



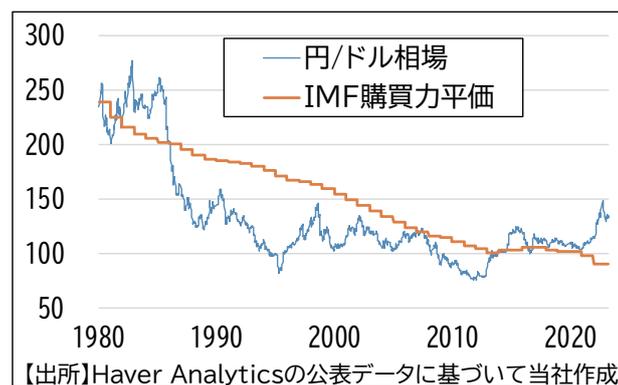
ノルムの転換で日本は中長期的にインフレが高まる可能性が高い

運用戦略部 チーフ・エコノミスト／チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

最近、物価と賃金がどう決まるかについて、日銀筋からよく「ノルム」という言葉で説明がなされる。5月に公開された3月の金融政策決定会合の議事録では、「昨年来の海外発の大幅な価格ショックが、物価に対するノルムを転換させる可能性があり、コストプッシュ圧力の減衰後も企業の前向きな価格・賃金設定行動が続き、想定よりも高い物価上昇が持続することも考えられる」、「足もとの物価高を受けて緩和の見直しを求める意見も聞かれるが、物価に関するノルムの転換という積年の課題の解決の重要性を踏まえると、政策転換が遅れるリスクよりも、拙速な政策転換によって目標達成の機会を逃すリスクの方を重視すべきである」とある。これらノルムに関する見解は、4月以降の植田新体制にも引き継がれていると考えられる。それが故に植田総裁は、物価と賃金の好循環の実現には、今年ではなく来年の春闘が重要という見解を示した。

ノルムとは、これが当然とされる社会規範だ。日銀から発信されるノルムに関する見解は、緩やかなデフレと賃下げが当たり前とされてきたが、これがインフレと賃上げを当然とするものにも変わる可能性があることを示している。学術的な観点では、横並び意識が強く空気を読まなければならない日本では、金融政策の効果は個々人の期待が制度としてのノルムに移り移って初めて発揮される。これは日本独自の伝達経路ともいえる。では、何が決定要因になってインフレかデフレかのノルムが形成されるのか、図の円相場の歴史を参照しつつ振り返って紐解いてみよう。

バブル崩壊以降の日本では、長く緩やかなデフレと賃下げが続いた。長く続いたことで、これで当然なノルムとして定着した。このノルムが定着した前提は円高だった。プラザ合意以降の日本では、急激な円高により、日本の物価が著しく割高な内外価格差が生じた。こうなると海外から安いものが流入する。日本人も安さを求めて海外に出て行った。金融市場での裁定取引と同じことが、一物一価に近づくように財・サービス市場でも起こったのだ。こうして流行語ともなった価格破壊が発生してデフレが定着した。売上が減少した企業は生き残りをかけて賃下げを実施した。ただ円高自体は、2012年に第二次安倍政権が誕生して日銀が黒田体制となり、異次元の金融緩和を実施して以降は、円安へと転換した。この流れは今も続いており、足元の約133円という円相場の水準は、IMFの購買力平価 90.70



円と比較して約50%もの円安だ。これほどの円安なら、本来なら日本の物価が安いという逆の内外価格差から、一物一価の方向に向けて、日本でインフレと賃上げが起きても不思議はない。それを阻むのがデフレと賃下げの時代に定着したノルムなのだ。日銀は、そもそも物価も賃金も上がらないものだ、というノルムが変化し切るのを待つスタンスなのだと見込まれる。一旦ノルムが変化すれば、少なくとも日本の物価や賃金が購買力平価と比べて割安という内外価格差がある間は、物価と賃金の好循環が実現する可能性が高いと見込まれる。

デフレからインフレへ転換すれば、デフレの時代の常識は変わる。もっと言えば、長期金利の上昇、これを受けた株式相場と債券相場の相関の変化、日本株への外国人投資家の評価、などは既に変わり始めている。どの程度のインフレ率と賃上げ率(正確には単位労働コスト上昇率)が新しいノルムになるかを見定め、投資の意思決定において、インフレの時代への常識の変化を先取りするのが得策だろう。(脱稿 2023年5月9日) 以上

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします最新の「投資信託説明書(交付目録見書)」および一体としてお渡しする「目録見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。