

円安・株高支援する内外価格差の縮小 円建て原油高や消費税増税などが物価底上げ

株式会社ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2018/10/5

OECD（経済協力開発機構）による世界のCPI（消費者物価指数）では、日本の「対世界比」物価下落に歯止めが掛かってきた。最新8月分では日本と加盟国総計の前年比格差が2カ月連続で縮小しており、3月以降の拡大が一服となっている。前年比での内外価格差縮小は相対的なデフレ・円高の圧力緩和につながり、現在の円安・株高基調が支援されやすい。同時進行で日銀試算の需給ギャップは4-6月に約11年ぶりのプラス幅へと拡大してきたほか、当座は円建て原油価格の上昇や来年10月の消費税増税まで1年を切った国内要因などで、対世界比での日本の物価底上げは持続的なモメンタム形成が注目される。

原油の円建て前年比がドル建て凌駕、円安支援

「金融庁の森信親前長官（当初入省は旧大蔵省＝財務省）が米コロンビア大学で今秋から教壇に立つことが明らかになったが、日銀の黒田東彦総裁（元財務省財務官）が2023年の任期前に物価2%目標を達成し、任期途中で勇退した場合の『財務省枠』の日銀幹部候補として注目される」——。ある金融庁の関係者はこのような指摘を行う。

黒田氏の任期途中退任や任期満了の場合、出口戦略の多難さもあって次期総裁には日銀プロパーである雨宮正佳副総裁の昇格が有力だ。一方で米コロンビア大のホームページによると、森氏は同校の国際公共政策大学院で非常勤として教えるほか、「上席研究員の立場で中央銀行や金融政策に関する研究に携わる」とされる。現在の日銀正副総裁は国際経験や英語力が必須条件となっており、安倍政権幹部による森氏への信頼の高さとあいまって、「先行き雨宮氏などの日銀プロパーが総裁に昇格する場合、黒田氏に代わる財務省枠の副総裁候補として森氏が準備を始めた」（同）といった思惑を呼んでいる。

その日銀に関しては3日、独自試算として最新4-6月の需給ギャップが+1.86%となり、前期の+1.63%からプラス幅が拡大したことを明らかにした。7四半期連続でプラスが維持され、プラス幅は2007年10-12月期以来の大きさになっている。

日銀の黒田総裁は9月25日、「マクロ的な需給ギャップが改善した状況が持続すれば、企業の慎重な賃金・価格設定スタンスや値上げに対する家計の慎重な見方といった、これまで物価上昇を遅らせてきた要因の多くは解消していく可能性が高い」という潮流変化に期待感を示した。同時に会見では物価2%目標の堅持に関して、「先進国が2%の物価安定を目指す中で、日本も2%を掲げて金融政策を運営して

いるもとでは（＝内外価格差の是正努力）、先進国間の為替レートが安定する傾向がある」という意義を再説明している。

その中でOECD（経済協力開発機構）による世界のCPI（消費者物価指数）では、最新8月に日本が前年比+1.30%（7月は+0.90%）となり、4月の+0.60%を直近最低として再上昇となってきた。一方でOECD加盟国総計は+2.87%と、7月と同水準で伸び悩んでいる。結果、内外価格差を示す「日本ー加盟国総計」の前年比格差は-1.57%となり（7月は-1.97%）、6月の-2.07%をボトムとして3月以降の格差拡大に歯止めが掛かってきた。足元の為替相場では、底流部分で内外価格差の縮小が円高圧力を減殺させている。

しかも8月以降には、WTI原油相場の上昇とドル高・円安が同時進行となってきた。日米の内外価格差の方向尺度となる「円建て原油-ドル建て原油」の前年比格差は、3月の-5.6%前後をボトムとして、9月には+1.9%方向へと円建て優位に転換している。過去に同格差は2016年8月、2014年7月、2012年2月などで円建て優位への基調転換があったが、いずれも前後する形でドル/円ではドルの底入れ反転が連動観測された実績を有している。

消費税増税1年前、物価上昇とドル高の基調実績

原油相場については当面、高値維持の可能性が高まってきた。背景としては、1) 米トランプ政権による11月のイラン再制裁発動、2) それに対してのサウジアラビアやロシアなど主要産油国による経済・財政苦境などを受けた増産慎重姿勢、3) 11月の中間選挙でのトランプ米大統領による原油引き下げ圧力一段落、4) 米国などでの年末商戦に向けた経済需要の加速——といった要因がある。

最近では米ゴールドマン・サックスが2日、「制裁でイランの輸出が減少する一方、生産者がヘッジ取引から手を引いていることなどから、原油は年末にかけて1バレル=80ドル超を維持する」という見通しを示した。その前には仏エネルギー大手トタルのトップが9月27日、「原油相場は2014年以来の3桁（100ドル超え）に上昇する支持要因がある」（各ブルームバーグ）と発言している。

また、日本の国内要因としては、来年10月からの消費税増税までの期間が1年を切ってきた。今回からは軽減税率が導入されるため、便乗値上げや駆け込み需要などを含めた物価上昇への波及効果は不透明だ。それでも現在は政府・与党が来年7月の参院選対策もあって、増税の軟着陸に向けた内需刺激

策を準備している。大企業も企業サイドの社会保障負担軽減などで、予定通りの増税断行を希求しており、来春の春闘では増税配慮の賃上げ努力が想定されそうだ。

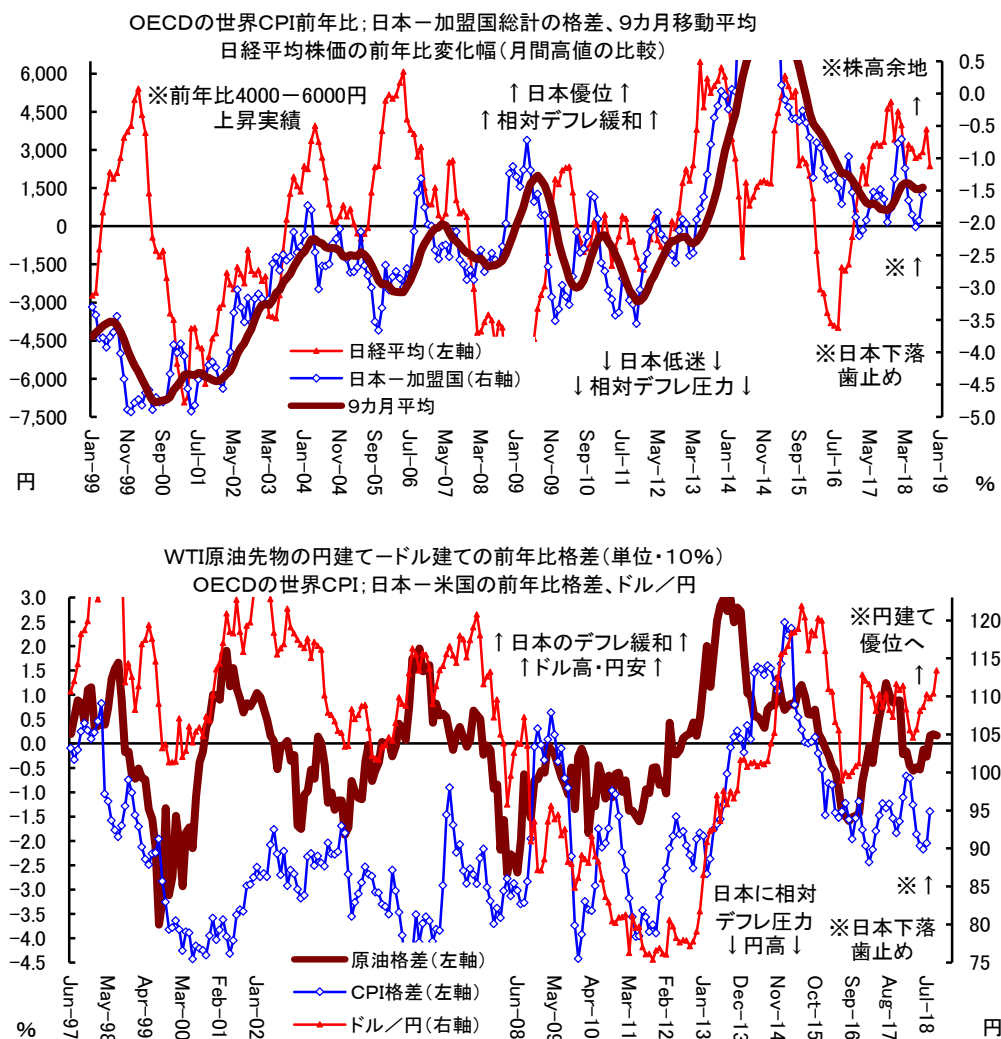
過去の1989年、1997年、2014年の各4月における消費増税の開始にかけては、増税開始後の増税上乗せ効果のみならず、増税前月にかけてCPI（消費者物価指数）が上昇するパターンが繰り返されてきた。連動する形でデフレ・円高圧力の後退などにより、全てのケースでドル/円では1年前からドル高基調が始動した実績を有している。

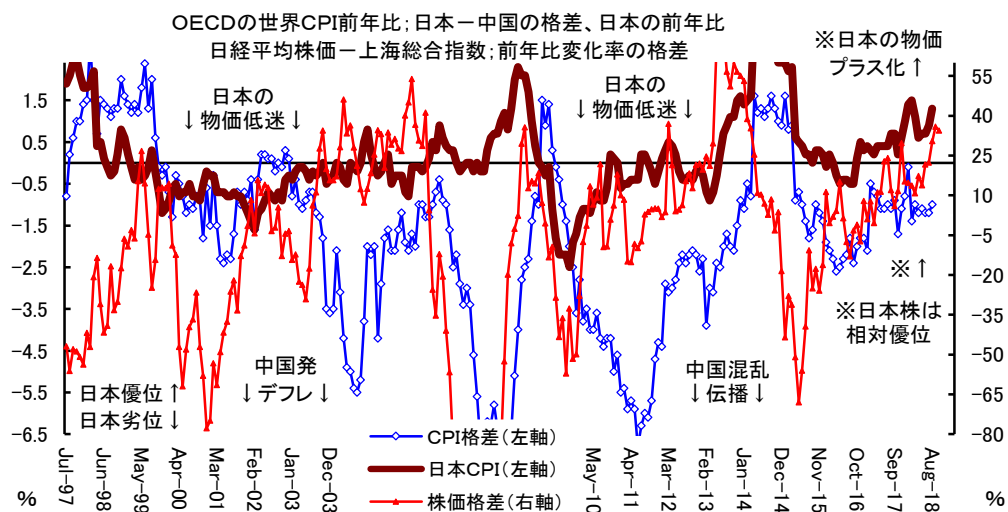
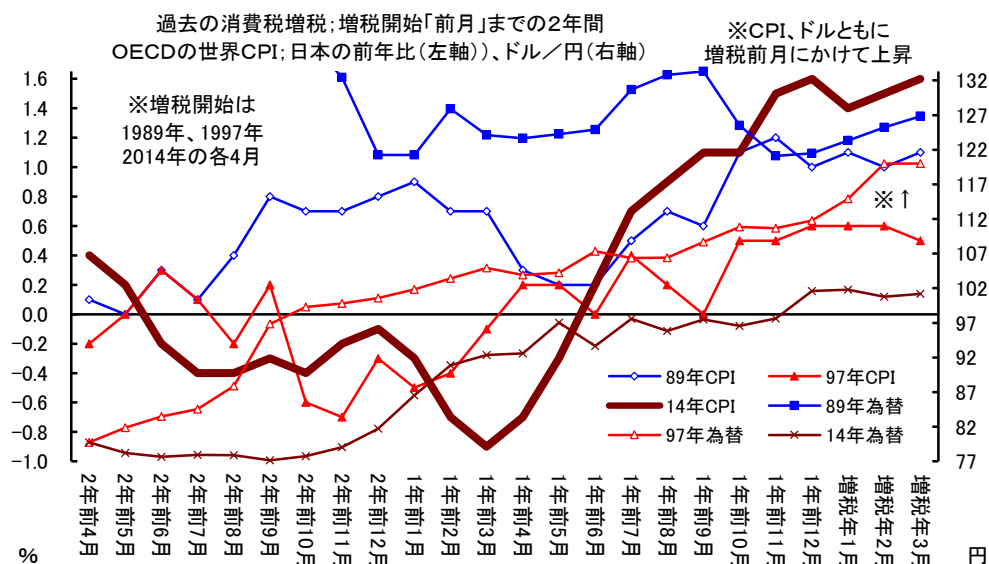
もちろん、来年にかけては中国減速といったリスクが消えていない。しかし、現状段階で「先行指標」である株価動向では、日本株の上昇と中国株の下落という乖離が広がっている。2015年のチャイナショック時には、2014年の段階から日本株や日本のCPIに頭打ちの変調シグナルが観測されていたが、現状では米国経済の力強さや為替円安、日本国内での需給ギャップ改善といった抵抗力の増強などで、中国

リスクの波及度合いが抑制されている。

しかも中国の為替政策については現在、米国からの圧力や中国自身の資本流出阻止策、内需主導経済への移行努力などで人民元の切り下げを自制させている。過去の中国減速時に比べると、人民元の下落幅は限定的だ。日本にとっては「失われた20年」の一因である人民元の低め誘導と円高圧力、そうした要因に伴う中国発デフレ圧力の日本波及に歯止めが掛かってきた。

OECDの8月CPI前年比では、日本が+1.3%に対し、中国は+2.3%となった。日本－中国の前年比格差は－1.0%となり、過去2カ月の－1.2%からは日本劣位に歯止めが掛かっている。過去に同格差は2016年に－2.6%、2011年に－6.8%、2008年には－7.7%などへ大幅な下振れ拡大となった。そうした内外価格差の日本低迷方向への下振れ拡大と日本への円高・デフレ圧力は是正されており、今後の中国ショックに対する抵抗力の強化が注目されそうだ。





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。