

みずほマーケット・トピック(2022年7月11日)

## リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～

安倍元首相が銃殺されるという日本史に残る凶悪事件が起きてしまった。多くの市場参加者が感じる通り、12年12月に発足した第二次安倍政権と金融市場の距離感は歴代政権と比較しても特別なものがあった。本件に際し、リフレ政策の総括や今後の展望について所感を求められることが多い。しかし、安倍元首相の訃報とリフレ政策の清算を混同すべきではない。市場参加者のみならず、恐らく一般国民もそう感じていたと思われるが、円安・物価高に不満を募らす世相の中、「リフレ政策は実質的にもう終わっていた」というのが正しい現状認識だろう。本件を受け岸田政権がアベノミクスとの訣別を謳い難くなったという観測もあるが、政治は物価高と共に募る国民の不満を放置できまい。日本の財政・金融政策の未来は既に「リフレ思想の次」を検討する流れに入っている。もっとも、アベノミクスが全て無意味だったとも言えない。13～15年の日本経済に対し、海外からの関心は間違いなく高かった。それ以降、そのような経験はない。また、日本が円安を活かせるとしたらインバウンド需要を狙ったサービス輸出しかなく、そこに先鞭をつけたという意味での功績もある。どうか岸田政権は、当時の経験を思い返した上で、足許の円安をサービス輸出(旅行収支)の追い風とできるような環境整備に尽くして貰いたい。

### ～リフレ政策への論考は別～

7月8日、安倍元首相が選挙演説中に銃殺されるという日本史に残る凶悪事件が起きてしまった。多くの市場参加者が感じる通り、2012年12月に発足した第二次安倍政権と金融市場の距離感は歴代政権と比較しても特別なものがあった。憲政史上最長の政権を築いた第二次安倍政権は様々な分野で足跡を残しているが、特に金融市場とはゆかりの無い市井の人々であっても同氏の標榜する経済政策「アベノミクス」は耳にしたことがあるはずである(その後、スガノミクス、キシダノミクスなど類似表現が取りざたされたものの全く定着しなかったことからその存在感の大きさを覚える)。また、現存する日銀の黒田体制がアベノミクスの産物であることは周知の事実であり、このままいけば黒田日銀総裁は史上初めて2期(10年)満了を果たす日銀総裁となる。物価上昇を至上とするリフレ思想に賛否はあり、後述するように既に幕が引かれつつあったが、第二次安倍政権が内政や外交にとどまらず経済・金融分野で大きな足跡を残したことは間違いない。

本件に際し、リフレ政策の総括や今後の展望について所感を求められることが多い。しかし、安倍元首相の訃報とリフレ政策の清算を混同すべきではない。市場参加者のみならず、恐らく一般国民もそう感じていたと思われるが、円安・物価高に不満を募らす世相の中、「リフレ政策は実質的にもう終わっていた」というのが正しい現状認識である。もう半分過去のものになりつつあったと言っても差し支えないように思われる。これは2022年6月9日号『黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質 GDI～』でも論じた点だが、物価上昇を「原因」、景気回復を「結果」とするリフレ政策は実際に物価上昇が実現していなかった状況でこそ支持されていた。実際に物価上昇が実現した

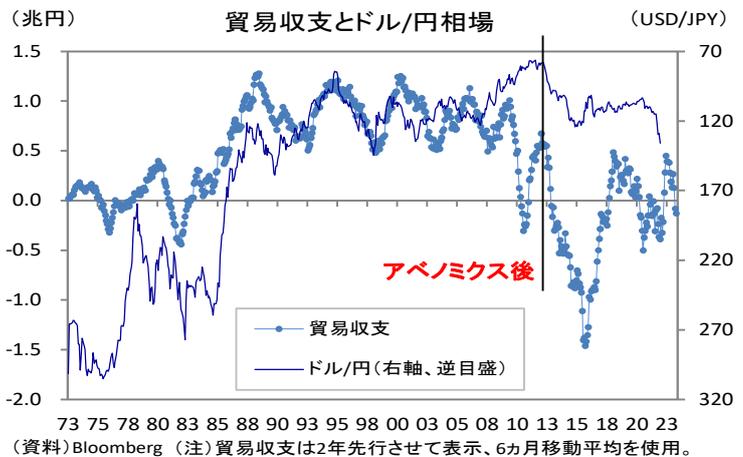
今、その動きを「国民による値上げ容認」と表現した日銀総裁の発言が大炎上し、物価上昇を理由として政権支持率が下がり始めている。現行のイールドカーブコントロール(YCC)という枠組みが金融政策の方向転換を難しくしており、それを見透かした円売りが24年ぶりの円安・ドル高に寄与している。安倍元首相の存在は確かに大きいですが、大分前からリフレ政策自体は形骸化しつつあり、その総括に関しても、ある程度終わっていたことは認識しておきたい。

今後、物価上昇を理由に政権支持率がより顕著に低下してくれば、岸田政権は何らか手を打たねばならなくなる。高止まりした資源価格を修正することはできないが、円安抑制を図ることで世論のガス抜きを多少図ることは可能かもしれない。この点、日銀をスケープゴートにすることで「物価高対策を打った」という体裁を取る可能性は元々考えられたシナリオである。安倍元首相の訃報により岸田政権がアベノミクスとの訣別を謳い難くなったという観測もある。その気持ちは分かるものの、政治は物価高と共に募る国民の不満を放置できないだろう。もっとも、あと半年もすればポスト黒田に向けた動きは本格的に騒がしくなる。円安・物価高に対して世論の目が厳しい今、次期日銀総裁がリフレ政策と距離を置く人物になることは市場予想の範囲内と言える。

いずれにせよ、日本の財政・金融政策の未来は「リフレ思想の次」を展望する流れにあったことは間違いなく、今回の悲報と因果関係を持たせて議論するべきではない。

### ～アベノミクスの実績～

なお、リフレ政策に全く意味がなかったとは思わない。民主党政権下における超円高・株安の地合いはアベノミクスの掛け声で一変した。もちろん、それがなくとも欧州債務危機が終息し、FRBが正常化プロセスに入る時期に重なっており、何より2012～2013年は日本が貿易黒字を稼げなくなった時期とも一致するため、恐らく超円高は自然と修正された可能性は高い(図)。だが、リフレ政策を誇示したことが爆発的な円安・株高に繋が



った面も否めず、それにより落ち目と見られてた日本経済が海外から関心を集めることができた。筆者業務においても、2013～2015年は海外向けの説明機会が非常に多かった。それだけ日本の金融市場に変化の胎動を覚える向きが海外で多かったことは、それ以降、経験の無いものだった。今回の悲報を受け全世界からメッセージが届いている背景には、安倍元首相の経済政策(アベノミクス)を鮮烈に記憶する向きが多いからだろう。日本経済の地位低下を食い止めた印象はある。

それでもアベノミクス3本の矢(金融政策・財政政策・構造改革)において本質的に最も重要と思われた労働市場改革までは及ばず、また、それゆえに名目賃金上昇という永年の課題もクリアできなかった。2016年以降、金融緩和に象徴されるアベノミクスは失速過程に入った。理論的にも、貸出(マネーサプライ)が相応に増えない日本においてベースマネーを増やせば物価が上がるという理屈は実現が難しいと言われていたが、実際にそうだった。結果論だが、CPIがプラス圏で定着し

始めた 2015 年時点でアベノミクスを総括していたらその後の評価は大分変わった可能性がある。

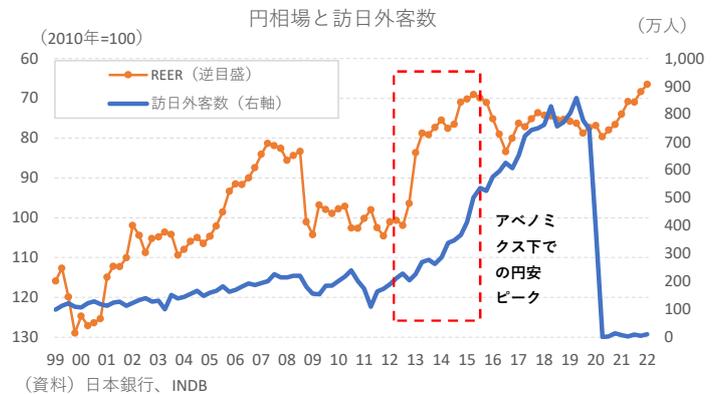
### ～岸田政権はインバウンド需要の見つめ直しを～

一方、様々な議論が飛び交う金融政策分野とは異なり、インバウンド促進に伴う実績は手放しで評価される論点と言えた。

2012 年 12 月の第二次安倍政権の発足後、1 週間足らずでビザ発給要件の緩和措置に着手し、中国と ASEAN (東南アジア諸国連合) 諸国からの観光客に対するビザ発給要件を徐々に緩和した。これによりアジアで勃興しつつあった中産階級の消費・投資先としての日本がアピールされ、潜在的な需要が掘り起こされた。

新型コロナウイルスの水際対策だと称して外国人の門前払いが続けられている現状に照らせば、隔世の感を覚える。アベノミクス下での円安は輸出数量を増やさず、貿易黒字も稼げず、国内の賃金情勢にも大きな影響を与えられなかったが、インバウンド需要を掘り起こす一助になったことは間違いない。

円安をペインと受け止める雰囲気が強くなってしまった現在の日本経済において、これを逆手に取る道があるとしたらもはやインバウンド需要を狙ったサービス輸出しかなく、そこに先鞭をつけたという意味でアベノミクスの功績はある。どうか岸田政権は、当時の経験を思い返した上で、足許の円安をサービス輸出(旅行収支)の追い風とできるような環境整備に尽くして貰いたい。5 月のロンドン・シティ講演で「G7 並みの入国規制」を約束してから丸 2 か月が経過したが、状況は殆ど変わっていない。悲報後、岸田首相は「安倍氏の思いを受け止め、引き継ぎながら日本について引き続きしっかりと責任を果たしたい」と述べた。その言葉に期待したい。



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](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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年7月8日	週末版(世論に動き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～)
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECB/ハト派より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グループ化構想～遂に始まる加盟国の階層化～)
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版(週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～))
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分) FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
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プル安に～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) 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6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月合会に～)
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