

みずほマーケット・トピック(2022 年 1 月 13 日)

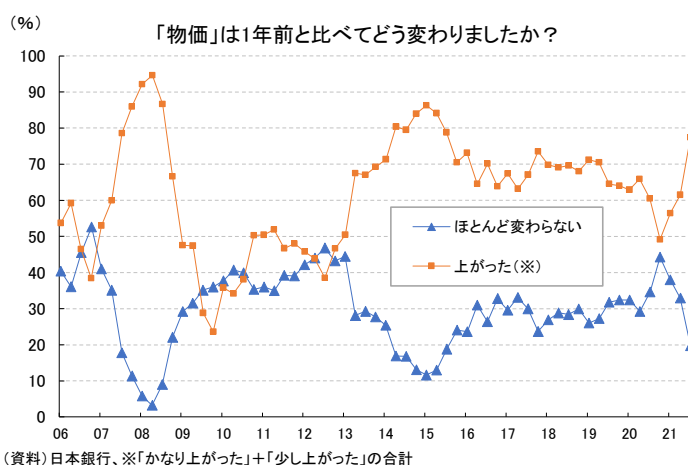
## 円安と物価高と国民感情の近況について

21 年 12 月分の『生活意識に関するアンケート調査』は物価上昇と円安に対して国民の不安が高まっていることを示した。現状では 2015 年ほど名目ベースの円安が進んでいるわけではないが、諸外国との内外価格差が顕著に開いており、これが「実質実効ベースで約 50 年ぶりの円安」という状況に繋がっている。名目ベースで円安が押さえられていても、輸入財の価格自体が(海外に合わせて)高くなるため、日常生活に影響が及びやすいのである。物価上昇や暮らし向きへの不安が大きくなる中、「悪い円安」の取り扱い是一段と難しくなる。発足後、岸田政権は金融政策に関心を寄せていないが、「物価上昇が国民の生活意識を悪化させており、円安がその一端を担っている」との認識が広がれば、政府・日銀として何らかの検討がなされても不思議ではない。21 年から続いているのは「高いワクチン接種率を背景に社会正常化を進める→成長率が高まる→金融政策が正常化する→当該通貨が買われる」という図式であり、いつまでも新規感染者数と行動制限政策に拘泥する日本が投資の埒外になっている印象。その事実気づかなければ、いくら政府が日銀に通貨防衛的な政策運営を求めても円安の解消は難しい。

### ～悪化する日本国民の生活意識～

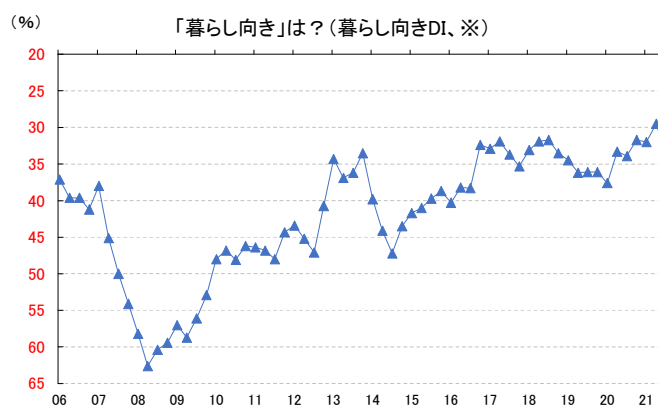
昨日のドル/円相場は米 12 月消費者物価指数(CPI)約 39 年ぶりの高い伸びとなったものの、市場予想並みであったことから正常化プロセスが想定以上に加速することへの懸念が和らぎ、ドル相場は下落している。いかにも後講釈の誹りを免れない動きだが、年初から一方的な動きが続いていたこともあり、市場がドル売り材料を探していたという事情もありそうである。もっとも、こうした動きはドル高が持続するために必要な調整でもあり、ドル/円相場もじりじりと下値を切り上げそうである。

ところで、一昨日は日銀が 2021 年 12 月分の『生活意識に関するアンケート調査』を発表している(調査期間は 2021 年 11 月 5 日～12 月 1 日。対象は全国の 20 歳以上の個人。回答数は 2216 人)。これによると、現在の物価に関し、1 年前と比較して「上がった」と回答した人の割合が 77.4%と 2015 年 12 月調査(78.8%)以来、6 年ぶりの高水準をつけている。前回調査(21 年 9 月)は 61.5%であったため、かなりまとまった幅での上昇である(図)。言うまでもなく原油を筆頭とする資源価格の上昇を背景にガソリン価格や食料品価格の上昇が効いた結果と考えられる。2015 年 12 月調査の際は、2014 年の消費税増税に加え、アベノミクス下での円安



がピークを付けていたという背景がある(2015年6月の125.86円が最高値だった)。現状では2015年ほど名目ベースの円安が進んでいるわけではないが、諸外国との内外価格差が顕著に開いており、これが「実質実効ベースで約50年ぶりの円安」と喧伝される状況に繋がっている。こうした状況下、名目ベースで円安が押さえられていても、輸入財の価格自体が(海外経済の物価水準に合わせて)高くなっているため、やはり日常生活には影響が及びやすい。1年前と比べ物価が何%変化したと思うか尋ねた質問では、回答数値の平均が+6.3%となり、2009年3月調査(+6.4%)以来の水準を記録していることも目を引く。国民が物価上昇を実感し始めているのは間違いない。

より総合的な生活実感として注目される「暮らし向きの変化」に関しては、1年前と比べ「ゆとりが出てきた」と答えた割合から「ゆとりがなくなってきた」の割合を引いた「暮らし向きDI」が▲34.2と、前回比▲4.7ポイント悪化しており、これは消費増税直後の調査となる2014年6月調査(前回比▲6.3ポイント)以来の大きな悪化幅である。今月に入ってから大手製紙メーカーがティッシュペーパーなど家庭紙の全製品を、今年3月



(資料) 日本銀行、  
※「ゆとりが出てきた」と答えた割合から「ゆとりがなくなってきた」の割合を引いたもの

22日出荷分から15%以上、値上げするなどのニュースも重なっている。物価上昇圧力が身近な財・サービスに及んでおり、それを「悪い」と捉える向きが増えているのは間違いない。その上、今回の調査はオミクロン変異株の感染拡大については織り込まれていないことも要注意であり、暮らし向きに対する感情は1～3月期にさらに悪化が予想される。

### ～政治的に放置が難しい「悪い円安」～

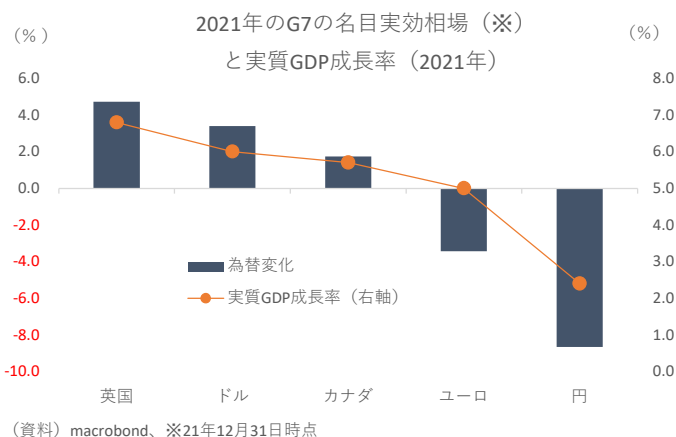
こうして日本でも物価上昇や暮らし向きへの不安が明らかに大きくなる中、昨年から取沙汰される「悪い円安」の取り扱い是一段と難しくなる。本欄では繰り返し論じてきたが、理論的な議論として「円安に良いも悪いもない」という主張は正論であり、良くも悪くも市場価格として受け入れる以外にあり得ないのは確かである。だが、政治が世論の不满を放置することも難しい。円安に対する世論のアレルギー反応が目立ち始めてしまえば、政府・与党はポーズであっても何らかの挙動が求められる。発足後、岸田政権は金融政策に関心を寄せていないが、「物価上昇が国民の生活意識を悪化させており、円安がその一端を担っている」との認識が広がれば、政府・日銀として何らかの一手が検討されても不思議ではない。

安倍政権がアベノミクスの名の下で金融政策にレジームチェンジを促すことができたのは、超円高による痛みに対して国民感情が一致していたからだろう。誰しもが円高からの脱却を願い、その一手として大規模な金融緩和があった。同じように、円安や物価上昇に伴う不安について国民感情が集約されてくれば、岸田政権が金融政策に変化を強いる可能性は十分あり得る。今はまだそこまでの状況に至っていないが、そのような状況に向けて変化が進んでいることは知っておきたい。元より政治的に安倍元首相と岸田首相の間に距離があると言われていることも踏まえれば、金融緩和の巻き戻しは傾聴に値するものである。今回の日銀調査で示されたような非常に分かりやすい直

接的な不安(いずれ不満に変わる)はやはり早めに施策が打たれる可能性はある。

### ～なぜ円安になったのかを改めて考えるべき～

しかし、円高を止められなかったのと同様、日銀の政策修正だけで円安が抑止されることはない。なぜ円安になっているのかという根本的要因を改めて考える必要がある。もちろん、米国を筆頭に日本以外の先進国が正常化プロセスを模索しているからという部分は大きい、日本側にも要因はある。筆者は 2021 年の円全面安や日経平均株価の相対的な劣後は金融市場において「日本回避」が進んだ結果も含まれて



いると考えている。図示されるように、2021 年は GDP の仕上がりと言目実効為替相場(NEER)の仕上がり概ね一致していた。こうしたシンプルな関係が綺麗に現れることは珍しい。2021 年から続いているのは「高いワクチン接種率を背景に社会正常化を進める→成長率が高まる→金融政策が正常化する→当該通貨が買われる」という分かりやすい図式であり、いつまでも新規感染者数と行動制限政策に拘泥している日本経済が投資の埒外になったという面はありそうである。その事実気づかなければ、いくら政府が日銀に通貨防衛的な政策運営を求めても対症療法で終わるはずである。そもそも岸田政権はあくまで「コロナ対策＞経済正常化」が所信表明演説から標榜されており、状況が大きく変わりそうにないことも駄目押しとなる。

円安に伴う物価高が国民生活への不安を高めているのだとしたら、まずは闇雲な行動制限を通じて成長率を圧迫するような政策運営の転換を図ることが必要である。そもそも昨年 9 月以降の感染縮小に関しては、殆ど理由が良く分かっていないと言われる。にもかかわらず、また安易に経済を犠牲にする政策は取られるのはどう考えても合理的ではない。2021 年に見た日本経済の悲惨な状況を繰り返さないためにも、2022 年は成長率の押し上げが志向されるべきであり、それこそが最大の円安抑止策になると考えられる。

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](mailto: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](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                                     |
|-------------|----------------------------------------------------------------|
| 2022年1月12日  | 「嵐の前の静けさ」を警告するIMF                                              |
| 2022年1月11日  | 信じて貰えないECBのハト派姿勢                                               |
| 2022年1月7日   | 週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≡「為替の進捗」～)                         |
| 2022年1月5日   | 欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定                                        |
| 2022年1月4日   | 2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？                                 |
| 2021年12月28日 | 2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～                                      |
| 2021年12月27日 | 2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～                                     |
| 2021年12月24日 | 週末版                                                            |
| 2021年12月23日 | 円相場場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～                                    |
| 2021年12月22日 | 無視はできない需給面のドル安リスク                                              |
| 2021年12月20日 | 2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する                                         |
| 2021年12月17日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)                          |
| 2021年12月16日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分)<br>FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～ |
| 2021年12月15日 | 「安い日本」を体現するアパレル生産日本回帰報道                                        |
| 2021年12月13日 | 41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～                                        |
| 2021年12月10日 | 週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)                        |
| 2021年12月8日  | 2022年も「日本回帰」がテーマか～首相演説を受けて～                                    |
| 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～色濃い日本回帰～                                      |
| 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～<br>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)<br>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～「目先の生活」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)<br>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～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)                               |
| 2021年8月26日  | 混沌極めるドイツ総選挙～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)<br>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～実現に近づくウォー一想定～                                          |
| 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                                                            |