

前年比ドル安と株安、持続なら物価安定を阻害

為替 135 円割れでは「物価 2%安定化」の実績僅か

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/9/20 (金)

為替ドル/円と日経平均株価は前年比マイナス化（ドル安・株安）の攻防となっているが、持続となれば物価のプラス安定化を阻害させる。日銀は現在も持続的・安定的な物価 2%を重要視しているが、過去 50 年超の長期実績として、前年比ドル安や前年比株安のほか、ドル/円の次なる節目 135 円割れが継続した局面で、前年比の物価が+2%超で安定した例は僅かとなっている。ドル安・円高は物価押し下げや企業収益の悪化、株安と裏表の収益悪化懸念は賃上げ・インフレ期待・価格転嫁等の抑制につながりやすい。

円高・株安では物価下落、日銀「目配り」焦点

「(円安修正と円高の動きが、今度は『物価押し下げ』の懸念材料となるか否かについては) 以前に比べて価格転嫁の動きが大きくなってきたことを踏まえると、為替の物価影響が大きくなっていることは確か」、「これまでの円安や価格転嫁の進捗などによる物価が上がる方向と、為替が落ち着いていく方向(円安修正と円高)との打ち消し合いが、どの程度、実際の物価の数字に表れるのか注視していきたい」――。

日銀の中川順子審議委員は9月11日の講演後会見で、このような見解を示した。日銀の植田和男総裁も7月31日の政策会合後会見で、「円安による想定以上の物価押し上げは、重要なリスクと認識」と述べる一方、「円高になって逆方向にいく場合、物価影響が対照的なのは分からない」、「いま直ちには答えられない」と今後の研究課題としていた。

その中で9月にはドル安・円高が持続となり、月間ドル安値の前年比は昨年9月の144円台を割り込む場面が見られている。月間安値での前年比ドル安は、2021年2月以来、約3年半ぶりとなってきた。今後はこれまでの「前年比ドル高・円安による前年比の物価押し上げ効果」から、「前年比ドル安・円高による前年比の物価押し下げ効果」が政策的な焦点となっていく。

しかも9月以降は前年比ドル安・円高が、日本株市場で日経平均株価の押し下げ要因となっている。日経平均の月間安値も、8月には前年比マイナスとなる場面があった。日銀は依然として持続的・安定的な物価 2%を政策目標としているが、過去 50 年超の長期実績として、前年比ドル安や前年比株安のほか、ドル/円の次なる節目 135 円割れが継続した局面で、前年比の物価が+2%超で安定した例は僅かとなっている。

前年比ドル安・円高が持続となれば、国内での輸

入物価と同時に、コア CPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）についても、前年比ベースで下落の圧力が掛かっていく。前年比ドル安の持続は、前年比株安の持続に直結する。その点で今後の日銀による「前年比・物価 2%安定化」に向けた政策対応としては、前年比ドル安・円高や前年比株安の方向について、持続的な定着を阻止するような目配りが注目されそうだ。

円安修正を受けた現状段階での日銀の反応としては、氷見野良三副総裁が8月末、プラス面、マイナス面の両影響を指摘しながらも、現状段階での実勢為替水準は「まだ企業が事業計画の前提としている想定為替レートから、大きく(円高に)外れているわけではない」と楽観視していた。実際、8月の実勢ドル/円は月末値が146.23円前後であり、最新6月の日銀短観における大企業・製造業の想定レート、142.84円を上回るドル高水準が維持されていた。

しかし、9月に実勢ドル/円は140円割れ場面があるなど、想定レートを下回るドル安・円高という為替差損方向に振れている。氷見野氏による想定レートの注視姿勢からして、今後は日銀が「想定レート比での実勢ドル安・円高への乖離拡大」に配慮を強めていく可能性は無視できない。

想定レート比でドル安、企業利益悪化や物価下落

過去実績として短観想定レートに対し、翌四半期の実勢ドル/円でドル安・円高が進む局面では、高確率で日本企業の経常利益は悪化となり、タイムラグを含めてコア CPI には下振れの圧力が掛かる連動相関性が観測されてきた。

単純に前年比ドル安・円高や前年比株安の持続、あるいは135円割れのドル安・円高という流れが、日本の物価下落を促す要因としては、輸入物価などの物価下落要因となる、円高は企業収益を悪化させる、株安は企業収益の悪化懸念を示すが、収益悪化は企業の賃上げ・成長期待・インフレ期待の抑制につながる、株安は家計の資産効果や消費マインドに悪影響となり、企業による価格転嫁と値上げに制約をもたらす、企業収益の悪化は企業間取引での値上げ交渉に障害となる、円高・物価下落は実質金利を上昇させ、需要減退とデフレ圧力の負の連鎖につながる――といった波及経路がある。

すでに9月以降には特殊な個別ケースながらも、東京製鉄が鋼材の販売価格を4年6カ月ぶりに全面値下げ(中国の過剰供給等も影響)、小売のイオンや西友がPB(プライベート・ブランド)商品を値下げ(部分的な円高還元も)、セブン・イレブンが手ごろ

価格帯の商品を強化、日産自動車が一部ガソリン車を値下げ、といった動きが散見されている。

過去の1ドル＝135円割れケースでいえば、2002年2月に一時的な135円超えと、その後の1年後にかけての116円方向へのドル安・円高があった。当時の日本では不良債権問題やデフレ圧力などもあり、コアCPIの前年比は-0.7%から-0.9%前後で低迷となっている。

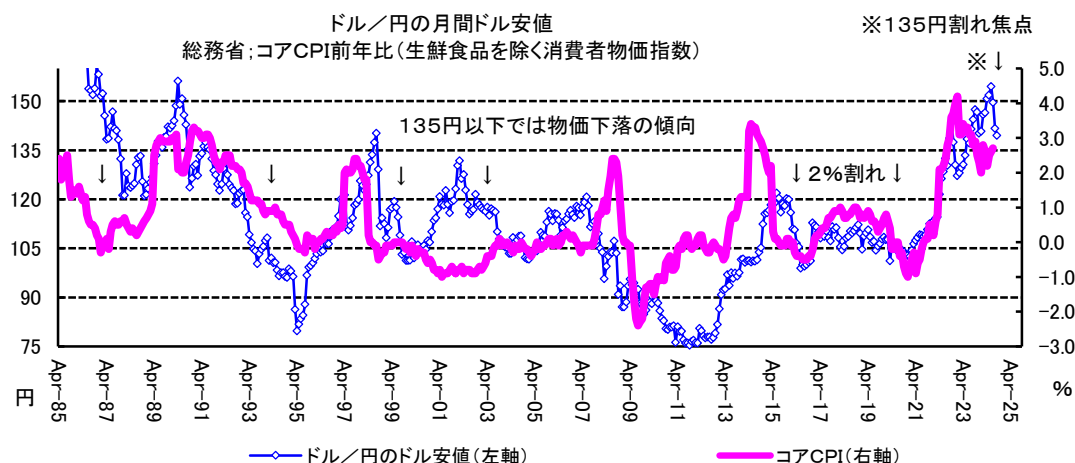
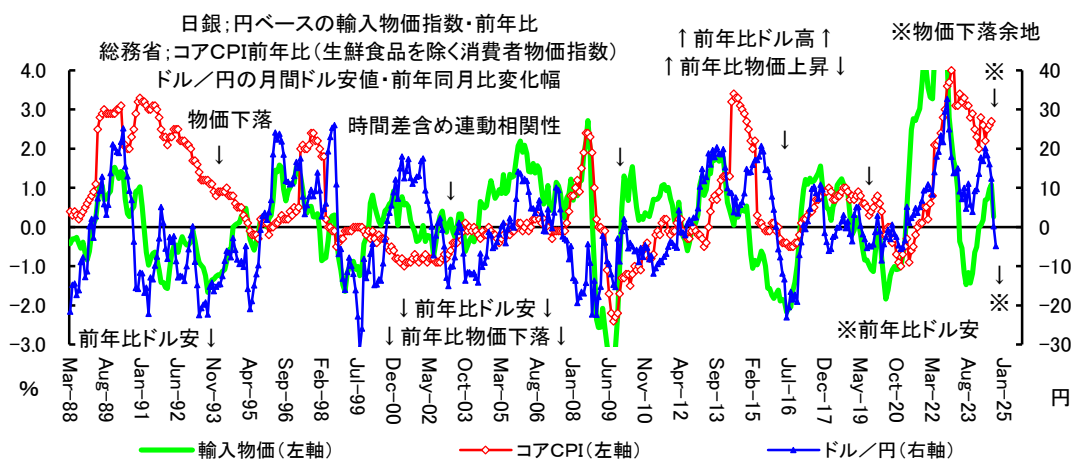
現在と似たようなドル高・円安加速からの反動でいえば、1990年4月に160円超えとなったあと、ドル安・円高が進展。6カ月後となる同年10月には、123円方向までドル安が加速された。しかし、その後はドル反発からレンジ横這い化に移行となり、約1年後にかけて126-141円前後での推移となっている。同期間にコアCPIは、前年比+2%から+3%前後で安定化している。

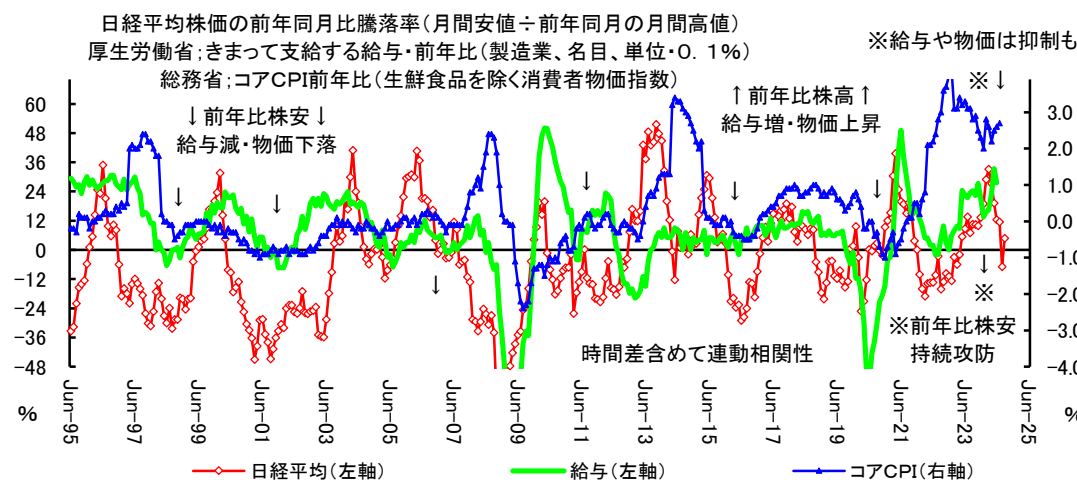
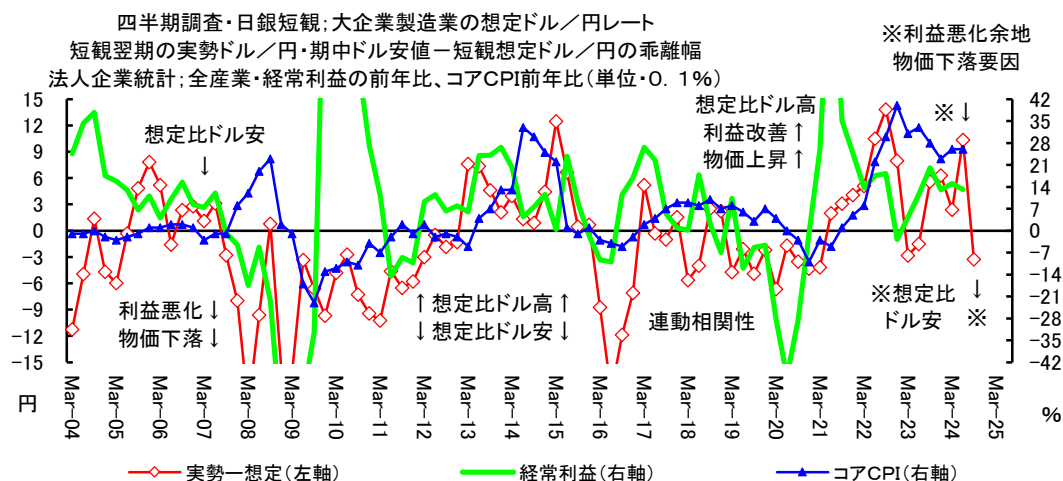
しかし「135円割れ」が本格定着した1992年4月

以降は、物価の下落圧力が漸増となっている。約1年後にかけて、+1.2%方向までデフレ圧力が強まった実績を有している。

前年比株安と裏表の企業収益の悪化、賃上げ抑制、物価下落という波及経路でいえば、コロナ危機前の平時の際、2018年10月から日経平均は前年比株安が約1年後にかけて持続となっていた。同期間に厚生労働省の「きまって支給する給与（製造業、名目）」は、前年比で+1.3%から+0.2%に連動で減少。コアCPIの前年比も、+1.0%から+0.3%へと同時進行で下落となっていた。

こうした組み合わせはデフレ入りする前の1990年代前半や1980年代にも、高確率で観測されている。過去教訓を踏まえても、今後は日銀によるドル安・円高や株安、企業収益の悪化等に対する「政策的な目配りの強化」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。