

## リフレ政策とマーケット

経済調査部 鳶峰 義清

### 円安圧力を生む金融緩和

昨年 12 月の衆議院議員選挙に前後して、日本を取り巻くマーケット環境は大きく変化した。すなわち、円安の進展と、これによる輸出回復期待を囿した株高である。そして、そのきっかけとなったのが自民党政権によるリフレ政策の推進（期待）である。

自民党は日本経済再生のために、まずデフレ脱却が最優先課題であるとし、そのためには日銀がより積極的な金融緩和政策を行う一方で、公共投資など財政面からも需要を創出することが必要と主張している。このなかで、為替市場が特に注目したのが、金融政策である。

日銀がこれまでよりも高めのインフレ目標を設定すれば、量的緩和政策を含めた超緩和政策で課せられた日銀の役割は重くなる。市場にはこれまで期待されてきた以上に多くのマネーが供給されると見込まれることが、円の減価（円安）要因となっている。

### 輸出回復と輸入物価上昇

円安は輸出製品の価格競争力を向上させ、輸出企業の収益は改善する。一方で、輸入製品の価格は上昇する。なかでも、原油や鉱物、穀類などの食料品といった原材料価格の上昇は、企業にとってはコスト上昇要因となる。

付加価値が高い業種では、原材料コストの上昇分よりも輸出面での優位性が増すことによる恩恵の方が大きいだろう。一方で、原材料から製品までの付加価値の低い業種ほど、原材料コストの価格転嫁も難しくなる。特に国内向けの製品やサービスについては、消費者のデフレ期待が強いなかでの価格転嫁は難しい。

安定したインフレの世界では、価格転嫁が進んでも需要が毀損することは考えにくい。しか

し、デフレの下では消費者の購買力は値上げを容認するほどには強くない。小売業など消費者に近い産業や、価格競争力が乏しいと考えられる中小製造業などでは、価格転嫁ができずに収益が圧迫、極端な場合は雇用や賃金にマイナスのインパクトが出てしまうリスクもある。

雇用・所得環境が改善して消費者のデフレ期待が緩和すれば価格転嫁も容易になるが、それにはかなりの時間を要する。その時間を埋めるのが、リフレ政策のもう一つの柱である積極財政による需要創出となる。ただし、日本の財政事情は極めて厳しく、積極財政が経済を立て直し、将来的な税収増に繋がるとの期待を裏切れば、金利の上昇を招き財政破綻懸念も高まる。

### 市場は政策実行力を注視

市場は政権交代に伴う経済政策の変更に対し“期待”という形で前向きに応えた。確かにリフレ政策はデフレから脱却するための特効薬ではある。しかし一方で、輸入インフレや財政悪化という一時的な副作用も伴う。世界経済が回復基調を強めれば、輸入インフレ圧力は当初想定以上に増す可能性が高い。欧米が財政改善の矛先を変えないなかで、日本の財政政策が将来の改善に繋がるものかどうか、市場の目は厳しくなる。

万一、副作用に押しつぶされるとの懸念が生じれば、市場の失望は大きくなる。市場がそっぽを向けば、経済成長への期待も小さくなり、日本売りに伴う円安の加速も相俟ってスタグフレーション的な状況に陥るリスクも否定できなくなる。厳しい“海外の目”が反映される市場の動きが、政府の経済政策の評価そのものということになる。

しまみね よしきよ（首席エコノミスト）