

期待インフレは「円高抵抗」増強 実質金利低下・雇用改善・政策5年実績

株式会社ジャパネコノミックス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2018/2/28

国内では円高リスクが高まっているが、期待インフレは円高抵抗の増強が見られている。ブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）は10年物で1月からの低下が一服となっているほか、前年以來の高水準を維持している。過去の円高局面とは異なり、日銀の緩和努力堅持による実質金利の押し下げのほか、需給ギャップ改善、雇用不安後退、ポスト・デフレ世代の増加などが円高発の負のデフレ連鎖を制御する。安倍政権と黒田日銀による5年の政策実績も、過去比で政治不信や政策の無策不安を緩和させている。

個人が逆張り株買い、過去デフレ不安時と違い

「日本が依然としてインフレ状態にないことは明白だ。2017年にGDPデフレーターは-0.2%低下した。直近のCPI（消費者物価）上昇率の鈍さが裏付けるように、日銀の掲げた物価目標2%を達成するまでの道のりは遠い。しかも日銀には決定的な切り札がなく、住宅サイクルの循環的なピークアウト懸念と円高が相まって、アベノミクスは新たな試練に直面している」――。

米国の投資ファンド幹部は、このように日本経済の先行きに警戒感を示す。

一方、ブルームバーグ算出による日本のブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）は27日、10年物ベースで0.55%と21日から打たれ強さを示し始めた。最近では1月19日の0.64%をピークとして、2月16日には0.52%方向へと急低下する場面が見られている。しかし、円高・株安・デフレ不安やリスク忌避警戒の高まりでも、昨年9月の0.27%をボトムとした緩やかな下限切り上がりは維持させている。

最近では2016年11月からのトランプ・ラリー開始直後、2017年1-2月にかけて0.50%から0.62%方向に上昇した。そこから1年後の現在、「前年比ドル安・円高」や「前年比インフレ鈍化」の懸念が高まっているが、現状段階でBEIは前年と同水準の高水準を保っている。

実際に日本株市場は根深い円高懸念にあって、27日にかけて3日続伸となった。円高・ドル安がドルベースでの日経平均株価を底上げしており、海外勢が重要視するドルベースのテクニカルでは、週足・一目均衡表の転換線や13週移動平均線といった重要ラインを上抜け回復しつつある（2月2日週以来）。

過度な円高・デフレ不安やリスク忌避の抑制を示す形で、国内個人は1月26日週から2月16日週にかけて、4週連続で日本株を大幅に買い越した。東・名証によると、個人は4週累計で約+1.29兆円もの

買い越しを記録している。期待心理の耐性増強は、1990年代以降に繰り返されてきた円高とデフレ不安（期待）の共振連鎖入りを水際で制御していく。

過去の株安局面における個人の「本能的な逆張り」押し目買い急増のうち、4週間で+1兆円を超えたのは、2015年9月、2014年10月、2014年1-2月、2007年8月、2007年3月、2006年1月といった例があった。このうちチャイナ・ショックなどが重なった2015年、サブプライム危機などが激化した2007年といったテール・リスク局面を除くと、いずれも長期スパンでのリスクテイクが一定の投資成果を挙げている。

現状段階で円高・株安・デフレのリスクを制御させているのが、実質金利の大幅な低下だ。東京都都区部のコアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）は、1月に前年比+0.7%となり、2016年12月の-0.6%をボトムとした緩やかな上昇傾向を維持している。一方で1月は世界的な金利上昇でも日銀が長期金利抑制策を堅持し、10年物国債利回りは月間最高でも0.101%前後にとどまった。結果、「名目金利-コアCPI前年比」の実質10年債金利は-0.6%となり（12月は-0.7%）、昨年7月以降のマイナス押し下げが堅持されている。

実質金利が半年マイナス、消費増税時以外では初

実質金利の半年以上のマイナス定着は、消費税増税に伴う物価上昇局面を除くと1980年代以降で初めての現象だ。しかも日銀算出による需給ギャップは昨年7-9月に+1.35%と2008年以來のプラス定着となり、需給面でのデフレ圧力も後退している。

前回の円高局面である2016年は実質金利が+0.4%から+0.5%の方向、2009年から2011年には+1.2%から+3.6%方向で高止まりした。それが円高・デフレ深化の一因となっており、今回は現状からの円高の値幅や定着期間を軽減させる効果を持つ。

もちろん、先行きは円高や春闘での賃上げ伸び悩みなどが、物価を再下落させるリスクをはらむ。一方で現在は原油などの資源相場が底堅さを維持しており、WTI原油相場は円換算で2月に前年比+17.6%に上昇してきた。12月の+6.6%や1月の+11.8%からプラス幅を拡大させている（月間高値の比較）。当座の物価の下支え要因となるものだ。電力・ガス大手各社は、3月と4月に連続で料金を引き上げる方針となっている。

また、過去の円高・デフレ・期待心理の悪化に比べると、現在は雇用環境が大きく改善している。業種間でのミスマッチ拡大や賃金伸び悩み、非正規中

心の雇用増加といった問題は山積しているが、以前の円高時のような「企業の海外移転・リストラ失業・賃金カット」といった不安感の広がりには後退してきた。

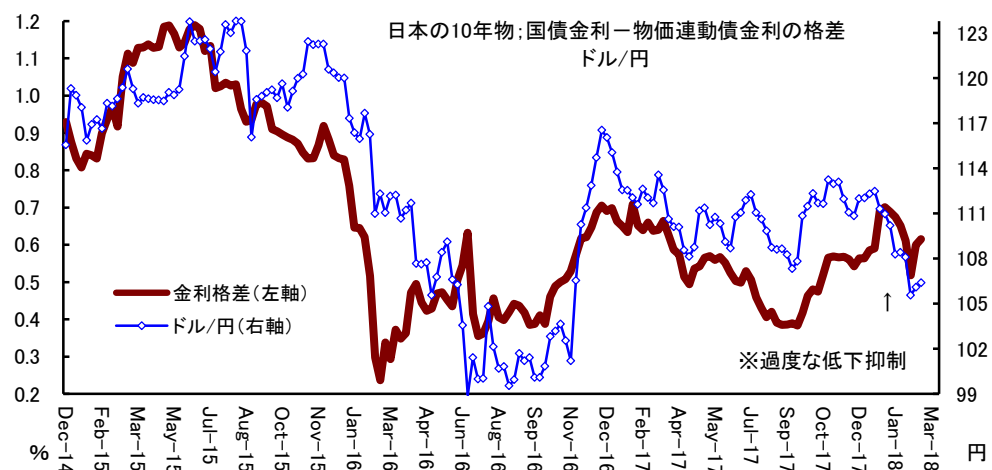
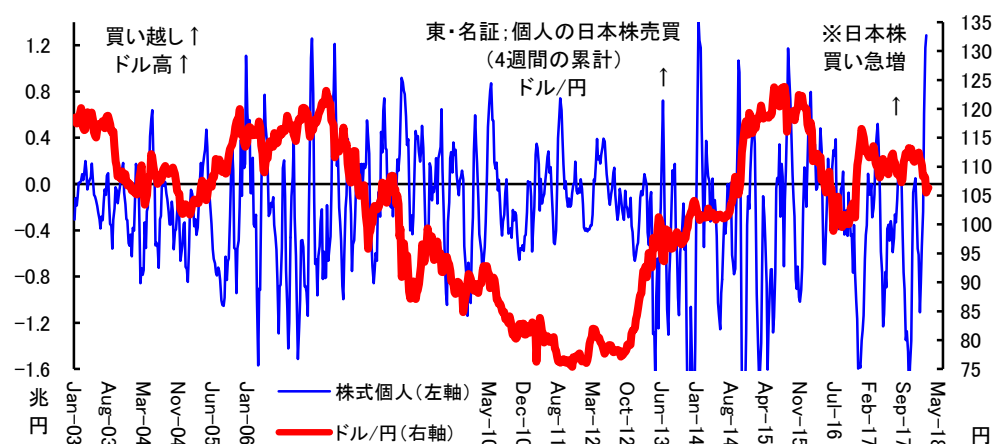
しかも日本では世代交代が進み、「失われた 20 年」や「長期の就職氷河期」の苦境を知らない若年世代が増加傾向にある。良くも悪くも複合デフレの厳しさを実体験で経験していないため、1980 年代後半のバブル期までの日本人のように、前向きな期待マインドが温存されている。

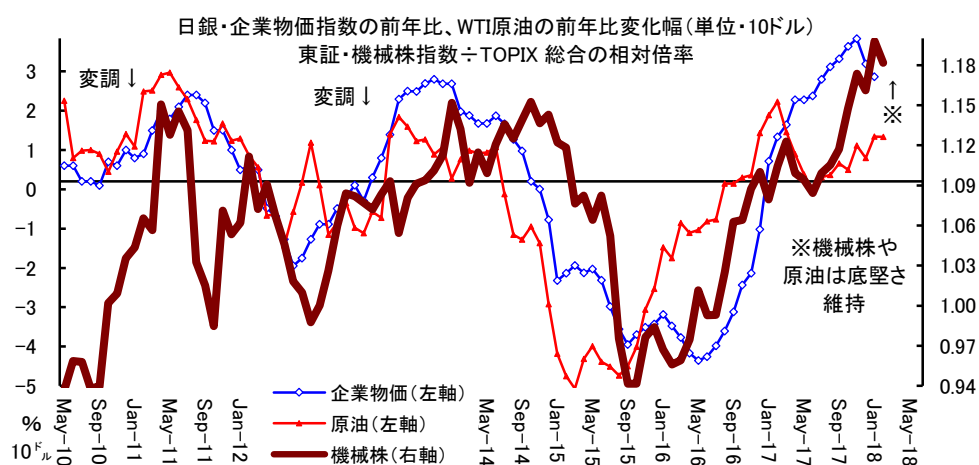
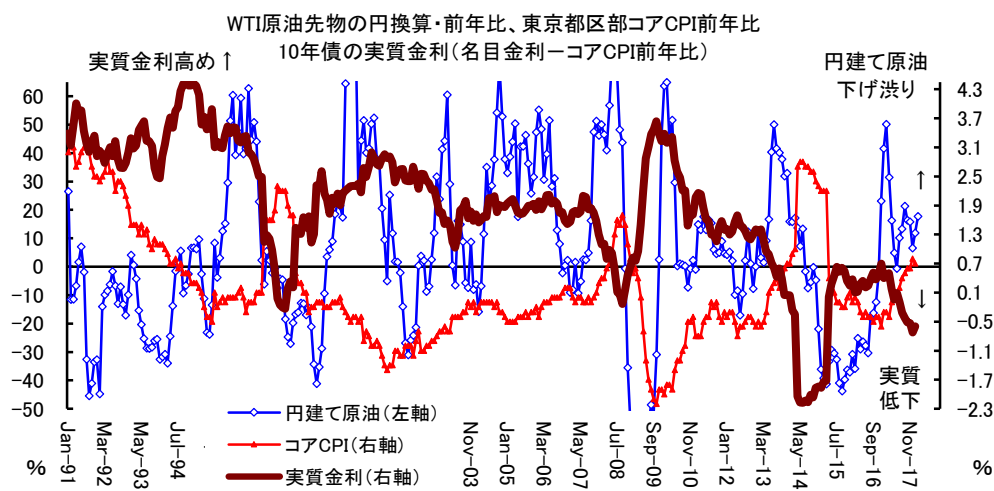
文部科学省と厚生労働省の就職内定状況調査によると、昨年 12 月時点で新規大学卒業者の就職内定率は 86.0%となり、1997 年の調査開始以降で最高なった（前年 12 月は 85.0%）。2010 年 12 月の 68.8%をボトムとして、統計後初の 4 年連続の 80%超えとな

っており、今年 12 月も 5 年連続が確実視されている。

あくまで表面的には、安倍政権や黒田日銀による「5 年の政策成果」が無視できない。5 年の積み重ね実績が、現実論として「新卒の正規社員」を連続で累増させ、それが従来のような政治不信・政権不安の緩和へと作用。過度な期待心理の悪化に歯止めを掛ける一因にもなっている。

円高・株安が進行してきた 2 月 10-12 日の NHK による世論調査では、内閣支持率が 46%と前月と同水準で安定化し、昨年 7 月の 35%をボトムとした改善傾向を維持させた。26 日付けの日本経済新聞による世論調査では、日銀の黒田東彦総裁を再任する人事案について「評価する」が 44%となり、「評価しない」の 31%を上回っている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。