

脱デフレを促す円安・株高効果

発表日：2013年11月29日（金）

～日米物価逆転には前向きな反応～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

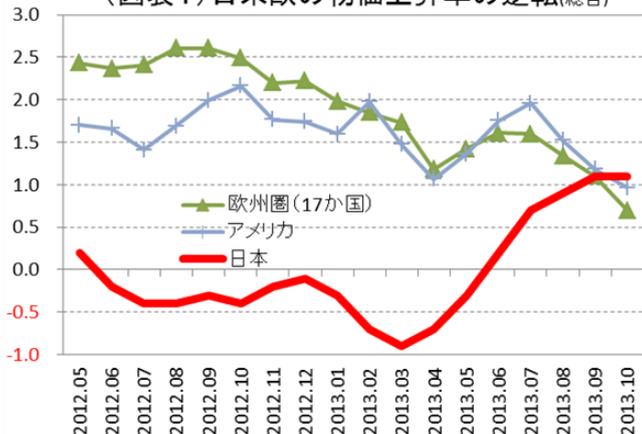
欧米の金融緩和効果がドル高・ユーロ高の観測を強めている中で、円安が進んでいる。日銀の金融緩和は、着実に物価上昇率を高める作用を発揮しているが、それでも「2年で2%」のハードルを越えられないとみられているので、金融緩和が継続するという期待形成を生み出している。その結果、欧米長期金利が上昇しても、日本の長期金利は上昇しないという予想が生じ、為替は円安方向に向かう。そうすると、日本経済には物価上昇圧力がますます高まっていくことになる。

欧米の景気拡大期待、日本のデフレ解消期待

日本の消費者物価は、10月の総合指数が前年比1.1%で、米国の総合・前年比1.0%と逆転した（図表1）。日本の物価上昇率は、総合で1.1%、コア（除く生鮮食品）で0.9%、コア・コア（除く食品・エネルギー）が0.3%と、いずれのセグメントでもプラス転化した。輸入品・エネルギー以外でも、需給改善が進んで広い裾野の品目にわたって底上げが進んでいることが確認された。食品・エネルギーを除いたコア・コア指数について、日米物価上昇率の格差を計算すると、こちらでも2005年1月以来の格差の縮小になっている（図表2）。

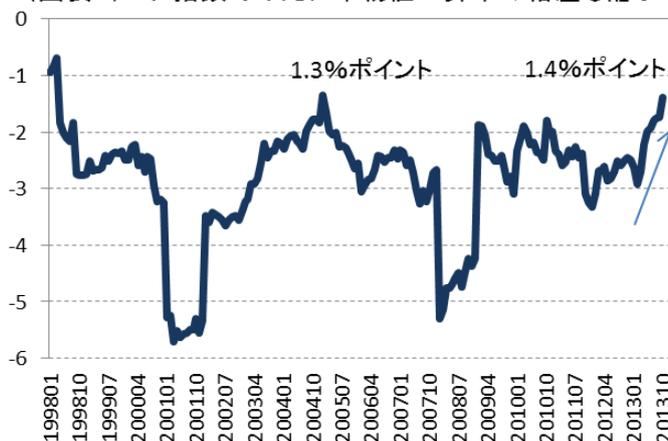
こうした物価環境の変化は、回り回って円安作用を喚起していると考えられる。背景には、（1）欧米は金融緩和期待の高まり、（2）日本は金融緩和効果の浸透、が円安・ドル高を促していることがある。

前年比% (図表1) 日米欧の物価上昇率の逆転(総合)



出所：総務省、米労働省、EUROSTAT

(図表2) コア指数でみた日米物価上昇率の格差も縮小



出所：総務省、米労働省

詳しく見ると、米経済については、インフレ率が低下していることが、金融緩和路線を長く継続できる条件になっている。それが景気拡大への期待感を強めて、ドル高圧力になる。この作用は、ちょうど11月上旬から、欧州ではECBの利下げが起点になってユーロ高への流れが始まったことと重なった。米国では10月の雇用統計で、着実な雇用拡大が確認されたので、それがドル高を促すことになった。

FEDは、QE3の縮小に踏み出す方針自体は維持しつつも、イエレン次期議長が極力低金利を堅持する姿勢を強調している。その効果は、雇用拡大を前提にして、景気拡大の期待を高める役割を果たしている。米国株価は、ダウ、ナスダックともに株価の大台を更新した。これから、米国のクリスマス商戦が盛り上がり、家計の資産効

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

果は強まって、2014年初の財政協議の再開までの景気の流れが加速できることになる。

一方、日本は、消費者物価が上昇しているの、欧米とは反対方向の動きにみえる。その点については、黒田総裁がインフレ率を2%まで引き上げるコミットメントが効いていて、そこに至るまで大規模な金融緩和の動員がまだあるのではないかと期待を生じさせている。インフレ率の上昇≠金融緩和解除ではなく、2%目標には達するまでは金融緩和のアクセルを緩めることはないというポジティブな姿勢が意識される図式だ。日本の長期金利はそうした日銀の姿勢を意識して、低水準に釘付けになっている。結局、そうした欧米と日銀の金融緩和スタンスの違いが、名目長期金利の格差を拡大させるかたちに作用して、円安を促している。

教科書的には、日米欧が同時に金融緩和を行うと、通貨切り下げ競争になるという理解も成り立つが、現在はそうした反応にはなっていない。物価上昇率の変化に反応して、ドル高・ユーロ高・円安※になるところは、期待形成の作用を読みづらいものになっている。

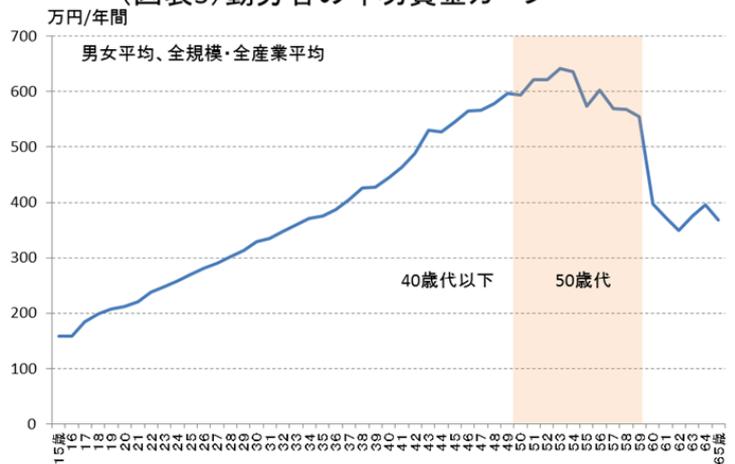
※順序をつけると、ユーロ>ドル>円となり、ユーロ円では大幅な円安になる。

円安・株高の経済健全化への貢献

アベノミクスを考える上で重要なのは、ここに至る円安・株高作用が、消費税増税のハードルを飛びやすくすることだ。大上段に構えれば、「経済成長と財政再建の二兎を得る」蓋然性を高めていると言える。

消費税増税の弱点は、年金収入が固定的な高齢者の所得環境を厳しくすることである。勤労者の家計には、賃上げが進むことを前提に相対的にダメージは和らぐとみられている。勤労者の所得環境に関しては、現在、ベースアップには懐疑的な企業は依然として多いが、定期昇給をきちんと実施している企業割合は徐々に高まっている。厚生労働省「賃金引上げ等の実態に関する調査」（調査時点8月）では、82.4%の企業が、賃金改定を実施または予定していると回答している。その割合の履歴は、2007年 84.4%→2008年 77.1%→2009年 74.6%→2010年 78.6%→2011年 78.2%→2012年 79.2%だった。2013年の調査結果が突出して高い数字ではないが、リーマンショック前の高かった時期に戻っているとは言える。

(図表3) 勤労者の年功賃金カーブ



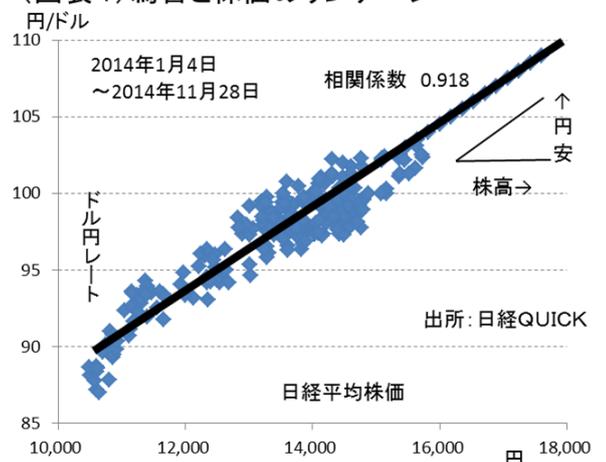
出所：厚生労働省「賃金構造基本統計調査」(2012年度)

一方、定期昇給の部分が上昇する効果についてきめ

細かく考えると、20歳代から40歳代の年齢層の勤労者にはプラスが大きい、50歳代には行き渡りにくい(図表3)。50歳代の所得環境には、賞与増額、ベースアップが実施されなければ恩恵が届かないのが実情だ。

その点、株価上昇は、株式・投資信託を保有する50歳代以上の家計には恩恵が及びやすい。今後、円安が進むとすれば、それは同時に株価上昇にもつながっていく。2013年の為替と株価の関係を調べると、5月中旬以降は乱高下があったものの、年間を通じて両者の密接な関係は保たれていた(図表4)。今後もこの関係は維持され、為替レートが円安方向に進めば、株価上昇も期待できるとみら

(図表4) 為替と株価のリンケージ



出所：日経QUICK

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

れる。現在、始まったように見える円安方向への変化が、株価上昇を伴って、株価上昇局面の第二ラウンドへと順調に展開していけば、その恩恵は、個人消費にも大きなプラス効果になっていくだろう。

繰り返しになるが、アベノミクスの効果が発揮されるとき、円安・株高の恩恵は大きい。円安は製造業の業績拡大に寄与し、株高は非製造業の収益を押し上げる。ここに、賃上げ促進が加われば、企業部門に蓄積した景気拡大の恩恵が、本格的に経済全体へと循環し始める。

円安と物価上昇

円安・株高は、消費者物価を押し上げるような作用をもたらす。アベノミクスによって始まった円安の流れは、一旦、2013年5月に止まっていたため、前年比での物価上昇圧力を高める効果も、2014年春には一巡してしまうことが懸念されていた。ここにきての円安の流れは、2014年以降も円安傾向を持続させ、継続的に輸入物価を上昇させることを予想させるものである。

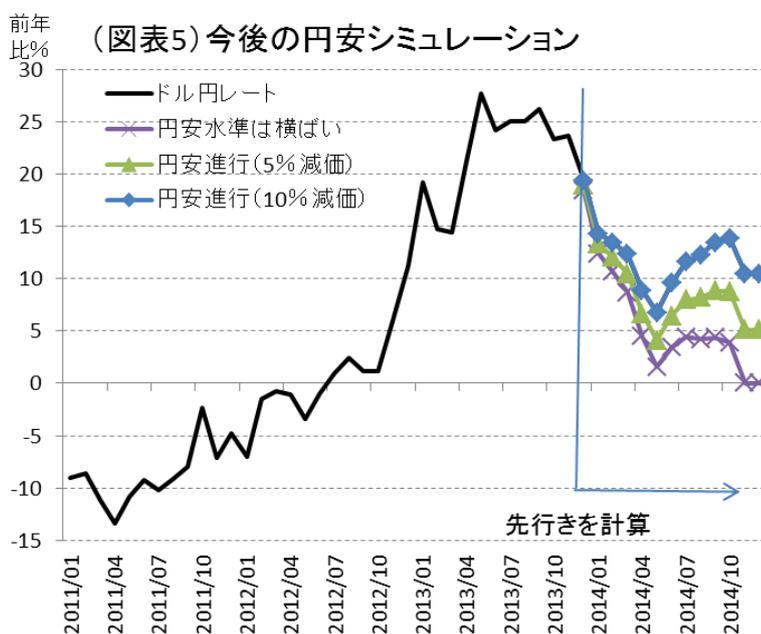
今後の為替レートの推移をいくつかの前提で仮想してみると、次のようになる。もしも、為替レートが現在の1ドル102円のままで2014年末まで推移すると、円安によって物価が押し上げられる作用は2014年春に力尽きてしまうだろう（図表5）。

一方、前提を年間平均5%ペースの円安で進めば2014年夏から秋までの押し上げが期待できそうだ（2014年末1ドル108円程度）。年間平均10%ペースの円安が進めば2014年夏から秋の盛り上がりさらに強められる（2014年末1ドル114円程度）。

では、為替円安の効果は、消費者物価をどのくらい押し上げそうなのか。10%の円安が継続していけば、消費者物価（除く生鮮食品）は+0.4%

ポイント押し上げられる計算になる。5%ペースの円安では、消費者物価（除く消費税要因）の見通しは、2014年度の1.0%の予想が上振れして1.2%になる（10%の円安で2014年度1.4%）。

この計算からわかるのは、5~10%の円安では「2年で2%」の物価上昇率は達しそうにないことだ。日銀が10月31日に発表した展望レポートでは、2014年度1.3%、2015年度1.9%と消費者物価（除く消費税要因）をみていた。タイミングで言えば、2014年末から2015年春の辺りで、消費者物価の前年比が2%になる見立てなのであろう。もしも、今からさらに為替レートが25%減価する流れに向かえば、円安による消費者物価の押し上げは+1%ポイントになり、2013年末に1%程度になる上昇率をさらに+1%ほど押し上げて前年比2%にする可能性がある。もっとも、「為替が25%も減価する」と聞くと、それは現実的には思えない。実際の数字に置き直すと、1ドル100円の為替レートが125円になるという具合に、現在の延長線上からは手が届かないほどの円安になる前提になる。皮肉なことに、そうした非現実的な目標設定が、円安の推進力になっている。



注：推計値は筆者が試算。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。