

門間 一夫の
経済深読み

日銀は円安無視でよいのか

～インフレの分配問題から考える～

みずほリサーチ&テクノロジーズ

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2022年9月26日

今の物価上昇は「逆体温計」

8月の消費者物価（除く生鮮食品）は前年比+2.8%となった。消費税率引き上げ局面を除けば約31年ぶりの物価上昇である。よく「物価は経済の体温計」と言われる。ならば今の日本経済は約31年ぶりの強さなのだろうか。もちろんそうではない。「物価は経済の体温計」とはあくまで物価の一側面であり、現実の物価情勢はもっと複雑である。

「経済の体温計」が物価の第一の側面だとすれば、第二の側面は「輸入コスト」の波及である。今の日本の物価上昇はもっぱらこれである。輸入物価は前年比40%台の大幅上昇が続いている。サプライチェーンの上流で4割以上も物価が上がっているのだから、下流の消費者物価が2%や3%上がっても何の不思議もない。むしろ2~3%程度の上昇で済んでいることの方が不思議であり、改めて日本は消費者物価が上がりにくい国だと思う。

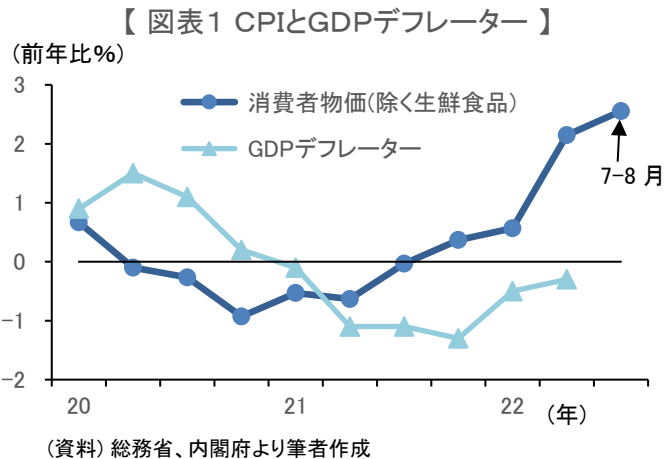
ここで重要なのは、今の輸入コストの上昇は「日本経済の体温を下げている」ということである。輸入コストのうち、とくに上がっているのは原燃料や食料である。これらを輸入に頼る日本では、それらのコストが上がれば海外への支払代金が膨らむ。海外に納める税が高くなったようなものである。実際、それによる日本の所得流出はこの1年半で約20兆円に達しており、これはGDPの4%に迫る規模である。潜在成長率が0%台の国にとってGDPの4%は「重税」であり、日本経済がコロナ前の水準になかなか戻れない一因になっている。

このように「輸入コストの上昇」という大元の現象が、「消費者物価の上昇」をもたらすと同時に「経済を冷やし」てもいる。体温計の数字が上がっているのに実際の体温は下がっているのだから、物価は経済の体温計になっていない。今の日本の物価上昇は、むしろ経済の「逆体温計」と言った方がよい。

「物価の安定は日銀の仕事なのに、なぜ日銀は物価高を抑えてくれないのか」というすれ違いが生まれる理由はここにある。日銀の仕事は、物価のうちあくまで「経済の体温計」に相当する部分を安定させることである。物価の動きから経済が弱いと判断されるなら金融緩和で経済を支え、物価の動きから経済が強すぎると判断されるなら金融引き締めで経済にブレーキをかけるのである。

今の日本では物価と経済がそのような関係になっていない。「逆体温計」の数値を真に受けて金融を引き締めると、ただでさえ弱い経済をさらに弱めることになってしまう。日銀が断固として金融緩和を継続するのはこのためである。ただし、マイナス金利やイールドカーブ・コントロールという具体的な緩和手段が、副作用に比べて十分大きな効果を持つのかどうかはまた別である。

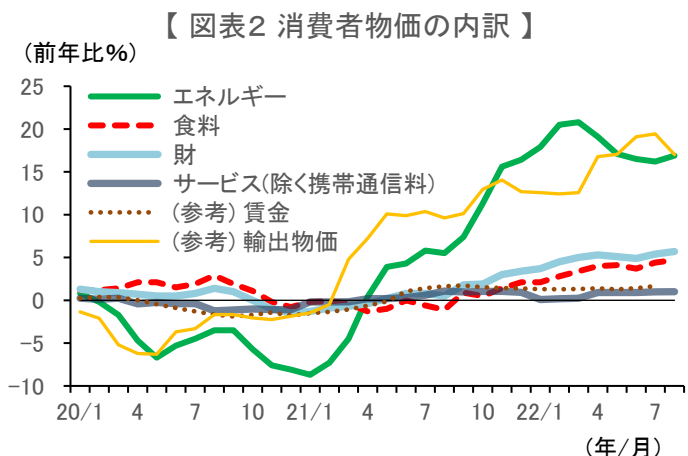
なお、輸入コストの増大は前述のとおり所得の海外流出をもたらすが、これを「交易条件の悪化」と言う。その影響も含んだ物価指標がGDPデフレーターであり、政府が「デフレ脱却宣言」を検討する際に重視するとされる指標である。その最近の動きは消費者物価と乖離しており、交易条件の悪化によって6四半期連続で前年比マイナスとなっている(図表1)。この指標ひとつを見ても、今の消費者物価で経済の体温を測れないことは明白である。



さらに厄介な相対価格の変動

物価の第三の側面は「相対価格の変動」である。通常、マクロ経済学の教科書でインフレが論じられる時、物価全体の動きに焦点が当てられていて、様々な財・サービスの相対的な価格変動は意識されていない。労働の価格である賃金も、物価全体と同じように動くイメージで語られる。しかし、相対価格を脇に置いて見ている限り、今起きている物価上昇の問題点は理解できない。

消費者物価の内訳をみると、エネルギーが15%を超える上昇となっているほか、食料も5%程度上昇している(図表2)。財とサービス(ただし昨年大幅に下落した携帯通信料を除く)に分けると、財の上昇が目立つ一方、サービスは低位で安定している。賃金もほとんど上がっておらず、サービス価格の動きはそれに似ている。



こうしてみると、今起きているのは教科書的なインフレというより、「相対価格の大変動」である。教科書的なインフレは「経済の体温計」としてのインフレなので、処方箋は金融引き締めには尽きる。そこでは所得分配上の問題は最初から意識されていないので、それに関

する政策論はない。

ところが、現実には今見たような相対価格の大変動が起きており、それには無視しえない所得分配上の問題が伴う。エネルギーや食料の価格が大幅に上昇し、一方で賃金はほとんど上がっていないのだから、家計とりわけ低所得層にしわが寄る。物価上昇による2022年度の家計負担の増加を試算すると、年収1000万円以上の世帯では年収の0.8%だが、年収400～500万円の世帯では1.7%、年収300万円未満の世帯では2.7%にもなってしまう¹。

所得に対する負担の割合が低所得層ほど大きくなる理由は二つある。第一に、一般に低所得層の方が所得に占める消費の割合（消費性向）が高い。第二に、今の物価上昇は光熱費や食費などに偏っており、こうした生活必需品が消費全体に占める割合は低所得層ほど大きい。

さらに、低所得層の収入対比1%は高所得層のそれよりも意味が重い。だからこそ所得税も、高所得層ほど「税率」を高くすること（累進課税）が社会的に公正だとされる。その点も踏まえると、今の物価高が暮らしに与える実質的な悪影響は、先ほどの試算が示す以上に低所得層に偏っている。教科書では意識されていない「分配問題」こそ、今の物価高を巡る最重要論点と言ってもよい。

分配問題が重要という話になると、円安もここに絡んでくる。最近の輸入物価の上昇は、その半分程度が円安によるものである。輸入物価に対する円安の影響は年初には4分の1程度だったが、その後の円安進行で影響度が増した。円安が問題なのは交易条件を悪化させるからではない。交易条件は基本的にドルベースの輸出入価格で決まり、円安がいくら進行してもその影響は小さい。だから日本全体でみれば、円安がプラスかマイナスかは微妙である。

円安の問題はそこではなく、日本の中で「勝ち組」と「負け組」の差が広がる点にある。先ほどの図表2をもう一度見ると、輸出物価も円安により2割近く上昇している。輸出企業は「相対価格大変動」の勝ち組であり、実際にその決算は良好である。一方で、エネルギーや食料の国内価格は円安により余分に上がっているの、ただでさえ苦しい低所得の家計はますます苦しくなる。この分配問題の深刻さに比べれば、円安が全体として「良い」か「悪い」かは、副次的な論点である。

政府の物価対策は当然だが円安はどうする？

「モノの値段ばかりが上がって賃金が上がらない」という現象も、広い意味での相対価格問題であり、労働者はその「負け組」という整理になる。だからこそ、儲かっている「勝ち組」の企業はもっと賃金を上げるべき、という声が挙がる。

しかし、本当に「勝ち組」と言える企業は数で言えば少数派であり、内需型の中小企業を中心に、企業自身もその多くはコスト増に苦しむ「負け組」である。先述の通り日本は海外に重税を払っている状況なので、日本の企業全体でみれば賃上げの余力は乏しい。

結局、分配問題には政府の対応が不可欠となる。その意味で、①補助金で燃料や小麦の価格を抑

¹ 政府の物価対策を織り込んだ試算。詳しくは酒井才介・南陸斗「政府は物価高対策を策定も円安が懸念材料 ～燃料油価格等を抑制しても、2022年度家計負担は約8万円増～」Mizuho RT EXPRESS、2022年9月12日。

える、②低所得層に給付金を与える、という政府の物価対策は方向として理に適っている。あとは財政支援の規模や範囲の問題であり、そこは政治的な判断に委ねられる。

こうした物価対策により財政赤字は膨らむ。それが心配なら、余裕のある企業や個人に課税して対策の原資に充てるべきである。そういう正攻法の再分配を行うリーダーシップも行政インフラも乏しいなら、国債の増発はやむをえない。幸か不幸か「経済の体温計」としての物価は上がっていないので、財政赤字の拡大で過度なインフレが起きる心配はない。その点では、財政支援によるインフレの悪化が懸念され市場も大荒れの英国に比べ、日本はまだ恵まれている。

それはそれでよいのだが、円安そのものをどうすべきか、という難しい論点が残っている。政府は9月22日に24年ぶりの円買い介入に踏み切ったが、その効果の持続性はわからない。市場はストーリーで動くものなので、「日米金利差」に市場の関心がある以上、日銀の姿勢がやはり重要なのだと考えられる²。

現行制度の筋論で言えば為替は財務省の専管事項であり、日銀はそこには直接関与せず持続的な2%インフレのみを目指す。そういうミッションの切り分けなら、日銀の今の政策には非の打ち所がない。その立場の日銀にとって円安は「望ましい」ものですらある。現在は「経済の体温計」としての物価は上がっていないので、景気を支えるという意味でも金融緩和の継続が正しい。しかし、まさにそういう金融政策の「正しさ」こそが、問題を複雑にしている。分配問題が大きくなっている時に、今の建付けでは日銀はそこへ配慮すらできない。

「持続的な2%インフレにはこだわらず、景気は財政がしっかり支え、金融政策は為替変動にも配慮する」などというふうに政府・日銀の役割分担を改めない限り、良い答えは出てこないだろう。国民のために金融政策はそもそも何を指すべきなのか、非常に考えさせられる局面である³。

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。

² 武内浩二・上村末緒「円安急進で政府・日銀は動くのか? ～為替介入の効果を高めるには日銀も同時に動くべき～」Mizuho RT EXPRESS、2022年9月22日。

³ 門間一夫の経済深読み「日銀の責務は「物価の安定」でよいのか」2022年7月27日も参照。