

みずほマーケット・トピック(2022 年 4 月 14 日)

「インフレで苦しむ」を想像できない日本

ドル/円相場は遂に約 20 年ぶりの高値を付けた。とはいえ、為政者が具体策を打とうという気配はなく、円売り安心感は強い。昨日は黒田総裁の講演にぶつけるように円売りが加速しており、為替市場は明らかに政策当局に対し催促、いや挑発を強めている。「円安に良いも悪いもない」は理論的に正論だが、「円高にも資源が安く調達できるなど良いこともある」といった正論が超円高時代の 09～12 年に聞いて貰えただろうか。デメリットを感じる経済主体が多くなれば、理論的に誤りでもそれは正義になる。この点、既に当の経済界からも円安を嫌気する声が続々と上がっており、為政者に何らかの影響を及ぼす可能性は高まっている。いつまでも「全体としてプラス」で押し切るのは直感的に難しいように思えるが、高い政権支持率を考えれば現状が続く可能性も高い。本当に食料を含めた物資調達に困窮し、疲弊する人々が支配的になれば、金融政策やエネルギー政策は新しい針路を目指し、注視・検討を超えて、決断・実行に移るのだろうか。結局、国も人間も「失敗は経験からしか学べない」ということなのかもしれない。

～挑発を強める為替市場～

昨日のドル/円相場では節目と見られていた 126 円を突破し、2002 年 5 月以来、約 20 年ぶりの高値を付けた。これで名目・実質共にアベノミクス越えを果たした格好であり、本欄や『中期為替相場見通し』で予想してきた通りの展開である。昨日も議論したように、筆者は今次円安は日本側に責任の一端があると考え、為政者が具体策を打とうという気配はなく、円売り安心感は強い。昨日の動きも信託大会における挨拶で黒田日銀総裁が「現在の強力な金融緩和を粘り強く続ける」と述べた時間に合わせて 126 円を突破している。為替市場は明らかに政策当局に対し催促、いや挑発を強めている。「円安を注視」というフレーズは最初は効くが、その後は口だけではないかどうか確認するように円売りが入る。古典的だが、非常に厄介な為替市場の動きである。

～財界からも円安 NG の声～

本欄では円安の良い・悪いを一言で断じるのは危ういと考えた上で「総論では日本経済にプラスだが、各論ではマイナスの声が目立ち、二極化を助長しかねない」と繰り返し論じてきた¹。メディアにおいて「悪い円安」のトーンが先行しやすい現状は、GDP 計算上は「グローバル大企業への恩恵を中心に全体としてプラス」と言えても、「値上げなどでマイナスは見えやすい一方、どこにプラスがあるのか分からない」と感じる市井の人々の数が圧倒的に多いという事実を意味している。

例えば 4 月 4 日、経団連の十倉雅和会長は円安によりエネルギー資源を海外から調達する企業の収益が圧迫される一方、輸出企業は恩恵を受けていると指摘し『「良い円安」と「悪い円安」は短期的に判断するものではない』と述べているが、これは日銀やエコノミストなどが唱える理屈に近

¹ 本欄 2022 年 3 月 28 日号『円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～』をご参照下さい。

く、「マクロ的には正しい」という総論と言うべきものである。中央銀行を含めエコノミストとして円安のメリットを指摘する声が出るのは、繰り返しになるが、その恩恵を受けるグローバルな大企業製造業が享受する付加価値は非常に大きく、GDP を計算する上ではプラスになるシミュレーションが可能だからという事情が恐らくある。経団連はエコノミストでも中銀でもないが、組織がグローバル大企業で構成される以上、十倉会長の述べるような意見になるのは自然だろう。

円安にまつわるメリット・デメリットのイメージ

		メリット・デメリット	備考	影響力の大小	経済主体
メリット	①	財・サービス輸出の拡大	海外生産比率の上昇、パンデミックなどで期待薄	小～中	グローバル大企業や輸出企業。
	②	円建て輸出額増加を通じた企業収益の改善	企業収益は改善するが、それが賃金に波及せず	中	
	③	円建て所得収支の増大	過去10年で実証済み。円安唯一のメリット？	大	
デメリット	④	輸入コスト上昇による国内企業収益および消費者の購買力低下	年々、輸入ペネトレーションは上昇中。資源高もあって注目されやすい。	大	内需依存型の中小企業や家計部門。

（資料）日銀「展望レポート（2022年1月）」などから筆者作成。

しかし、今の世相を踏まえると円安のメリットを強調する総論だけで一点突破するのは相当難しく、各論としての円安のデメリットも丁寧に扱わねばならない雰囲気が強まっている。「円安に良いも悪いもない」は理論的には正論である。だが、「円高にも資源が安く調達できるなど良いこともある」といった正論が超円高時代の 2009～2012 年に聞いて貰えただろうか。そのような意見は逆に袋叩きにあったことを筆者はよく覚えている。デメリットを感じる経済主体が多くなれば、理論的に誤りでもそれは正義として扱われる。この点、既に当の経済界からも円安を嫌気する声が続々と上がっており、為政者に何らかの影響を及ぼす可能性は高まっているように感じる。以下は一部の例だ：

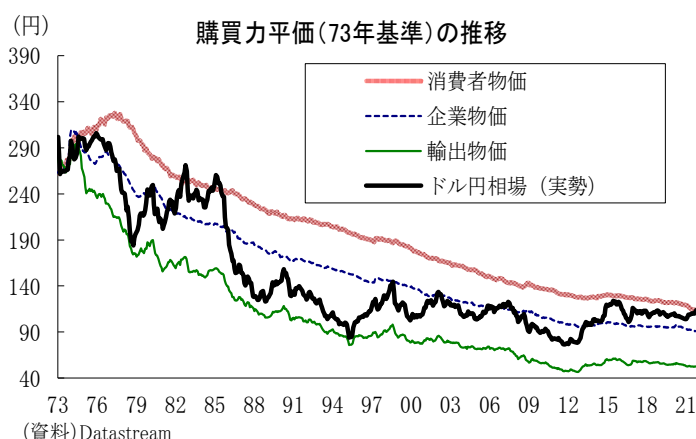
- 経済同友会の桜田謙悟代表幹事(SOMPO ホールディングス社長、3 月 29 日)：「現在の為替水準(円安)が適切だとはとても思えない。企業によって受け止めは異なるものの、全体として行きすぎとの評価になっている」
- 日本鉄鋼連盟の橋本英二会長(日本製鉄社長、3 月 29 日)：「(円安の恩恵を受けて競争力が改善してきたかと比較して)今回はまったく様相が違う」、「円安のリスクというのはこれが初めて」、「日本が一人負けしていることの象徴」、「大変大きな問題」
- 日本商工会議所・三村明夫会頭(4 月 7 日)：「海外輸出をほとんどやらない、海外事業をやっていない中小企業にかかわらず、中小企業にとって円安はメリットはほとんどない。デメリットの方が大きい。一般の消費者にとっても全く同じようなことが言える」、「円安が輸出企業の賃金引き上げや設備投資につながればいいが、今は生産も増やせていない。原料価格が上がったため、メリットを受けられない」

こうした声だけではなく日本郵船の長沢仁志社長からは外航海運ではドル建てで運賃を受け取ることが多く「円安はどちらかと言えば追い風」といった声も報じられているが、同社長は円安による燃料高や原料高の影響で経済が悪化する恐れについては「心配している」とも述べている。少なくとも、現状を超える円安を望むという声は財界から見られず、NG の声が目立つ。もちろん、円安で収益を上げたグローバル大企業から内需主導型の中小企業や家計部門へ賃金上昇という格好でメリットが波及すれば大手を振って「円安は日本経済にプラス」と言えるが、三村会頭も述べる通り、今の日本でそれは期待できない。その背景には硬直的な日本型雇用の存在なども指摘され、一朝一夕では解決の難しい問題と考えられる。

～円安は「自然に戻る」よりも「戻される」か？～

財界要人からも円安の危うさを指摘する声が出る以上、いつまでも「全体としてプラス」で押し切るのには直感的に難しいように思えるが、高い政権支持率を背景に緩和を基本とする金融政策や原発停止を基本とするエネルギー政策が続く可能性は十分考えられる。防疫政策に関し、およそ合理的とは思えない判断が頻発してきた経緯を踏まえれば、その可能性は否めない。世界の悩みはコロナからインフレに完全に切り替わったが、日本は引き続き日々の新規感染者数に拘泥している。今後も行動規制を通じて成長を抑制し、通貨価値を貶め続ける公算は残念ながら大きい。既に実質実効為替レートで半世紀ぶりの円安を記録しているのは象徴的な出来事である。

しかし、資源高や円安による生活困窮が政権支持率にまで響く様子はまだない。長年デフレ(通貨価値の上昇)を宿痾としてきた日本において「インフレ(通貨価値の低迷)で苦しむ」というのは未体験の事象である。現下の円安も「いずれ戻る」という楽観論がまだ根強いのかかもしれない。確かに、変動為替相場であり、日本が巨大な対外純資産国である事実も不変なのだから、これほどの円安が続けば揺り



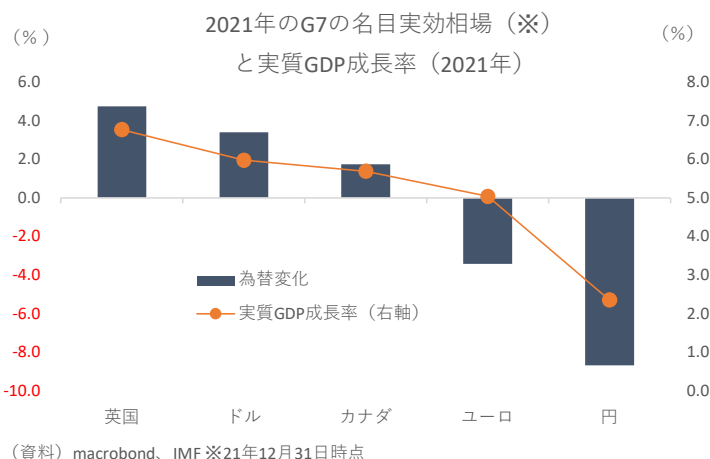
戻しは必ずある。しかし、その揺り戻しの結果、どれほどの円高水準まで戻るのか。為替にフェアバリューはないが、購買力平価(PPP)を見ても2012年以降のドル/円相場は明らかに切り上がっており、足許の水準もプラザ合意直前を彷彿とさせるほどの円安・ドル高水準にある(図)。「自然に戻る」というよりも何らかの政策的な介入があって「戻される」という方が腑に落ちる。実際のところ、自然体に任せていれば資源価格の高止まりが続く限りにおいて、巨額の貿易赤字を抱える事実は変わりようがない。それが円安のドライバーだと言われているのだから、円高への戻りも限定的であろう。

～国も人間も「失敗は経験からしか学べない」～

日本では早速、感染第7波への懸念が盛り上がっている。また効果の怪しい行動規制に勤しむのだろう。そのような防疫政策が成長率低迷を通じ円安に繋がっている部分は相当大的いと筆者は常々論じているが(次頁図)、その因果関係は市井の人々にはさほど届いていないのだと思われる

(だから厳格な行動規制が高い支持を得る)。本当に食料を含めた物資調達に困窮し、疲弊する人々が支配的になれば、金融政策やエネルギー政策は新しい針路を目指して注視・検討を超えて、決断・実行に移るのだろうか。結局、国も人間も「失敗は経験からしか学べない」ということなのかもしれない。敢えて前向きな含意を汲み取るとすれば、これから起きるであろう顕著な物価上昇を受けて、粘着性が強いと言われていた日

本におけるデフレインドが払拭される可能性はある。「物価は上がるものだ」というごく自然な経済現象をようやく経験しようとしているという一点に関しては、敢えて前向きに理解しておきたい。



市場営業部
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4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版(本邦2 月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～)
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株価に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルールにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分)
	「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三步進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常态なのか?～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か?
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか?
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候?～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解?～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分)
	円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自衛行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治ヘアラムを鳴らすか?
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か?～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMC を終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～シオルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分)
	続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
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・原子カグリーン認定
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)
	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～本場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～