

みずほマーケット・トピック(2022年6月14日)

悲惨指数を感じなかつた日本人

東京市場では明確なトリプル安が進んでいる。ドル/円相場の135円台は98年以来であり、それは「日本売り」がテーマだった頃である。本欄では執拗に今次円安局面は「日本回避」の色合いが強いと指摘してきた。だからこそ、経済正常化に舵を切るべきだと提言してきた。しかし、政治はこれを拒み続けた。今次円安は相当部分、日本の政策運営が招いた結末である。なお、黒田発言騒動によって世間はかなり金融政策に関心を持つてしまった可能性がある。結局、これまでリフレ政策の目指した物価上昇が失敗に終わっていたからこそ、リフレ政策への支持率が維持されていただけであり、今後はそうはいかないだろう。家計にとってデフレとは賃金低迷であって物価下落のことではなかったのである。政府・与党が金融政策に関心を寄せる雰囲気はまだないが、今回の騒動をもって、次期総裁は緩和から距離を取る人物になる公算。総裁人事の位置づけが政治的に重要性を増しており、それは円安を断ち切る鍵になる可能性もある。

～日本が招いた円安～

昨日はドル/円相場が一時135.22円と1998年以来、約24年ぶりの高値を更新した。同時に日本の10年国債利回りが0.25%超えを試す動きが恒常化している。日本株も大幅に下落している。明確なトリプル安である。既に国内外の経済・物価環境が様変わりしているのでドル/円の「135」という数字自体にヘッドラインで騒がれる以上の意味はない。だが、1998年と言えば、前年から国内大手金融機関の破綻が相次ぎ、日本の金融危機が取りざたされ、文字通り「日本売り」がテーマだった。本欄や『中期為替相場見通し』では執拗に今次円安局面は「日本回避」の色合いが強いと指摘してきた。だからこそ、もうコロナは忘れ、経済正常化に舵を切るべきだと提言してきた。しかし、これも本欄では何度も論じているが、岸田政権は参院選をあらゆる処方箋を棚上げすることを選んだ。せめてインバウンド全面解禁をアピールできれば状況は変わっていたかもしれないが、これも拒んでしまった。今次円安は相当部分が日本の政策運営が招いた結末だと筆者は考えている。

～資源高で気づけたリフレの過ち～

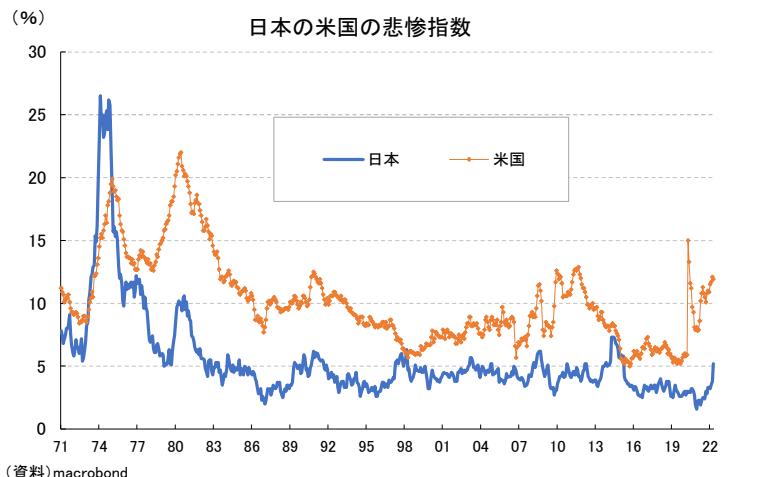
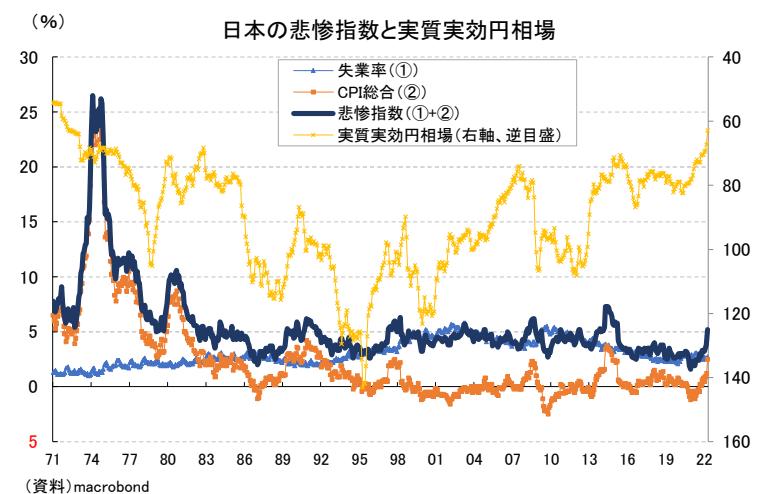
こうした中、黒田・日銀総裁は参院決算委員会での答弁において急激な円安進行は経済に「望ましくない」と語り、政府と緊密に連携し市場動向や経済・物価への影響を十分に注視する考えを示した。もっとも、「水準はともかく急な変動は問題」という指摘は一般論であり、日銀の円相場に対する基本姿勢が修正されたわけではない。事実、黒田総裁は「賃金の本格的な上昇を実現するため、金融緩和を粘り強く続けて経済をしっかりとサポートしていく必要がある」と述べ、緩和継続を改めて強調している。しかし、「急激な円安進行は経済に望ましくない」という一般論は同じく激しい円安相場だった9年前に日銀から指摘されることはなかった。なぜか。当時は物価が上がっていなかったので、円安の悪い面(交易損失の拡大)に実感を抱くのが難しかっただけであろう。現実に交

易損失は拡大していたのだが、足許ほど顕著な資源高もなく値上げの波は今より穏やかであった。また、世界経済が上向く中、企業業績は好調で株も高かった。金融緩和で低金利が演出される中、「円安・株高だが物価は上がらず」という状況が續けば、市井の人々が反対する理由は無い。

結局、リフレ政策の目指した物価上昇が失敗に終わっていたからこそ、リフレ政策への支持率が維持されていたという皮肉である。しかし、ここにきて「資源高と円安の同時進行」は資源輸入国である日本にとって許容できないという当然の事実が白日の下に晒された。資源高によってリフレ政策の過ちに気づけたとも言える。通貨高で潰れた国はないが、逆はいくらでもある。その怖さに今直面している。しかし、参院選があるという理由で政治は動かない。投機的には絶好の好機である。

～悲観指数を感じなかつた日本～

実体経済を語る上で悲惨指数(Misery Index)という計数がある。「インフレ率(ここでは CPI 上昇率)」と「失業率」を足した数値で、これが高いほど国民の困窮度が高く、経済的な苦痛が大きいと判断する。右図(上)は 1970 年代前半以降、約半世紀にわたる悲惨指数と実質実効円相場(以下、円 REER)の推移を見たものである。一瞥して分かるように、日本の悲惨指数は1980年代後半以降、殆ど振れがない。日本型雇用を背景とする失業率の低位安定は元より、1990 年代後半からは CPI が上がりなくなり、悲惨指数は抑制傾向が続いてきた。ここまで動かないものを意識することは恐らくなかった。その意味で日本は悲惨指数の存在自体を感じる必要が無い安定状況を享受してきたと言える。片や、右図(下)に見るよう、同じ時代の米国の悲惨指数は相応に変動がある。もちろん、安定しているに越したことではないが、足許のように急に物価が動き出した時の「心の準備」という点で日本は米国に比べて経験(耐性)がなさそうという想像はつく。先般の黒田総裁による「家計は値上げを受け入れている」発言の大炎上からも分かるように、日本の物価上昇に対する「慣れ」は極度に低いと考えられる。



～政治的に重要な次期総裁人事～

もちろん、その CPI が上がりなくなったことを一般的にデフレと呼び、その払拭を目指したのがアベノミクスであった。しかし、デフレは経済主体によって定義が曖昧模糊としている。確かに、政府・

日銀が対峙する現象としては「上がらない物価」かもしれないが、企業にとってそれは長らく「慢性的な円高」であったし、家計にとっては「上がらない実質賃金」だった（恐らく海外にとっては「上がらない日本株」だった）。何となく経済・金融情勢が悪そうなことを総称して「デフレ」と呼びアベノミクスをスタートさせたので家計部門の反対を浴びることはなかったが、「物価が上がる」ということを心底望んでいた人々は実は少なかったのだろう。

いずれにせよ、黒田発言騒動以降、「世論の物価上昇への嫌悪感」が「日銀の金融政策」へと向かいやすくなった感がある。ワイドショーまでもが黒田総裁の発言を批判的に取り上げ、一部報道では総裁の私生活を揶揄するような動きも出ている（率直にやり過ぎである）。今のところ、金融政策が岸田政権の支持率に影響を及ぼすには至っていないが、あと半年も経てば政府・与党はポスト黒田を本格的に検討しなければならなくなる（もうしてるかもしれない）。このムードの中で選ばれる新総裁はほぼ間違いなく緩和から距離を取る人物になるのではないか。少なくとも緩和の形容詞に「異次元」と付くような政策運営はもう終わりだろう。黒田発言騒動によって、総裁人事の位置づけが政治的にかなり重要になったと言える。それは昨年来続いている円安の流れを断ち切る一つの契機としても鍵になってくるように思える。

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.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6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版（ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～）
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリブル安に～参院選と金融市場～
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）
2022年5月19日	週末版（円安相場は終わりなのか？～先行きは夏場以降の政治次第～）
2022年5月17日	本邦1～3ヶ月期GDPを受けて～成長を誇めた国～
2022年5月16日	ECB、「行動の夏」が意味すること
2022年5月15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6日	週末版（FOMCを終えて～「50bps→25bps」のブレーキが重要～）
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）
2022年4月18日	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月15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14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13日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月12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～ルーピーにも負ける円～
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）
2022年3月18日	「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月17日	週末版（GDPデータ一覧に注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～）
2022年3月15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14日	円安相場の考え方～「三歩進んで二歩下がる」～
2022年3月11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～「戦後の正常化」に着手～）
2022年3月9日	経常赤字は新常態なのか？～「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ムリスクになるのか？
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）
2022年2月16日	円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月15日	ラガード講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月14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見通し改定について～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～ショルツ政権の迷走～
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）
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