

日本の物価「米国上振れ」一過性、プラス面も

日本の金利上昇・円高・株安を抑制、好循環には時間

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/11/13 (月)

OECD 統計の先進国 CPI（消費者物価指数）前年比では、6-7 月に日本が米国を上回る逆転があったが、早くも日本が下振れという一過性になっている。日本での賃上げ・良い物価上昇といった好循環には時間を要することが示唆される一方、好循環入りを阻害する過度な金利上昇と円高、株安の抑制にはつながる。日本の物価「対米国比」上振れ一服は、米国の金利上昇や高止まりに対しての日本の金利の低位抑制、米国－日本の金利差拡大持続と円安維持や円高制御、こうした要因による日本の株高が支援されやすい。

緩和修正に製造業系委員反対、様々な立場と考える

「日銀は 7 月と 10 月に連続して YCC（イールドカーブ・コントロール、長短金利操作）を柔軟化し、植田和男総裁は間接的に急激な円安と輸入物価上昇への配慮も一つの理由と示唆していた（「YCC 修正による副作用抑制は、為替ボラティリティの抑制も念頭に」と説明）」、「それに対して日銀審議委員の中では、製造業と財界の代表枠でもある中村豊明・日立製作所元副社長が 2 回とも反対票を投じている。現在の日銀緩和策や円安に関しては、様々な立場で考えや利害が入り混じっており、政策対応の難しさも意識される」――。

ある内閣府の経済財政担当者は、このような指摘を行う。

中村氏の出身の日立といえば、中西宏明元社長・会長が経団連の前会長であり、2018-2021 年まで財界総本山のトップを務めていた。現在の経団連は円安等による物価高と国民打撃などに配慮し、来春の春闘での連続賃上げを推進しているが、大企業による賃上げの原資は「円安による収益増加」効果が大きい。その点で政府・日銀による好循環入りの支援策と円安対応には、バランスの取り方とサジ加減に難しさがある。必ずしも為替市場介入を含めた「現状からの円安の断固阻止」一辺倒というわけではない。

一方で OECD 統計での先進国 CPI（消費者物価指数）によると、最新 9 月に日本は前年比 +3.0% の上昇となった。依然として消費税増税が影響した 2014 年以来的の高水準で高止まりとなっているが、伸び率自体は今年 1 月の前年比 +4.3% をピークとして鈍化しつつある。

同じ統計では米国の 9 月分が +3.7% となった。直近最低である 6 月の +3.0% からは再上昇となっている。その 6 月に日本は +3.3% となっており、6 月と 7 月は日本が上回る逆転が見られていた。双方プラス化での日本の優位は日本の消費税増税要因を除

くと、日本のバブル期直後の 1991 年や、その前では 1977 年以来という珍しい現象となっている。

しかし、そこから 8 月は、早くも米国優位へと逆戻りしてきた。直近 9 月も日本が +3.0% で米国が +3.7% であり、日本優位は一過性となっている。束の間の日本優位は日銀が指摘する「第 1 の力」、円安や資源高、輸入物価上昇の影響が大きく、日銀が賃上げを含めた良い物価上昇と好循環で重要視する「第 2 の力」は、依然として脆弱性が示されている。

それでも日米の物価比較での日本優位から劣勢方向は、好循環入りを阻害する日本での過度な金利上昇と円高、株安の抑制にはつながっていく。過去実績としても日本の物価「対米国比」上振れ一服は、米国の金利上昇や高止まりに対しての日本の金利の低位抑制や、米国－日本の金利差拡大持続、円安維持や円高制御、こうした要因による日本の株高が連動支援されてきた。

物価格差で米国が再優位、金利差の米国優位支援

例えば過去にはリーマン・ショックのあと、日米ともに物価がマイナス急落となる中で、「日本－米国」CPI 前年比格差は、2009 年 4 月に +0.6% の日本優位局面があった。同時点がピークとなる形で日本の物価劣勢が再開されたが、日本の 10 年債金利は当時の上昇局面を経て、「2 カ月後」となる同年 6 月の 1.57% 前後で上昇ピークを形成。その後は日本に物価下振れに連動する形で、金利は連動で低下している。

こうした金利と物価格差の相関性もあり、「米国－日本の CPI 前年比格差」は「米国－日本の 10 年債金利差」と一定の相関性を有してきた。その点で足元の CPI の米国劣勢一服と優位再開は、改めて米日の金利差での米国優位トレンドを支援するものだ。当座の為替ドル/円では、ドル高ペースが鈍化しながらのドル高余地の残存や、ドル高値圏でのレンジ安定化を支援する材料となる。

同時に「米国－日本の CPI 前年比格差」での米国劣勢と日本優位の一服は、過去実績として日経平均株価の底入れや上昇トレンド入りを支援してきた。こうした環境では対米国比で日本の金利が低位抑制されるほか、為替の円安や円高抑制、米国比でのインフレ上昇リスクの低減、米国比での金融政策の緩和的スタンス維持可能などが、日経平均株のサポート材料となってきた実績がある。

なお、日銀の中村審議委員を含めて、現在の政府・日銀が「持続的な賃上げと良い物価上昇」の好循環で重要視しているのが、企業の稼ぐ力の増強を含め

た潜在成長率や生産性、競争力などの引き上げとなっている。

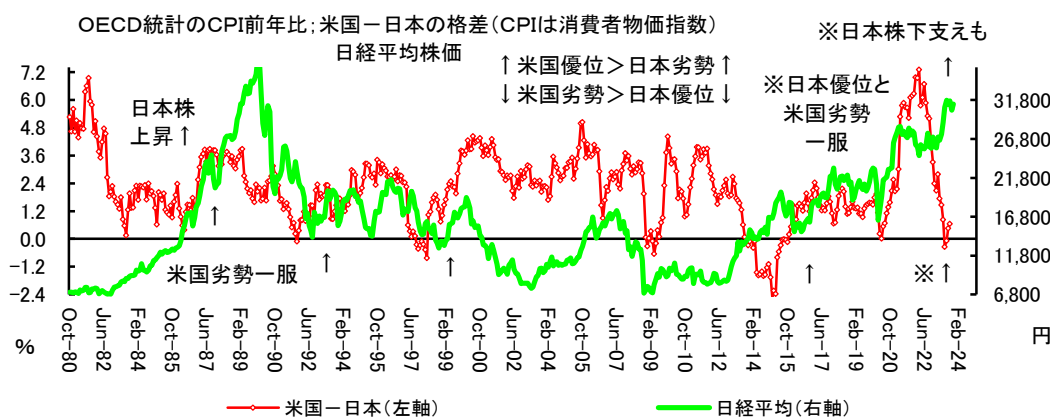
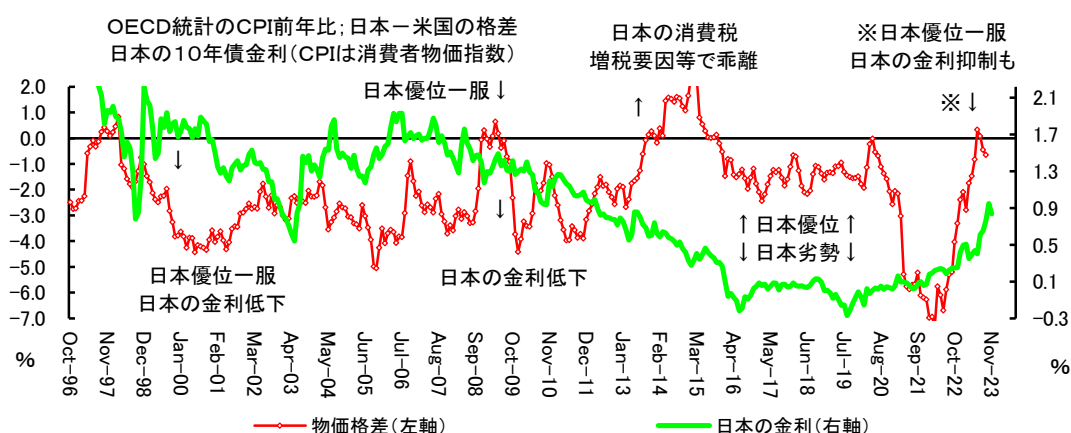
内閣府推計による日本の潜在成長率は、今年4-6月に+0.5%となっていた。2020年4-6月の+0.1%を最低ボトムに改善となっているが、過去ピークである1986-1988年の+4.4%からは9分の1近くという低迷が続いている。

潜在成長率の低迷は、日本の他国比での金利低下や日銀の利上げ遅延などに作用している。現在の日本では首相、財務相、日銀総裁などが「為替相場は経済ファンダメンタルズに沿う形での推移が望ましい」と強調しているが、潜在成長率を含めた国力の低下自体が日本の金利水準の低位置を含めて、「ファンダメンタルズに即した円安」につながっている。その点で現在の日本の政策対応としては、「円安=悪い物価高の阻止と同時に、成長力低下=円安という問

題にも直視する必要」(内閣府関係者)に迫られている。

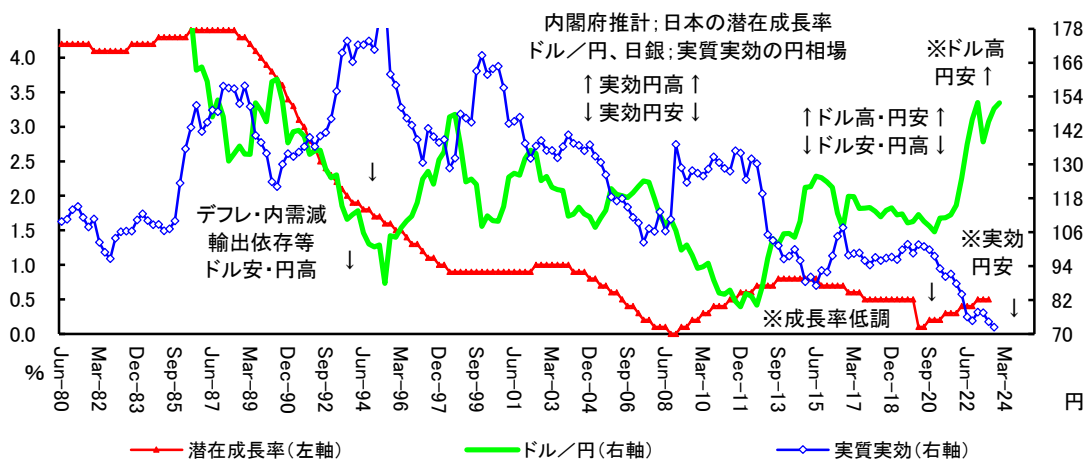
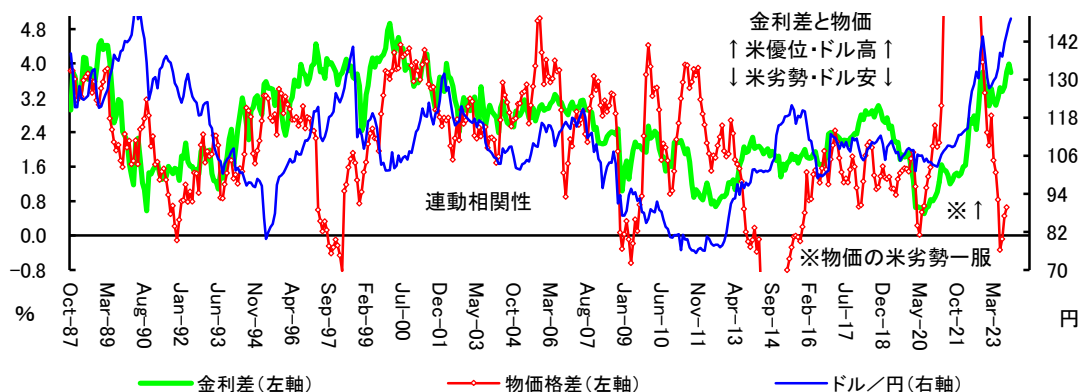
ちなみに日銀の中村委員は7月と10月の緩和修正に反対した理由について、「中小企業を中心に、稼ぐ力が高まったことを確認したうえで行うほうが望ましい」、「中小企業の賃上げや設備投資の意欲をそいでしまう」といった説明を行っていた。

円安に関して中村氏は8月の講演で、「メリットとデメリットがある」と双方の影響を説明。プラス影響は輸出企業や海外展開拡大の企業(円安は海外売上の為替差益をカサ上げ)、インバウンド(訪日外国人客)関連業種など、マイナス影響は内需系企業や家計などとしている。こうした中村氏の考えや反対票について、出身の日立や大手製造業などの意向が反映されているか否かはともかく、「悪い円安と物価上昇」ばかりを重視したスタンスは取っていない。



10年債金利; 米国－日本の金利差、OECD統計のCPI前年比; 米国－日本の格差
ドル／円 (CPIは消費者物価指数)

※金利差の米優位と
ドル高に持続余地 ↑



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。