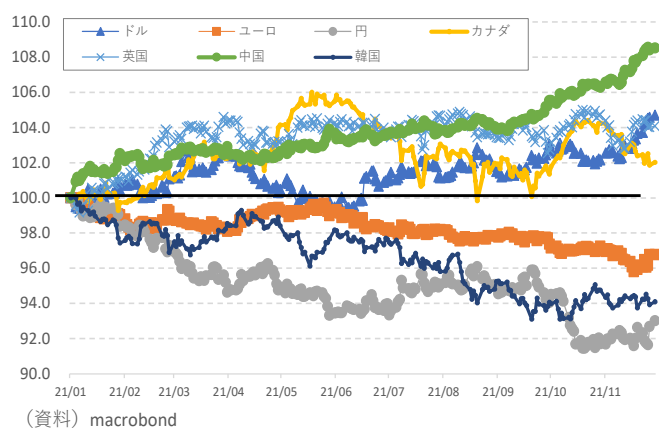
金融市場は米大統領首席医療顧問であるファウチ氏の「これまでのところ、重症化の度合いはそれほど高くないようだ。これは勇気づけられる兆候だ」との発言以降、オミクロン変異株への懸念が後退しており、息を吹き返している。片や、日本では上述のような首相演説に加え、オミクロン変異株を念頭に米国2週間以内の全陽性者を入院させる方針が厚労省より要請されるなど、さながらオミクロンパニックを続けそうな雰囲気がある。もちろん、変異株の全貌は分かっていないので予断は許さないが、2021年の経緯を踏まえると、首相演説からは悪い予感を抱いていしまう。

そもそも今の日本ではオミクロン変異株の発見こそされているものの、新規感染者数が依然極めて低い水準に抑制されている。そうであるにもかかわらず、「いずれ来るかもしれない感染拡大」を念頭に経済正常化に躊躇する姿勢を情報発信する意味は大きくないと思う。今、注力すべきは2度と緊急事態宣言を発出しないで済むように医療資源を確保することであり、経済社会活動の再開を戒めることではないだろう。防疫政策の効果測定は専門家に委ねるが、少なくとも日本特有のコロナへの向き合い方が欧米との成長率格差に直結している

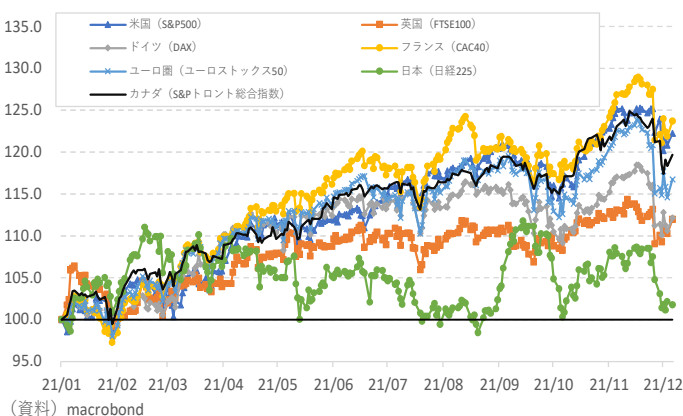
可能性は非常に高い。2021年下期はデルタ変異株、供給制約、資源高、インフレ高進などの足枷



(21年1月1日=100) G7およびアジア通貨の名目実効為替相場



(21年1月1日=100) 主要国の株価指数推移



が登場したが、これらは世界共通の足枷であって日本だけ沈む理由には全くなならない。しかし、現実には日本だけが沈んだ。1～3 月期から 7～9 月期の実質 GDP 成長率(前期比年率)を平均し、比較すると米国が+5.0%、ユーロ圏が+5.5%、日本が▲1.9%である(前頁図)。日本の潜在成長率が元々低いことを加味してもあまりにも特異な仕上がりである。4 月以降、約 6 か月間わたって緊急事態宣言かまん延防止措置の名の下で行動制限をかけてきた賜物である。

そうして低迷した日本経済への評価が為替市場では円全面安、株式市場では先進国対比で劣後する上昇率として現れたのが 2021 年だったと筆者は考えている(前頁図)。こうした経験(失敗)から学ばずに同じことが繰り返されるのならば、2022 年のテーマも「日本回避」になってしまうだろう。

とりわけ最近の円安傾向に関して言えば、ようやく日本の購買力低下を通じて成長率を貶めるものだという論陣が市民権を得るようになってきた。アベノミクス最盛期の 2013～14 年にこのような主張をしても批判されるばかりであったが、資源高も相まって「悪い円安」への危機感が高まっている。今後、政策の優先順位に関し「コロナ対策>経済成長」が徹底されれば、結局は 2021 年と似たような成長率の構図が再現される可能性は高く、円安は一段と進むと予想される。それが市井の人々の生活にとって良い影響を及ぼさないことも政策運営に加味されることを期待したい。

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.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
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本当の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイトマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分)
	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO))を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER))の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分)
	日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガйдانسを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～現実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分)
	メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォラー想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オベを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
2021年7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(2021年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～)
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～