

日銀、過去「米日教訓」で緩和堅持

11－12年の原油高・賃金減や為替・原油翻弄の戒め

2022/5/9 (月)

日銀による頑なな金利上昇抑制策は悪い円安と悪い物価上昇の批判を高めているが、日銀は過去 FRB と日銀の教訓や為替・原油翻弄の戒めという点で緩和堅持の可能性がある。FRB は 2011－12 年の原油高騰の際、「賃金の上昇は鈍く、資源高によるインフレは一時的」として緩和策を継続させた。日本では黒田緩和の当初目標「2 年で物価 2%」が原油急落で頓挫したり、1980 年代後半以降は円高制御や円高不況緩和といった「過度な為替重視」の金融緩和が緩和バブルと引き締め急ブレーキ、その後の長期停滞を招いた教訓がある。

2011－12 年に原油高騰、FRB 賃金懸念で緩和持続

「(2011 年の米国経済に関しては) 原油など資源エネルギー上昇が、インフレに及ぼす影響は一時的になる」、「長期の期待インフレ率が安定的に推移する限り、コモディティ価格や消費者物価の上昇が、賃金と物価決定プロセスに影響を与える可能性は低い。従って、それによって金融政策スタンスの大幅な変更が正当化されることはないだろうというのが私の見解だ」――。

2011 年 4 月、当時のイエレン米 FRB 副議長（2014 年から議長、2021 年から財務長官）は、このような主張を行っている。

2011 年に米国では原油などの資源高騰に見舞われ、WTI 原油先物は同年 4－5 月に 1 バレル＝114 ドル超え、翌 2012 年も 3 月に 110 ドル超えという高止まりが続いた。連動する形で CPI（消費者物価指数の総合）も 2011 年 9 月には前年比＋3.9%に上昇し、FRB の物価目標である＋2%を大きく上回っている。

しかし、当時は 2008 年のリーマン・ショック後の後遺症などが続き、労働市場では「弛みと賃金上昇の鈍さ」（イエレン氏）が続いていた。FOMC 内では原油高などを理由に利上げを主張するタカ派メンバーも出てきたが、ハト派急先鋒であったシカゴ連銀のエバンス総裁による「賃金上昇なしにインフレが昂進するとは考えにくく、インフレ率の上昇は一時的」といった主張もあって、緩和見直しは 2013 年以降に遅延となっている。

2011－12 年の米国では、こうした FRB の緩和策持続のほか、原油高などによる悪い物価上昇やスタグフレーション（物価高の中での景気悪化）懸念などもあって、ドル安が加速されている。ドル/円は 2011 年 10 月に 75 円台と、過去ドル最安値を更新する場面があった。現在とは世界経済を取り巻く環境が大きく違うものの、「資源高・悪い物価上昇懸念・通貨安の中での中銀による緩和堅持」という流れは足元

の日本と似た状況にある。

米国では 2003－2004 年に原油相場が 25 ドルから 40 ドル超えに上昇する局面でも、FRB は利上げを遅らせる場面があった。当時はイラク戦争などが影響したものの、賃金は伸び悩んでおり、やはり「資源相場より賃金」を重視した緩和継続が見られている。現在の日銀はこうした FRB の過去実績と教訓もあって、悪い円安や悪い物価上昇よりも、「持続的なインフレの芽につながる賃金の上昇」を最重視した緩和策の堅持を保つ可能性が高い。

すでに日銀の黒田東彦総裁は 4 月 22 日、米 NY での講演で「日銀は 2% の物価安定目標の安定的な達成に向けて、強力な金融緩和を粘り強く続けていく必要がある」と再強調した。日本での物価上昇はあくまで資源高によるもので、経済活動の強さを示す需要面や賃金上昇などによる「ディマンド・プル型」のインフレ圧力は弱いと説明。そのうえで物価上昇率の実績値が安定的に 2% の物価目標を超えるまでマネタリーベース（量的緩和）の拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」を今後も継続していく考えを表明している。

為替相場では短期的に円安のスピード牽制などが円高と外貨安を促す余地はあるものの、中長期的には日銀の頑なな緩和長期化と、ドル/円、クロス円での円安「オーバーシュート」余地が注目されやすい。

過去物価 2% と賃金上昇定着、為替 135－160 円

過去に日本の全国コア CPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）の前年比が＋2%超えで定着し、景気動向指数における「きまって支給する給与（製造業、名目）」の前年比が＋3%から＋5%超えで同時定着した局面として、1989 年から 1991 年があった。当時のドル/円は月間のドル高値が、135－160 円方向となっている。

その前では 1984 年から 1985 年にかけて観測された。当時のドル/円はちょうどプラザ合意の前後であったが、200 円から 260 円前後でのドル高推移となっている。

こうした 1991 年以前に比べると、現在はドル高・円安による賃金上昇の効果は大きく減退している。一方で現在の日銀は「物価 2%超えと賃金上昇の軌道入り」まで、金利上昇の抑制策を含めた超緩和策を長期化させる構えだ。あくまでも日銀緩和策と物価・賃金の上昇波及を受けた市場原理として、過去に物価 2%超えと賃金の上昇が定着していた当時の為替水準、135－160 円方向へとドル高・円安が修正されていく可能性は無視できない。

具体的な市場メカニズムとしては、1) 日銀の金利上昇抑制策と緩和持続は円安要因となる、2) 日銀による金利上昇抑制策の中での物価上昇は実質金利を押し下げる（名目金利－物価変動率）、3) 日本での物価上昇はデフレ完全脱却、賃金上昇は期待インフレ修復につながる（デフレは通貨高、インフレは通貨安の要因）、4) 賃金上昇とリスク忌避の後退は、外貨建て資産投資を増加させる、5) 賃金上昇は内需拡大に寄与し、輸入の増加につながる（貿易収支悪化による円安）——といった要因がある。

現在の日銀による頑なな金利上昇抑制策は悪い円安と悪い物価上昇の批判を高めているが、日銀は過去に「為替相場と原油相場に翻弄された戒め」という観点で、愚直に緩和策を堅持させる可能性がある。

原油相場でいえば現在の日銀では黒田総裁を始め、各幹部が「資源エネルギー価格の高騰と、それに伴うインフレの上昇は短期的」、「原油などの資源相場は急上昇すれば急反落する」と繰り返し強調している。原油高を過剰警戒した拙速な引き締めは、政策ミスにつながるものだ。同時に先行きFRBの利上げ加速などで世界経済が減速していくと、原油相場は反落へと転換。日銀の緩和堅持は「正しかった」との評価となる一方で、日銀は物価 2%目標の達成に仕切り直しが迫られる。

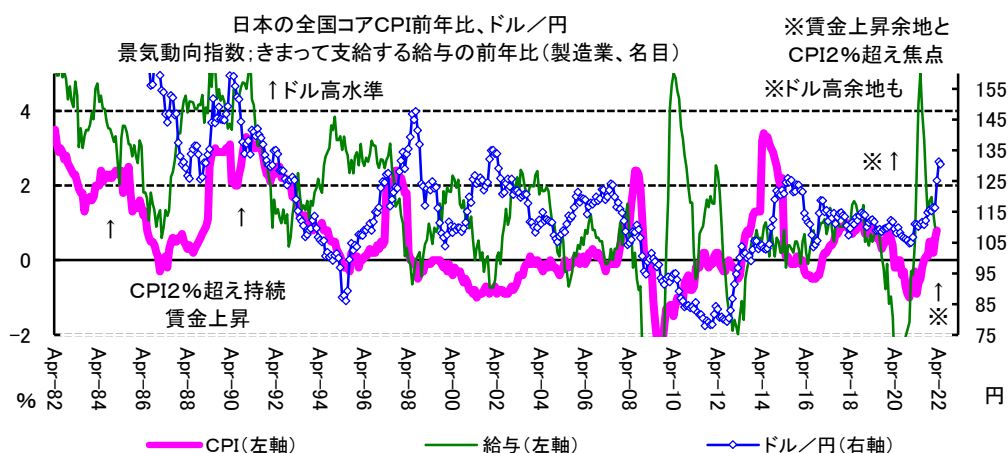
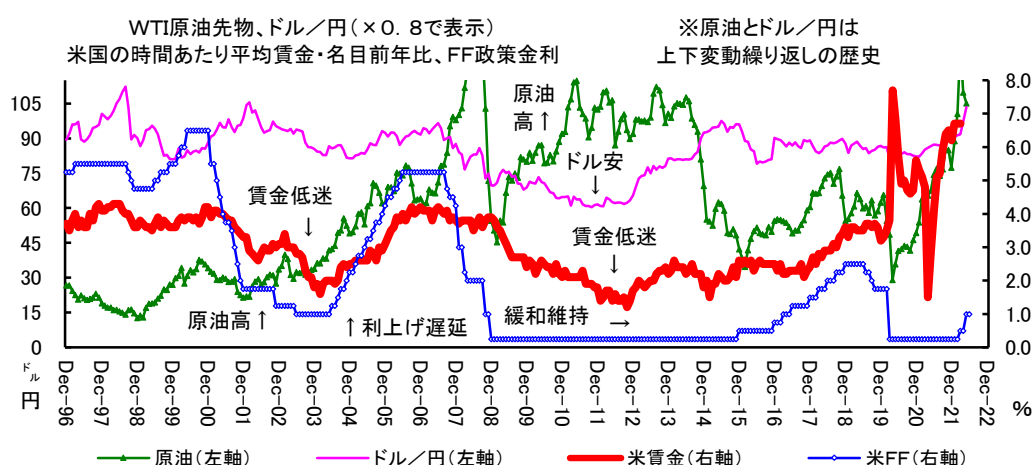
過去に黒田総裁は就任直後の 2013 年 4 月、「2 年で物価 2%目標の達成」を掲げて大規模緩和策を打

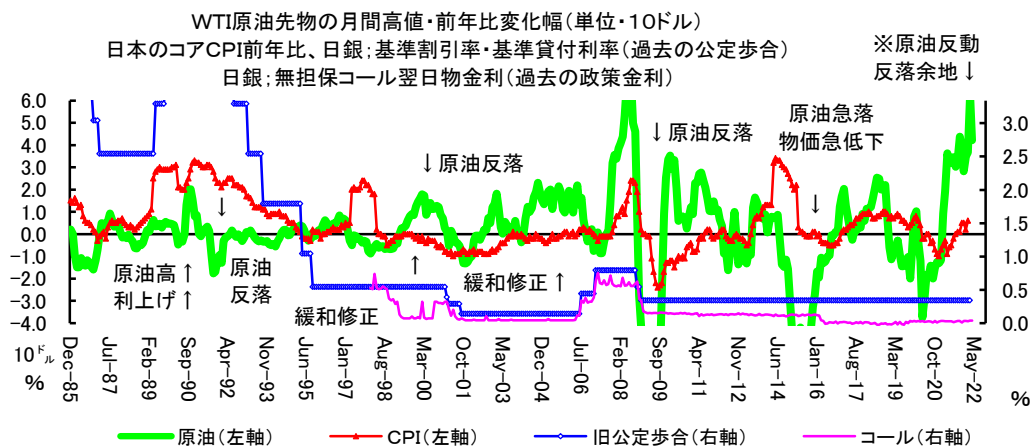
ち出した。しかし、翌 2014 年から 2015 年に原油が急反落となり、あえなく物価 2%目標は頓挫している。

その前では日銀が 2000 年 8 月に、当時のゼロ金利政策を解除させた。直後に IT バブル崩壊などに見舞われ、「日銀の緩和解除は失敗」と批判されたが、物価関連では WTI 原油先物が同年 2000 年 9 月の 37 ドルから、翌 2001 年 11 月には 16 ドルへと急落している。これも物価下落とデフレ深化を助長する形で、日銀の政策ミス批判の一因となっており、現在は逆に教訓となっている。

為替相場に関しては 1980 年代後半にかけて、日銀はプラザ合意などによる円高に対処するため、円高ペースの制御や円高不況対策として、大幅利下げを含めた金融緩和を強化させた。当時は政治的な圧力もあったが、日銀は円高という「過剰な為替重視」による金融政策へと傾斜。その後に緩和バブルと、バブル退治のための金融引き締め急ブレーキ、バブル崩壊と長期経済停滞を招いている。

ひるがえって現在は円安阻止に向けて、与野党やメディア、世論などから、日銀に緩和見直しの圧力が高まっている。日銀は過去の政治的な「為替重視」圧力への反論や教訓もあって、今回は悪い円安が本格化してくる前段階まで、「為替円安の問題よりも、適度な良い物価上昇と賃金上昇」を最重視した金融緩和策を継続させる可能性もある。





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、複製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。