マーケットの底流を読む

物価上昇出遅れ、相対的に円安許容余地

OECD 加盟国比 25 年ぶり下振れ、他国は切迫感

（株）ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2022/1/14（金）

日本では悪い物価上昇と悪い円安が懸念されているが、対世界比で物価上昇が出遅れており、他国との相対比較では通貨安に許容余地が残されている。先進国で構成される OECD の CPI（消費者物価指数）統計では、昨年 11 月の前年比で日本は加盟国総計に対し、約 25 年ぶりの下振れ乖離となってきた。裏表で日本の構造的な低成長や人口減などの問題は内包しているが、あくまで相対比較では、他国で物価上昇と通貨安の制御に切迫感が高まる一方、日本はそうした切迫感も周回遅れとなる可能性がある。

経済安保で「国内回帰」強化、円安牽制に制約も

「（日本では 7 月の参院選に向けて、物価上昇と円安が政治問題化する可能性も指摘されているが…）岸田政権として軽視は出来ない一方、経済政策面では経済安保の強化で日本企業の『国内生産回帰』を打ち出している。政府・日銀の物価 2%目標という政策協定（アコード）も変更されておらず、円安牽制はこうした各種施策との整合性やバランスも考慮していく必要はあるだろう」――。

ある内閣府の経済財政担当はこのような指摘を行う。

岸田政権が重要政策に掲げる経済安保に関しては、小林鷹之担当相が昨年 12 月 22 日、日の丸半導体の復権に向けて「国の本気度が問われている。今なら間に合う」と決意を表明した。国内での製造拠点などの整備と同時に、半導体を使用する市場づくりを国内で進めることが重要だとした上で、「この先 10 年間でどれほど国がコミット（関与）するかで、民間企業の本気度が変わる」と述べている。

その矢先に政治的・政策的に円安牽制を強化させると、またぞろ日本企業の間で先行きの円高リスクが意識されていく。10 年スパンで「民間企業の本気度を変える」には至らず、過去の円高を教訓とした国際分散化、海外移転、海外での地産地消といった潮流は簡単に変えられない。

経済安保に関しては、昨年 11 月に取りまとめた大型経済対策の中でも、「国内で半導体やワクチン・治療薬などの製造拠点を整備し、重要物資のサプライチェーン（供給網）を国内で強靭化する」、「国内での安定した生産力確保に向け、先端半導体などの工場整備を支援する基金を新設し、設備費用の最大 2 分の 1 を補助する」といった国内回帰策が盛り込まれたばかりだ。

一方で日本は世界的なインフレ上昇の中で、物価の上昇度合い自体は出遅れている。根深いデフレ心理や期待成長率の低下、構造的な低成長、人口減、高齢化といった悪い側面も内包しているが、あくまで他国との相対比較では「悪い物価上昇と悪い通貨安」のリスクは抑制されている。他国では過去の景気苦境時に見られてきた「通貨安競争」のインセンティブは低下し、物価上昇と通貨安の制御に対する切迫感がジワリと高まってきた。その中で日本では相対比較で、通貨安の許容余地が残存している。

先進国で構成される OECD の CPI（消費者物価指数）統計によると、昨年 11 月に加盟国総計は前年比＋5.8%となった（前月は＋5.2%）。2020 年 12 月の＋1.2%をボトムに急上昇となり、1996 年 5 月以来、約 25 年ぶりの大幅上昇となっている。

国別でも米国が＋6.8%、ユーロ圏が＋4.9%、カナダが＋4.7%、英国が＋4.6%などと大幅上昇となってきた。その中で日本は＋0.6%にとどまっている。結果、「日本－加盟国総計」の前年比格差は－5.2%の日本劣勢となってきた。やはり 1996 年 9 月以来、約 25 年ぶりの大幅な下振れ乖離となっている。

他国との相対比較では、日本での政治的・政策的な通貨安の残存余地が着目されやすい。同時に海外での大幅な物価上昇は、先行き各国での利上げと金利上昇、対円での通貨高（円安）余地を後押しさせる可能性もある。

日本の世界比物価下振れ、過去の修正では円安

1996 年の場合、その後に日本の物価は世界に遅行で上昇。デフレ・円高の圧力が緩和されたほか、日本での緩やかな物価上昇と実質金利の低下（名目金利－物価変動率）、さらには海外での物価上昇を受けた各国での利上げや金利上昇などもあり、円安と外貨高が進展している。

当時、「日本－加盟国総計」の CPI 前年比格差は 1996 年 6 月の－5.5%という日本の下振れから、翌 1997 年 10 月には－2.4%へと乖離が縮小した。同時期の前後でドル/円は月間のドル高値ベースで、111 円から 131 円超えへと＋20 円幅のドル高・円安が進展している。

2012 年後半からのアベノミクス相場でも、同格差は 2012 年 10 月の－2.6%という日本の下振れから、翌 2013 年 11 月には格差ゼロに修正となった。その前後でもドル/円は、80 円から 105 円超えへと＋25 円幅のドル高が進行した実績を有している。

もちろん、過去には日本でデフレが深刻化し、日本の CPI の「前年比マイナス」が定着する状況下、他国の CPI が上昇する乖離拡大の局面では円高圧力が強まる場面があった。

背景としては、1）日本でのデフレ圧力（デフレは通貨高、インフレは通貨安の要因）、2）日本での実質金利上昇（名目金利はプラス圏－物価はマイナス圏）、3）日銀による利下げのゼロ下限フロア制約、4）世界的な低インフレの圧力と海外の金利上昇制約――といった要因が影響している。

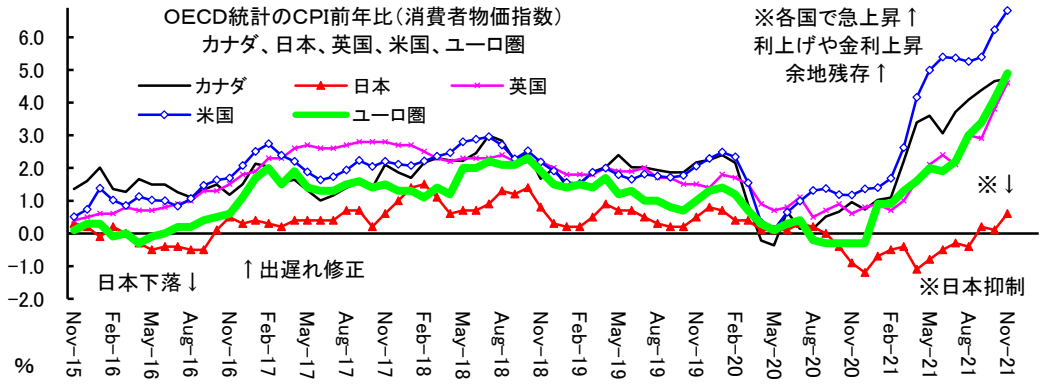
ひるがって現在の場合は、日本の物価下振れでも円安圧力が強まっているほか、先行き一段の円安を促す可能性を秘めている。

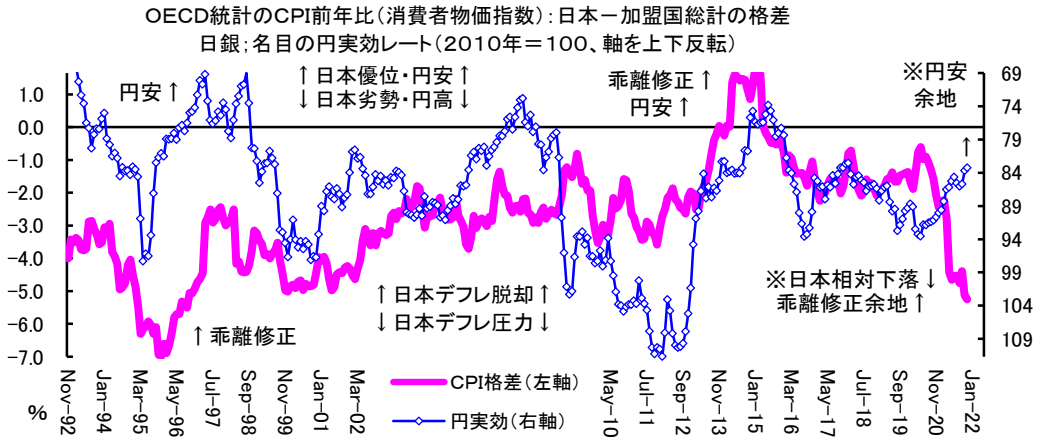
相場メカニズムが変化してきた背景としては、1）日本でのデフレ圧力後退、2）日本での実質金利低下（名目金利は低位抑制－物価は緩やかなプラス化）、3）日銀による金利引き下げのゼロ下限フロア下限撤廃（マイナス圏に低下余地醸成）、4）世界的なインフレ上昇圧力（海外の金利上昇や中銀の利上げに伸びシロ）――といった要因が着目される。

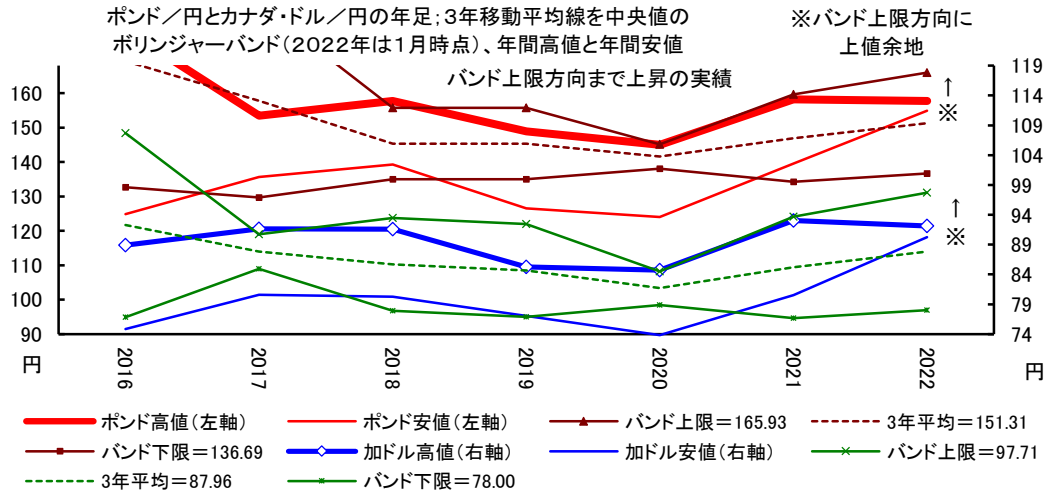
その他、過去の日本の相対的な物価下落と円高（円買い増加）の局面とは異なり、現在の経済環境は、日本の輸出減（供給・輸送制約や品不足、海外移転定着など）、日本の輸出の「円建て比率が高いアジア向け」拡大、日本の輸入増（素原材料の価格高騰など）、日銀による超低金利政策と大規模な量的緩和の堅持（円余剰の定着）、円や日本国債に代わる安全逃避や投機などの受け皿増加（ビットコイン、中国の人民元と国債、欧州の環境債など）、日本国債の市場流通量減少（日銀による買い占め増加など）――といった変化が見られている。

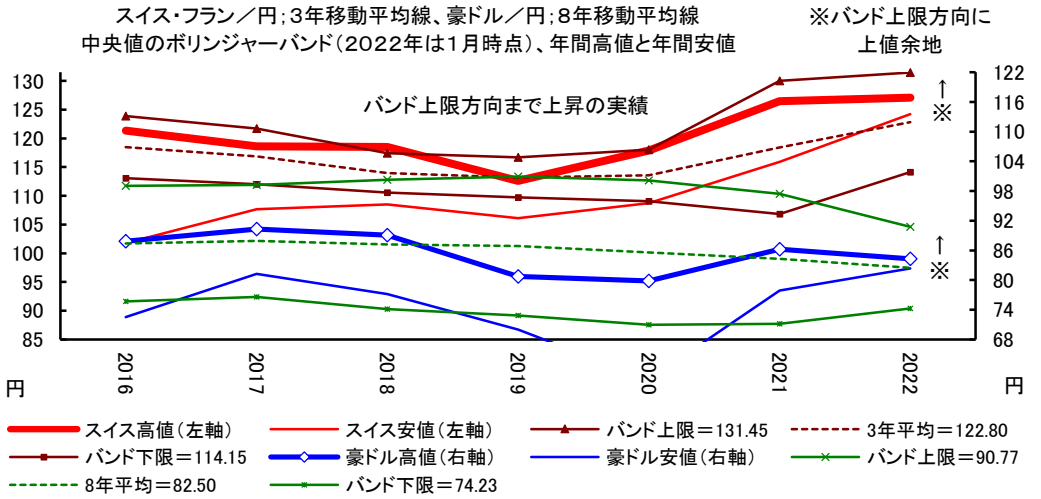
その中で円の総合力を示す日銀算出の円インデックス（名目実効相場、1999 年 1 月 4 日＝100）は、1 月 5 日に 95.41 と 2016 年 2 月以来の低水準となってきた。数字が小さいほど円安を示すが、直近最低である 2018 年 1 月の 95.46 の完全下抜け攻防に直面している。これから上下動を経ながらも完全に割り込むと、テクニカルでは一段の円安余地が拡大。直近最低である 2015 年 6 月の 85.63 方向が視界に入っていく（当時のドル/円は 125 円超え）。

95 前後は過去にも重要な下限ラインとなっており、2005 年に完全下抜けの場面があった。当時も円の下落モメンタムに拍車が掛かり、2007 年 7 月の 84.39 方向まで円実効相場が下落した実績を有している（当時のドル/円は 123－124 円）。今回も現在の 95 前後を完全に割り込むと、2015 年や 2007 年の円安値ゾーンである 84－85 方向（ドル/円は 123－125 円方向）を目指す可能性は無視できない。









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。