

忍び寄るデフレ再燃懸念への対応

経済調査部 首席エコノミスト 鳥峰 義清 (しまみね よしきよ)



期待インフレ率の低下

日本がデフレ脱却に失敗するのではないかという懸念が、市場の一部で高まりはじめている。債券市場においては、国債利回りと物価連動債利回りの差が、市場における将来のインフレ率予想(期待インフレ率)に値すると考えられている(BEI:ブレイクイーブンインフレ率という)。日本の10年物国債利回りから、10年物価連動債利回りの差の推移をみると、2014年初には1%以上の水準にあったものの、その後は緩やかに低下、足元では0.3~0.4%程度となっている。とくに2016年に入ってから低下が急激で、消費税率引き上げ後の日本経済の回復が思わしくないことや、為替市場において円高が進んでいることを背景に、インフレに対する期待がしぼんでいる姿がうかがわれる。

デフレ期待は市場環境を再び変えるリスク

期待インフレ率の低下は、まず為替市場において円高圧力となる。為替相場は、短期的には2カ国間の実質金利差で決まると考えられる。基本的には実質金利が上昇すれば通貨価値は上昇(日本から見れば円高)圧力が高まることになる。

実質金利差とは、金利から期待インフレ率を差し引いたもので、同じ金利水準であれば期待インフレ率が低いほど実質金利水準は高くなることになる。つまり、日本では期待インフレ率の低下によって実質金利は逆に上昇していることになる。これは円高圧力が高まっていることを示している。ドル/円相場の場合、日米の実質金利差が0.1%変化すると、為替相場は1円変化すると試算される。

これに照らし合わせると、2014年以降日本の期待インフレ率は1%近く低下しているため、これだけで10円の円高ドル安要因になっているということになる。円高は、それ自体が輸入物価の下落を通じてインフレ率を押し下げる圧力を生むため、放置しておけばデフレ圧力がさらに高まることになる。

一方、人口が減少している日本においては、インフレ率の低下が名目経済成長率のマイナスに直結しやすい。中長期的には名目経済規模と資産価値は連動する傾向になるため、名目経済成長率がマイナスになれば、資産価値も中長期的にマイナスになる圧力が生じる。たとえば、株価が長期的には下落トレンドに陥るということになる。

株価が長期下落トレンドを形成することになれば、株式の長期保有は不利になるため、長期投資家の日本株投資意欲は低下する。株価は短期的な材料に左右されやすくなり、不安定な動きが強まりやすくなる。

成長期待の押し上げが求められる

年明け以降の日本の市場を振り返ると、期待インフレ率の低下によるデフレ再燃懸念が高まっている可能性がある。これを回避するためには、積極的な政策対応が求められるが、これまでのように円安進展によって無理矢理インフレ率を押し上げる政策は、名目賃金上昇率が限定的な状況下ではリスクが大きい。かといって、株価を押し上げて財布の紐を緩めさせるのも、2013年ほどには期待できない。

最終的には、企業が将来を期待して人件費や設備投資に積極的にお金を使いやすくなるような環境作りが必要で、腰の据わった政策対応が求められる。