

みずほマーケット・トピック(2022 年 7 月 12 日)

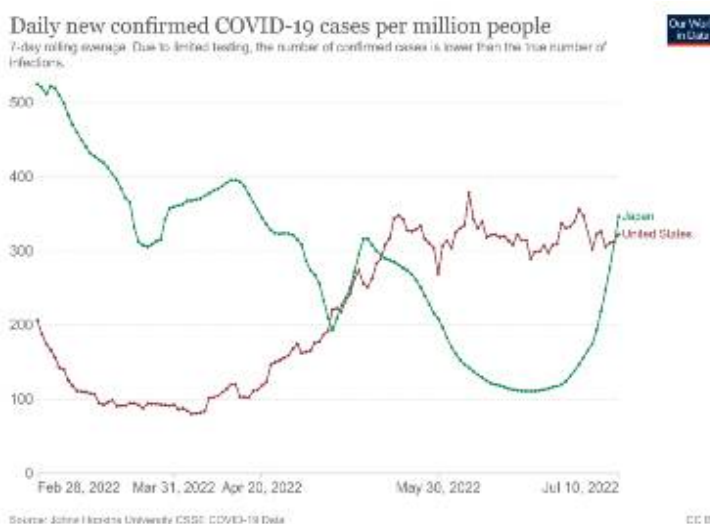
やはり顔を出し始めた新規感染者主義

新型コロナウイルスの感染者数の増加傾向を受けて、これに伴う政府対応や相場への影響を問われることが増えてきている。現状、行動制限の話は出てきていないが、時の政権において過剰なコロナ対策が支持率に直結すると判断されている以上、今後も同じ流れは十分考えられる。ちなみに 100 万人当たりの新規感染者数に関し、日本は既に日常生活を取り戻している米国を追い抜いている。日本の過剰な防疫政策の効果は疑問を呈されて然るべきだが、それでも保守的な志向の強い高齢者層に照準を合わせた防疫政策を展開することで支持率を確保しようとする可能性は残る。過去 1 年の本欄で執拗に強調している点だが、筆者はコロナ対策に関し「日本は同じ過ちを繰り返し続ける」ことを前提としている。現状では日本特有の新規感染者主義で成長率や物価が押し下げられる展開を念頭に、年内のドル/円相場が 140 円を突破することも視野に入れている。しかも、これまでと違って諸外国は利上げに着手しているため、為替市場における格差はより鮮明に可視化されやすい。無為に民間の経済活動に介入する政策姿勢は修正されるべきと考えるが、参院選後の岸田政権の変心は見られるだろうか。

～新規感染者主義、再び～

新型コロナウイルスの感染者数の増加傾向を受けて、これに伴う政府対応や相場への影響を問われることが増えてきている。昨日は分科会の尾身茂会長が「普通の常識では第 7 波に入っている」と述べたことが大きく取り上げられた。同時に「大きな行動制限は現段階で必要ない」と述べているが、これと同じ光景は今年 1 月にも見た。1 月のオミクロン変異株拡大の際しても尾身会長は人流抑制の必要性を否定していたが、結局はまん延防止等重点措置が発令されている。時の政権

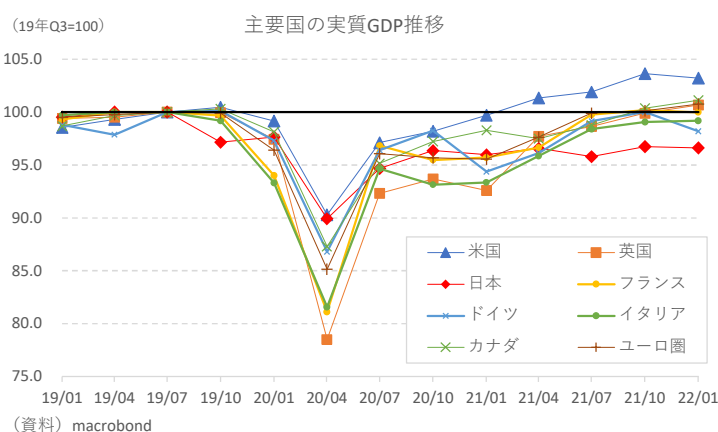
において過剰なコロナ対策が支持率に直結すると判断されている以上、今後も同じ流れは十分考えられる。ちなみに 100 万人当たりの新規感染者数に関し、日本は米国を追い抜いている(図)。炎天下でマスクを着用し、ソーシャルディスタンスを必死に確保したにも関わらず、ほぼ日常を取り戻している米国よりも感染者数が出ているという現実をどう受け止めるべきか。従前の感染対策の効果を疑うのが「普通の常識」ではないだろうか。筆者は民間の経済活動に介入することはコストに照らしてリターンが小さ過ぎると考えるので反対である。



過去 1 年の本欄や講演会、勉強会などで執拗に強調している点だが、筆者はコロナ対策に関し「日本は同じ過ちを繰り返し続ける」ことを前提として為替見通しを策定している。保守的な志向の強い高齢者層に照準を合わせた防疫政策を基軸にあらゆる政策が検討されるのはもはや日本の宿痾であり、参院選前後で大きく変わるとは考えられない。支持率に直結することが分かっている以上、岸田政権が成長重視に舵を切る可能性は高いとは言えない。2021 年 10 月 4 日の本欄では「岸田政権に求められる『新規感染者主義からの脱却』」と題し、過剰な防疫政策から距離を取ることが日本復活の要諦だと提言した。その後の本欄では経済活動を優先する方向へ舵を切らなければ円や日本株の相対的な劣後は続いてしまうと警鐘を鳴らし続けてきた。『中期為替相場見通し』で示している予想レンジ(133～142 円)は日本が再び感染者数の増加に合わせて安易に民間の経済活動に介入し、成長率がさらに押し下げられ、日本回避のムードが強まる動きを想定している。

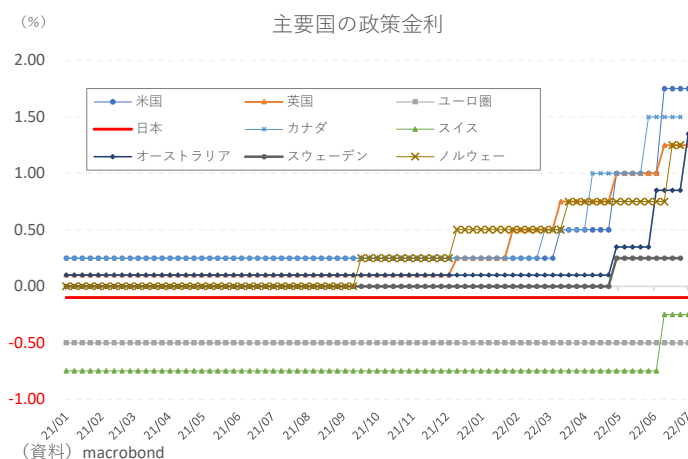
残念ながら、最近の報道を見る限り、こうした想定は実現しそうに見える。今後も過去 2 年半の教訓はほぼ参照にされず、相関がかなり怪しいと思われる人流と感染拡大の関係を強引に結び付け何らかの行動規制に踏み切る公算は否定できない。参院選を無事に通過したことで岸田政権の保守的な対応が一転して、経済成長に軸足を置いた攻めの政策運営になるとの期待もあるが、それはアップサイドリスクであってメインシナリオにはならない。ことここに至るまでの岸田政権の挙動を踏まえる限り、支持率低下の危険を冒してまで現状維持を放棄するとは思えない。

一方、欧米でも新規感染者数は増えているが、重症化率の低さから、リスクとリターンを比較衡量した上で特段の行動規制は敷かれないものと想定される。結果、元々広がっていた内外景気格差はさらに広がることになり、円売り安心感に繋がると考えたい。日本にとってのコロナ前である 2019 年 7～9 月期(消費増税の直前)と比較した場合、日本の実質 GDP 水準は 4%も低い。必然的に為替市場における円の価値も相当の評価を受けているのが現状である。



～可視化される格差～

また、現在と過去では決定的に違う点がある。それは政策金利の動向だ。これまで日本の過剰な防疫政策は他国対比で突出して低い成長率や物価に繋がってきた。それは大きな話ではあったが、日本の成長率や物価が劣るのはいつもの光景でもあるため、「それだけの話」でもあった。だが、前回のまん延防止等重点措置が解除された今春以降、FRB を含めた主要中



銀の多くは利上げに着手している。今年下半期は同じマイナス金利導入国であった ECB もスイス国立銀行 (SNB) もこれを解除する見通しであり、FRB やイングランド銀行、カナダ中銀はさらに先を走ることになる。これらの国々でも感染拡大は見られているが、逐一、「波」の数など数えていないし、重症化率が依然低いいため行動制限も検討されていない。日本 (と中国) だけがゼロコロナに拘泥し、成長を放棄している現実がある。

結果、政策金利において日本とそれ以外の格差は今後一段と鮮明に可視化される。これ以上の円安で物価高が押し上げられる展開は政治的に許容できないと思われるが、それでも支持率に釣られて行動制限に踏み切る可能性は筆者は相応にあると考えている。民間経済活動に介入せず、成長軌道を元に戻すことが、迂遠に見えて一番の物価高対策になると筆者は考えているが、政治的な決断は容易ではないかもしれない。日銀にイールドカーブコントロール (YCC) の微修正を強いることで世論のガス抜きを図るくらいの展開は考えられるが、それで円安が反転することは難しいだろう。形ばかりの「経済より命」路線が円売りの遠因になっていることに気づかない限り (もしくは気づいていても気づかないふりをしている限り)、今次円安局面の息は長いものになると考えたい。

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7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版(世論に動き始めた物価上昇圧力～日銀がスク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/ハト派化より重要なこと～
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	年初来初の為替市場総括～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?～)