

みずほマーケット・トピック(2022 年 6 月 7 日)

要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～

参議院議員選挙に対する市場の反応に関し照会が増えている。既報の通り、岸田政権の支持率は極めて高い水準にあり、与党大勝の見通しは堅い。だが、対立論点を徹底的に回避し、経済復調のために必要と思われる政策課題に一切手を付けようとしない従前の岸田政権の政策姿勢を前提とすれば、与党大勝は株売り・円売り・債券売りのトリプル安に直結する可能性も。「コロナ対策最優先」という点で岸田政権は初志貫徹であり、当初の看板に嘘偽りはない。支持率を見る限り、国民もこれを容認しており、筆者が日本を「成長を諦めた国」と形容する所以。成長率が見込めない国の通貨や株を積極的に買う理由はなく、実際にこの 1 年半はそうになっている。こうした路線が国政選挙で追認されるのだとしたら、結果は自明ではないか。債券市場も円売りと共に日銀へのアクションを促す地合い(金利上昇)が支配的になる可能性が高い。これに加えてエネルギー政策に関しては発電よりも節電が押し出されている。病床問題に対し行動制限を要請したように、電力問題に対し節電を要請するのか。要請経済で経済のダウンサイジングを図る行為が変わらない限り、現政権の勝利に金融市場からは厳しい評価が続こう。

～参院選と金融市場、与党大勝はトリプル安に～

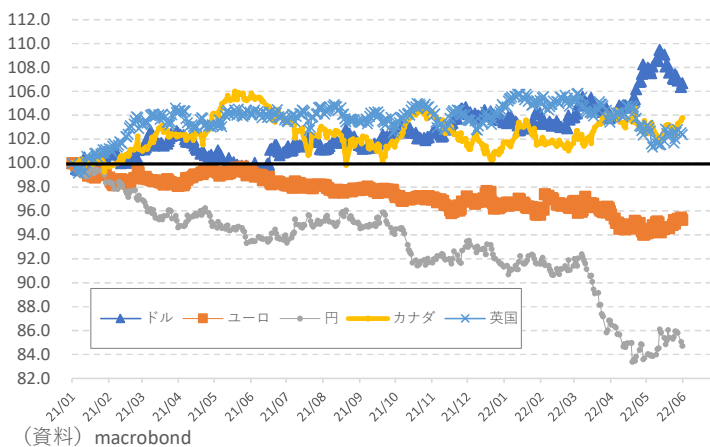
にわかに今夏の参議院議員選挙に対する金融市場の反応について照会を受けるようになっていく。自民党の茂木敏充幹事長は先週 4 日、甲府市内の会合において夏の参院選に関し「間違いないく 6 月 22 日公示になる」と述べ、投開票日が 7 月 10 日になる見込みに言及した。当然、日本の経済・金融情勢を占う意味でもこの帰趨には着目することになる。

既報の通り、岸田政権の支持率はいづれの調査を見ても 60～70%と極めて高い水準にあり、与党大勝の見通しは堅そうである。現時点で具体的な話をするのは難しいが、対立論点を徹底的に回避し、経済復調のために必要と思われる政策課題に一切手を付けようとしない従前の岸田政権の政策姿勢を前提とすれば、与党大勝は株売り・円売り・債券売りのトリプル安に繋がっても不思議ではないと考えている。株と為替(円)については本欄で執拗に論じている通り

である。過去 1 年半を振り返ってみて、日本株と円の劣後は明らかに特異であり、海外の政治・経済や新型コロナウイルスの影響で正当化するのは難しいように思える。図に示すように、円の名目

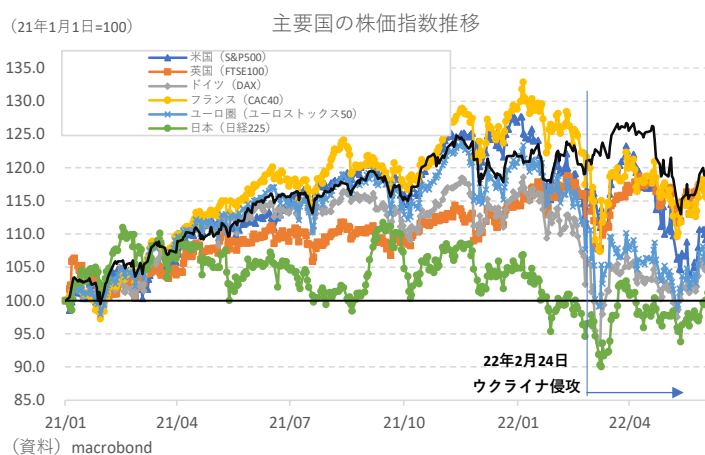
(21年1月1日=100)

G7の名目実効為替相場



実効為替相場ベースでの劣後は余りにも大きく、「ドル買い」ではなく「円売り」、言い換えれば日本の政治・経済・金融情勢が円安の背景と考えざるを得ない。この点、日銀の緩和路線に拘泥する姿勢や貿易赤字の累増傾向といった金利や需給に関する材料も去ることながら、厳格な行動規制や入国規制に象徴される「経済より命」路線が日本経済から活力を奪い、それが円建て資産離れに直結しているというのが筆者の基本認識である。金融政策に関して言えば、「経済より命」路線を続けるからこそ成長率が低迷し、日銀が動けなくなっているというのが真の因果関係でもあるだろう。

昨年 12 月 6 日の所信表明演説で岸田首相は「岸田政権の最優先課題は、新型コロナ対応」と断言し、同 23 日には「(コロナ対策は) やりすぎのほうがまし」と重ねた。実際、諸外国の入国規制が完全撤廃され、マスク着脱の議論にも決着が尽きつつある中でも、日本は外国人を門前払いし、屋外でもマスクが手放せない生活が続いている。「コロナ対策最優先」という点において岸田政権は初志貫徹であり、当



初の看板に嘘偽りはない。支持率を見る限り、国民もこれを支持しており、筆者が日本を「成長を諦めた国」と形容する所以である。成長率が見込めない国の株を積極的に買う理由はなく、実際、日経平均株価は過去 1 年間を通じて相対的な劣後が際立つ(図、東京五輪があったにもかかわらず、だ)。こうした路線が国政選挙で追認されるのだとしたら、日本株も円も売られる理由にはなる。

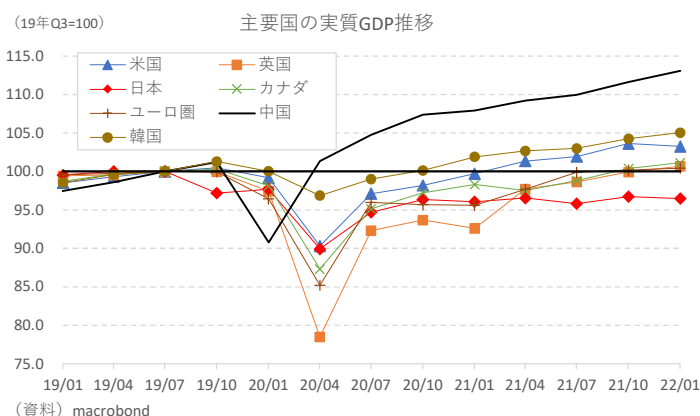
円安で日銀が試される中、債券市場も同時に試されるだろう。それは正常化を催促する相場であり、円売りと共に債券売り(金利上昇)を通じて日銀へのアクションを促す地合いが予見される。指値オペを常態化させた日銀は金利上昇に動揺することはなさそうだが、その世界的に見ても異様な中銀の挙動がさらに円売りを誘うことになる。そうなれば抜け出すのが非常に困難な展開である。

～要請経済という本質～

なお、コロナ対策だけではなく経済成長の生命線となるエネルギー政策でも議論が棚上げされている。信じがたいことだが、5 月 27 日、経済産業省は電力需給の逼迫が見込まれる今冬に大規模停電の恐れが高まった場合、大企業などを対象に「電気使用制限」の発令を検討していると言われる。これは違反すれば罰金が科される強制的な措置だという。また、6 月 6 日、松野官房長官は記者会見で、関係閣僚が電力需給の逼迫への対応を議論する「電力需給に関する検討会合」を 5 年ぶりに開く考えを示している。松野官房長官は供給面で「あらゆる対策を講じていくことが必要だ」と話しつつも、需要面に関し「夏に向けてできる限りの節電、省エネに取り組み、電力需給がより厳しくなる冬に向け、夏以上の需要対策の準備を進めるのが必要だ」とより言葉多めに語っている。要するに、今次電力不足に対しては「発電ではなく節電で乗り切る」が岸田政権の解であり、これは「原発再稼働よりも節電が優先」という話でもある。もちろん、「経済財政運営と改革の基本方針(骨太の方針)」には原発再稼働に関し「厳正かつ効率的な審査」を行い「最大限活用する」との文言

が明記される見通しである。しかし、それがいつ、どのような形で実現するのかは不透明であり、漏れ伝わってくるのは企業部門への協力要請の意思だけである。

こうした「解決策は明らかだが、利用者に我慢を強いる」という構図はコロナ対策時の病床問題と全く同じ構図だ。感染拡大に対し行動制限を要請するのも、電力不足に対し節電を要請するのも、国民に対してマクロ経済のダウンサイジングを強要しているのに等しい行為である。しかし、既に日本以外の主要国はコロナ以前の実質 GDP 水準を復元しており先に進んでいる(図)。自ら成長を放棄するような余裕は



先進国の中でも最も無いのが日本のはずだが、政府・与党の政策や、それを支持する大多数の世論からは「それで構わない」という雰囲気を感じられてしまう。参院選の与党大勝はそうした現状の肯定・継続を予期させるものであり、円建て資産にとってはネガティブな印象を抱かざるを得ない。

もちろん、参院選が終われば当分、国政選挙は無い。それゆえに、対立論点を回避する従前の姿勢が一転し、原発再稼働や入国規制に象徴されるコロナ対策の緩和(象徴的には5類引き下げなど)などに対し決定力を発揮していく政権に生まれ変わる期待もある。その場合は日本株も円も巻き戻し(買い戻し)の対象になり得るだろう。しかし、世論が肯定している路線を変える勇気が果たしてあるのか。純粋に政権を持続させたいだけであれば現状維持が最良の選択であるだけに、筆者は確信が持てない。政権に決定力が伴う展開はあくまでリスクシナリオにとどめたいと思う。

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6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場への需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分)
	週末版(円安相場は終わりののか?～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月8日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のプレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか?
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分)
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
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～世界の外資準備運用～
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～ドイツの自傷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へアラームを鳴らすか?
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～シュルツ政権の迷走～
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～