

日本の期待インフレ、逆風への耐性強化

6年連続の所得改善など、値上げ許容度は13年間で最高

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

2019/9/30

10月1日に公表される9月の日銀短観は、大企業国内では円高・デフレへの警戒感が根強いが、期待インフレは逆風への耐性が強化されている。内閣府・消費動向調査の「1年後の物価見通し」では、上昇回答の割合が5カ月連続で2015年以来の高水準を維持しているほか、日銀の生活意識アンケート調査では、「家計の値上げ許容度」試算が過去13年で最高を更新してきた。6年に及んできた名目所得改善の累積効果や雇用不安減退、株価や都市部の不動産価格の底堅さ、脱デフレ下で就職した若年世代の増加などが、頑強なデフレ心理を修繕させつつある。

日本のBEI、4月以降の低下基調が一服

「日銀が目標とする物価2%にはなお距離があるものの、それに向けたモメンタムが再び強まる兆しが見られている。言い換えれば、企業や家計の価格上昇に対する耐性の向上や、予想物価上昇率（期待インフレ率）の一層の上昇にも繋がり得る重要な局面に近付きつつあると感じている」――。

日銀の政井貴子審議委員は25日、こう指摘しながら「この流れを大切に育てていくことが極めて重要」という見解を示した。一般的には内外の景気減速や貿易摩擦、消費税増税、根強い円高・デフレの圧力などにより、「重要な局面への接近」には懐疑論が強い。

それでも同委員が前向き見通しの根拠として挙げたのが、日銀による「生活意識アンケート」の最新6月調査だ。調査結果をもとにした日銀スタッフ試算では、「今後5年間の予想物価上昇率は、2013年以来となる1%超まで上昇している」（政井委員）。さらに家計の値上げ許容度を示す「物価上昇は好ましいこと―困ったこと」の回答格差は、統計開始2006年以降の13年間で最高を更新してきた。

依然として「物価上昇は困ったこと」の回答は77.0%と高水準ながら、2007年の90.1%や2016年の84.8%などに比べると減少している。値上げに対するアレルギー・忌避や、デフレ志向が微妙に修復されつつある。さらに同調査では5年後の物価予想で、「かなり上がる」との回答が28.7%となった。前回3月の26.9%から増加し、2014年12月という異次元緩和強化（黒田バズーカ第2弾、2014年10月）直後以来の高水準に回帰している。

その中で期待インフレ率の参考となる日本のブレイク・イーブン・インフレ率（BEI、ブルームバーグ算出）は、4月以降の低下が一服となってきた。5年物では直近最高である4月9日の+0.292%から低下基調が続き、8月29日には-0.049%にまで急低

下した経緯がある。しかし、そこから反転上昇へと移行。9月26日には+0.128%と8月8日以来の高水準に修復されている。

過度な期待インフレ率の低下歯止めは、1) 市場のリスク警戒マインド一服、2) それに伴う円高と株安の圧力緩和、3) 実質金利の押し下げ、4) 内外価格差の面での円高抑制（他国比での期待インフレ低下は通貨高、期待インフレ上昇は通貨安の各要因）――などにつながりやすい。過度なデフレ警戒の緩和は、日本株市場で金融株や不動産株などにプラスとなる。

しかも日本では中長期スパンで、期待インフレの低下ペースに歯止めが掛かってきた。政井委員は長期デフレ経験に基づいた「賃金や物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行」に関して、6年連続のベア（ベースアップ＝春闘での賃上げ）実現や、26四半期に亘る名目雇用者所得の前年同期比増加を通じて、変化の兆しがあると指摘している。

これまで日本の物価観に関しては、日銀検証や最近の学術的研究などで、「他国に比べて、適合的な期待形成の要素が強い、つまり過去の物価上昇率に引きずられやすい」（政井氏）という分析が進んできた。

ポスト・デフレ世代増加、デフレ心理・経験希薄

日銀の黒田東彦総裁も7月のIMF講演で「予想インフレ率の歴史依存性は、従来想定されていた以上に強い」、「家計の予想インフレは、人々の長期にわたる経験に基づき形成される部分が大い」という最近の研究例を紹介している。その点でいえば「失われた20年」や「デフレ15年」の間に完全浸食されてきたデフレ心理の改善は容易でない。

一方で2012年後半からのアベノミクスから6-7年が経過し、プラス面、マイナス面を抱えながらも「賃金・物価に関する経験や考え方」は時代変化も見られ始めた。名目所得の累積でいえば、GDP統計での名目・雇用者報酬は今年4-6月に12四半期（3年）間の累積ベースで3346兆円となっている。29四半期（約7年）連続で累増が続き、直近最低である2012年4-6月の3038兆円からは+10%、+308兆円もの積み上がりとなってきた。

こうした持続的な所得積み上がりの累積効果は、底流部分で期待インフレの改善とデフレ脱却、円高圧力の緩和に寄与している。実際にこの3年累積の雇用者報酬の基調とドル/円は、密接な相関性を有している。最近も米国の8月ISM製造業景況指数が3年ぶりに景気節目の50を割り込み、前年比では-19.2%もの急低下となったが、ドル/円でのドルは-

4.8%、日経平均株価は-8.0%の下落率にとどまっている（月間安値の比較）。

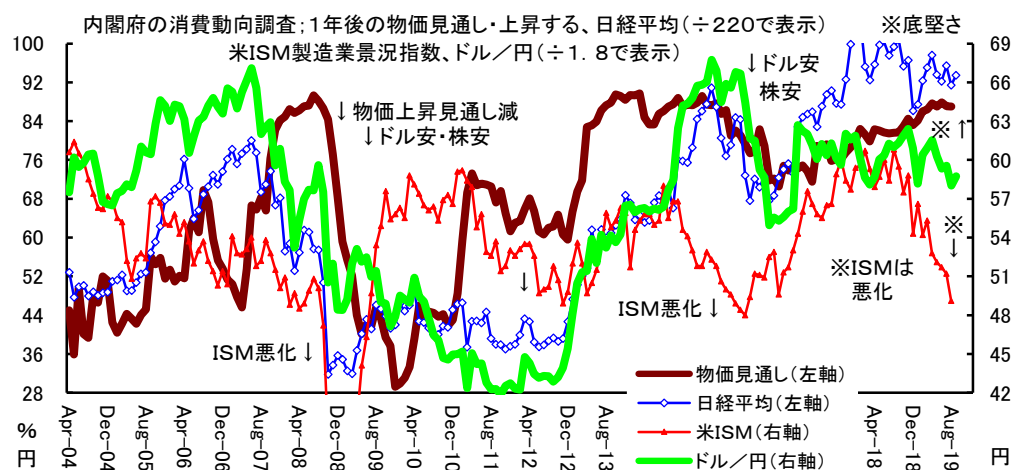
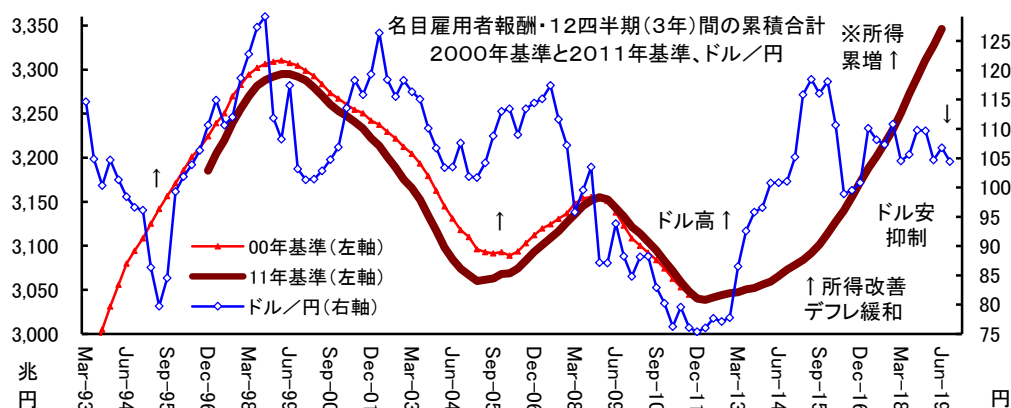
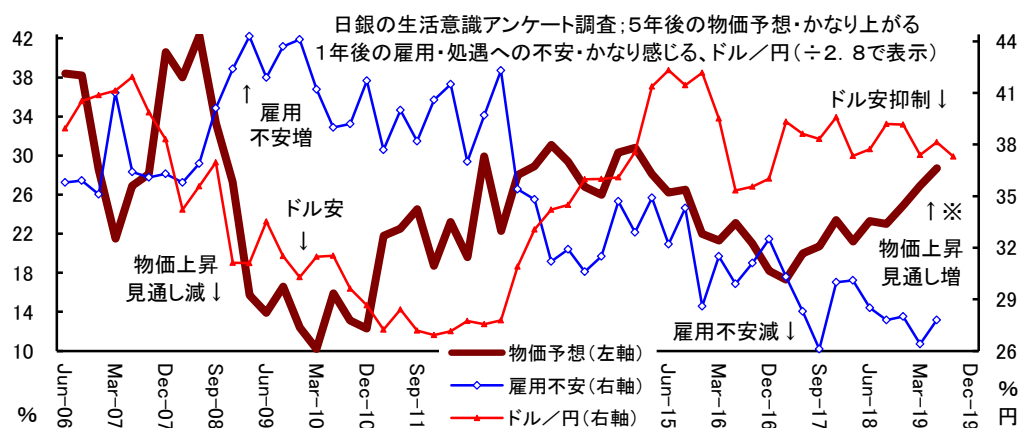
双方ともISM比で、+10%以上の上振れとなっている。過去実績としてドル/円、日経平均の前年比がISMの前年比を10%以上も上回っている局面では、日本国内での構造面や需給面での円高・株安圧力の抵抗力増強が示される形となり、1-2年前後の円安・株高トレンドが高確率で形成されてきた。

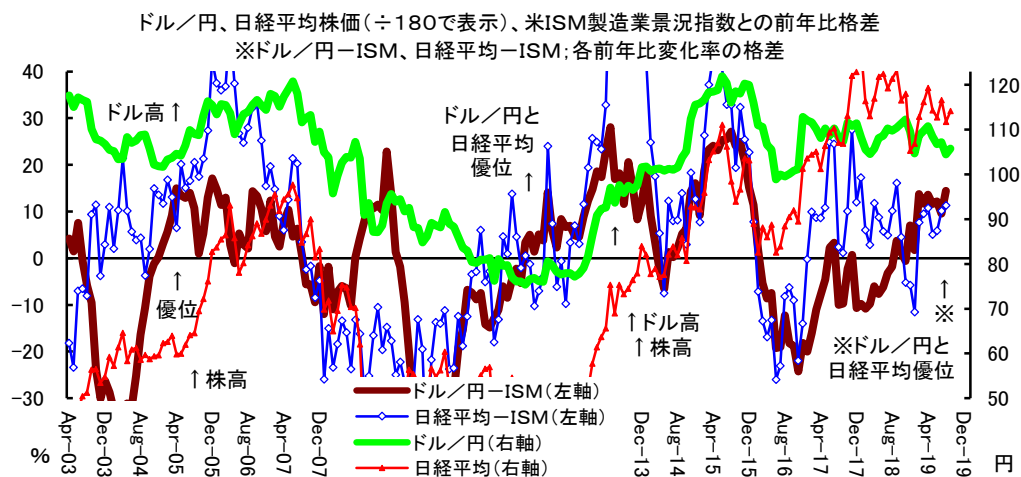
また、現在は「デフレの歴史依存性」に関しても、デフレ後退と新卒採用の改善が2013年から6年前後の定着となり、「社会人としてのデフレ苦勞を知らない若年層」が20歳代の大半を占めるようになってきた。こうしたポスト・デフレ世代が30歳代、40歳代へと年齢を重ね、同時に新たな新卒者の毎年累増によって人口構成に占める比率を拡大させていくと、

全世代平均としてのデフレ圧力を和らげていく。

なお、内閣府の消費動向調査でも、最新8月に「1年後の物価見通し」では上昇回答の割合が87.0%となり、5カ月連続での87%超えとなった。2015年7月以来の高水準を維持させている。先行きの消費税増税や天候不良による食品価格の上昇、資源・素原材料価格の上昇など「悪い物価上昇」を懸念した側面も強い。

一方で日銀調査では「1年後の雇用・処遇への不安」について、「不安をかなり感じる」との勤労者回答が6月に27.8%となった。前回の26.4%に続き、2006年以降では最低水準となっている。2008-2009年時の40-44%から大きく減少しており、雇用不安の減退は「値上げ許容度の改善」などを踏まえた物価の上昇見通しにつながっている。





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。