

みずほマーケット・トピック(2022年1月18日)

続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～

東京など首都圏4都県と愛知を含む中部3県が国に対して新型コロナウイルスの「まん延防止等重点措置」の適用を要請した。適用対象の地域は拡大の見通しである。岸田政権発足当初は既に高いワクチン接種率を背景に行動制限に依存しないコロナ対策が打ち出されるとの期待もあった。しかし、高い支持率を背景に行動規制の厳格化が再び復活する。世論が行動規制の厳格化を望んでいるとしても、それが成長率押し下げを通じて「安い日本」の遠因になってしまっていることはもっと周知されるべき。今、まさに昨年と同じ道を歩もうとしており、「50年ぶりの円安」がさらに下押しされる可能性も。日本経済の貯蓄・投資(IS)バランスは家計・企業(以下民間)部門共に過去に経験の無い水準まで過剰貯蓄が積み上がっている。7月に参院選を控え、世論が厳格な規制を支持しているという状況も踏まえると、政治的には早期解除に至るインセンティブが大きい。「コロナ対策>経済正常化」という政策姿勢に関し、世論は支持しても市場は支持していない。「聞く力」を自負する岸田首相に「市場の声」は届くことを祈りたい。

～高支持率を背景に行動制限復活～

昨日、東京など首都圏4都県と愛知を含む中部3県が国に対して新型コロナウイルスの「まん延防止等重点措置」の適用を要請した。また、政府は19日には適用対象の地域拡大について専門家に諮問するとも報じられている。恐らく地域は拡大し、景気下押し効果は広範に及ぶだろう。

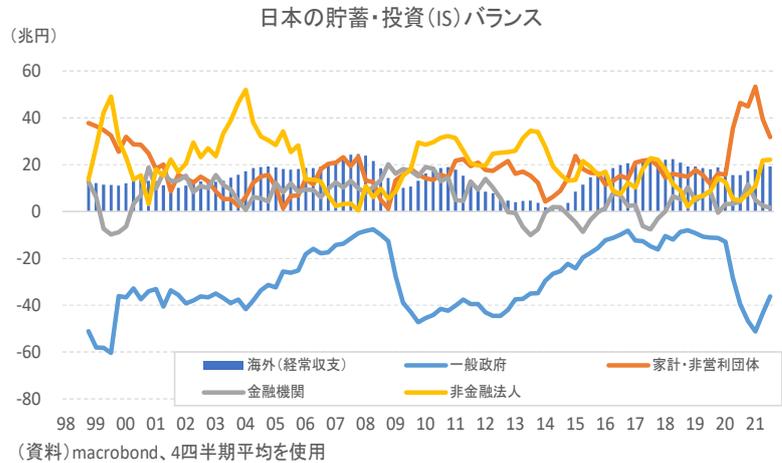
結局、何も変わっていないと失望したのは筆者だけではない。岸田政権発足当初は既に高いワクチン接種率を背景に行動制限に依存しないコロナ対策が打ち出されるとの期待があった。「普通の風邪と見分けがつかない」と言われるオミクロン変異株だからこそ、新しいアプローチは試行される余地があったように思えるが、岸田首相の「やりすぎのほうがまし」との言葉が端的に示すように行動規制の厳格化が再び復活する。人流抑制の効果に疑義が呈されても行動制限を要求したり、既に市中感染が広がっても厳格な入国規制を継続したりするのは、それが支持率上昇に寄与することが明白だからであろう。時事通信が1月に行った世論調査では51.7%と過去最高を記録している。政権発足から3か月間、目立った実績はない(むしろ先送りが目立つ)が、特筆されるものがあるとするならば、所信表明演説から強調される「コロナ対策>経済正常化」の優劣関係くらいだろう。今回、愛媛県からは行動規制の効果を疑問視した上で要請しないという表明も見られており、筆者もそれが合理的と考えるが、現状の世相を考えれば、勇気の要る政治決断と言える。

～強制的な貯蓄過剰が続く～

昨年、主要先進国の中で日本だけがマイナス成長を断続的に繰り返し、金融市場では株や為替が低調な動きに終わったことは記憶に新しい。春先以降、年の半分を何らかの行動制限と共に過ごしたのだから当然の帰結である。成長率の仕上がりはそのまま物価ひいては金融政策の仕上

がりに直結し、実質・名目双方のベースで円相場を押し下げた。資源価格が騰勢を強める中、円が減価しているため日本経済の交易損失は当然拡大する。交易損失の拡大は理論上、実質賃金の下落を意味するので家計部門の生活実感は確実に悪くなる。海外から見れば「安い日本」が仕上がりつつあり、昨年、方々でそうした特集が展開されたことは周知の通りである。

世論が行動規制の厳格化を望んでいるとしても、それが成長率押し下げを通じて「安い日本」の遠因になってしまっていることを為政者としてはもっと情報発信すべき段階にあると筆者は考える。今、まさに昨年と同じ道を歩もうとしており、それは円相場で言えば、「50年ぶりの円安」をさらに下押しする可能性を示唆する。日本経済の貯蓄・投資(IS)バランスは家計・企業(以下民間)部門

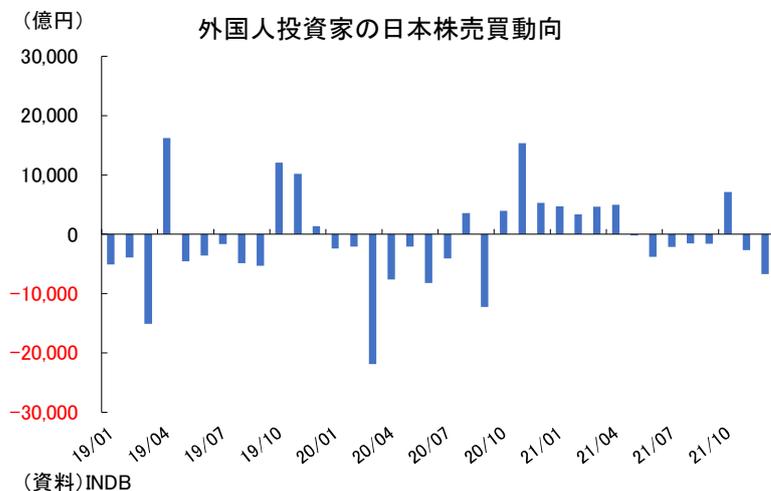


共に過去に経験の無い水準まで過剰貯蓄が積み上がっており、政府部門の消費・投資で何とか底割れを防ぐ状況にある(図)。民間部門の消費・投資が盛り上がらない状況で物価が上がるはずもなく、金融政策も現状維持が続く。インフレ懸念と共に正常化機運が高まる海外の金融政策とは乖離が大きくなるばかりであり、円安は(とりわけ実質ベースで)進みやすくなる。行動規制は民間部門に貯蓄を強いる政策であるため、この傾向は1~3月期、強まることになるだろう。

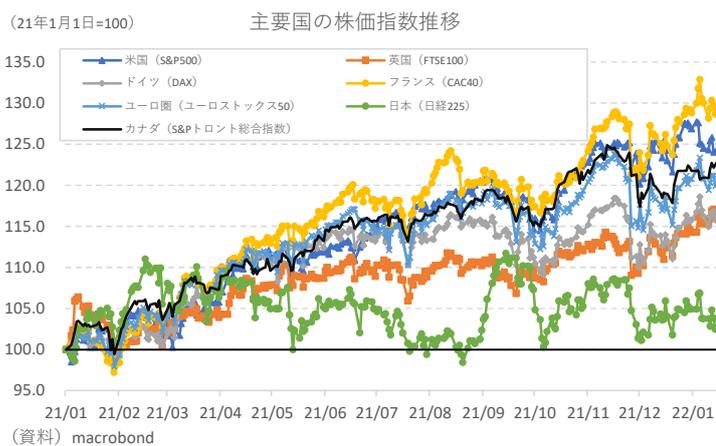
～問題は解除タイミング。「市場の声」は聞いて貰えるか～

過去の経験を踏まえれば、問題は発令よりも解除のタイミングである。解除の際は楽観ムードが強くと忘れられがちだが、規制されても解除判断が迅速ならば被害は限定される。昨年は日本のワクチン接種率が猛烈なペースで上昇し、米国のそれを抜き去るという動きが認められながらも、緊急事態宣言の延長が漫然と繰り返された。夏場に至るまでは五輪開催を前に緩めることができないという見方もあった(結局、五輪開催中も緊急事態宣言だったが)。

今年は7月に参院選を控え、世論が厳格な規制を支持しているという状況にあり、政治的には早期解除に至るインセンティブが大きい。もっとも、今回東京都は病床使用率を要請の基準(20%以上で「まん延防止等重点措置」、50%以上で「緊急事態宣言」の発令を要請)として予め示している。解除に際して、本当にこの基準が機械的に適用されるのであれば、かつてのような済し崩し的な延長



もないはずであり、予測可能性は高まっているという望みはある。しかし、過去2年間で散見された無理筋な意思決定を振り返ると「総合的」や「臨機応変」などのワーディングと共に解除を渋る懸念も残る。繰り返しになるが、世論の支持を得る以上、政治はどうしてもそれになびきやすい。しかし、そうした「コロナ対策>経済正常化」という政策姿勢に関し、世論は支持しても金融市場は支持していない



という事実がある。根拠薄弱な行動規制と共に過剰貯蓄を積み上げる日本経済に投資する理由は乏しく、実際、行動規制が慢性化し始めた昨年4月以降、外国人投資家の日本株買いが見られなくなっている。ドル安が進んでも円高にならない昨今の背景にはこうした株式投資を巡るフローも関係しているのではないか。

「聞く力」を自負する岸田首相にこうした「市場の声」が届くのかどうか。株や為替の動きが日本経済に与えるダメージがクローズアップされてくれば、「やり過ぎの方がまし」という現在のコロナ対策の基本姿勢も修正される余地はあるかもしれない。

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.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
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
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傷は「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) 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(いきなり外交的訓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「日本回避」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) 不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月16日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月15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12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11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10日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月9日	週末版
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(ハイツメンバー、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	円安に触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	交易条件の悪化に触まれる日本経済
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～真実味帯びる「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～実現に近づくウォーラ一想定～
2021年8月6日	週末版