



# インフレは日本経済再生の救世主

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

《 本稿は、毎日新聞出版『週刊エコノミスト』2023年9月25日号への寄稿を加筆訂正したものです。 》

## (1)インフレは家計に損失、企業に利益をもたらした

長く日本の物価はゼロあるいはデフレだった。あまりに長かったので、インフレで金利が付く世界がどのようなものなのか、想像が及びにくい面があった。だがインフレが始まって約2年が経過して様々なことが分かり始めた。結論的に言うと、インフレで金利が付く世界でも、実質金利がマイナスであれば、日本経済の再生が劇的に進む可能性がある。

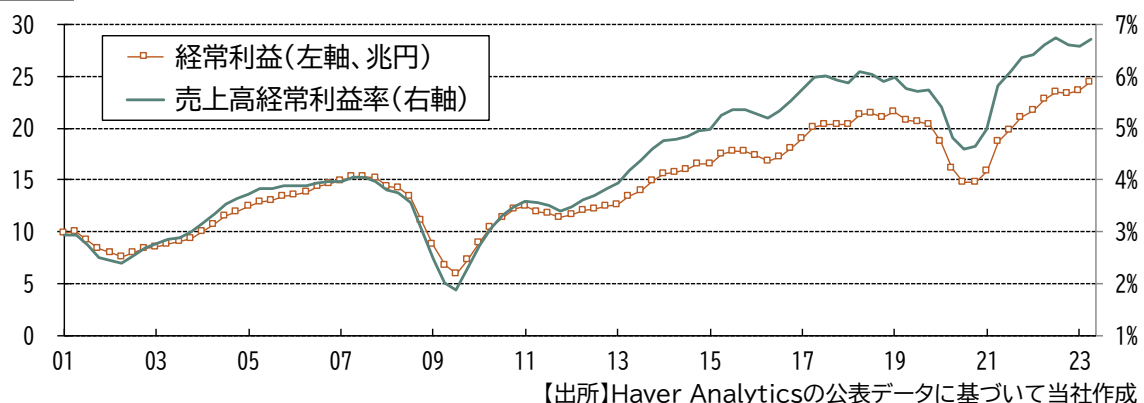
最初に、インフレは目に見えない損失と利得をもたらしたことを取り上げよう。

インフレは家計部門に損失をもたらした。家計は巨額の貯蓄を預金の形で持っている。インフレでモノの値段が上がっても、預金金利は無視しうる程の微々たる上昇にとどまった。結果的に預金の購買力は低下した。この購買力の低下は、あたかも税金を取られたかのように感じられるため「インフレ税」と呼ばれる。家計部門は「インフレ税」により実体として目に見えない損失を被っているのだ。

他方、企業部門はインフレで利得を得た。一般的に企業には借入金がある。これを原資として設備投資や在庫投資を行う。インフレが発生すると企業が保有する設備や在庫の時価はインフレ分だけ増加する。一方、借入金金利は、預金金利と同様に微々たる上昇にとどまった。結果的に企業部門には「インフレ利得」が生じた。この利得は大きなものではない。しかし、狂乱物価とも呼ばれ2桁のインフレが続いた1970年代には、「幽霊利益」と呼ばれた巨額の利得が発生した。

マスメディアでは、仕入れ値の上昇に加え、電気代や人件費などのコスト上昇を売り値に転嫁できない、苦しい企業経営の実情が取り上げられることが多い。確かにそういう事例は多数存在する。しかし、日本全体で見ると、最近の企業収益は過去最高水準で、売上高経常利益率も今世紀に入って最高水準だ(図表1)。

図表1 企業収益指標(全産業、全規模、四半期移動平均)



※当資料の使用に際し、最終ページの<当資料に関するご留意事項>を必ずご覧ください。

米国では値上げに成功して企業収益を増加させる企業経営者は賞賛される。しかし、日本では値上げに成功して史上最高の利益を出したことを公言すれば、便乗値上げとして批判されるリスクが高い。インフレで企業経営が苦しいという説明の中には、日本人的な謙遜の美德も含まれていると理解すべきだろう。ただ、業種や企業規模にもよるが、値上げの巧拙で明暗が分かれた面はある。

## (2)カギはマイナスの実質金利

家計部門で「インフレ税」、企業部門で「インフレ利得」が発生するには条件がある。インフレ率と比較して、預金金利と借入金利の上昇幅が低い、つまり実質金利がマイナスであることだ。

もし逆にインフレ率と比較して預金金利や借入金利の上昇幅が高い、つまり、実質金利がプラスなら事情は大きく異なる。家計部門の「インフレ税」は「インフレ利得」に、企業部門の「インフレ利得」は「インフレ損失」になる。

実は実質金利がプラスであるがための、家計にとってのインフレ利得、企業にとってのインフレ損失は、長く続いたデフレの時代には恒常的に発生していた。例えば、ある時点で100万円あれば100万円のモノが買える。ここで2%のデフレが発生したとしよう。100万円のモノは平均的にみて1年後に98万円になる。しかし、預金金利は低くてもプラスなので預金はほぼ100万円のままだ。ここだけみると、デフレは家計に利得をもたらすので、良いことのように見えるかもしれない。

しかし、実際は違う。デフレの時代には、待っていれば物価は下がるので、消費者は消費を先延ばしすることが一般化した。企業にとって時間の経過と共に販売価格が低下することは、投資収益率の悪化を意味した。こうしてデフレの時代には消費も投資も先延ばしすることが一般化した。要するに、デフレは経済を縮小均衡に導くのである。

コロナ禍以降のインフレ局面では、日銀は大規模な金融緩和をほぼ維持した。その結果、実質金利はプラスから大幅なマイナスに転換した。この転換が日本経済を縮小均衡から拡大均衡に向かう触媒の役割を果たすと考えられる。

## (3)今後の日銀の政策スタンス

日銀は金融政策の正常化に向けて動き始めた。7月にはイールドカーブコントロール政策で10年国債金利の変動の許容幅を目途に変更し、より柔軟に運営する方針が示された。

問題はどこまで金利が上がるかである。日本経済は、総需要が総供給より少ないデフレギャップの状態にある。IMFによると日本の自然利子率はゼロ近傍あるいはマイナスである。日本経済を拡大均衡に導くのはインフレ率が金利水準より大幅に高いマイナスの実質金利である。

日銀による政策スタンスの変更が微修正にとどまる限り、大幅なマイナスの実質金利が維持されることに変わりはないと見込まれる。

※当資料の使用に際し、最終ページの＜当資料に関するご留意事項＞を必ずご覧ください。

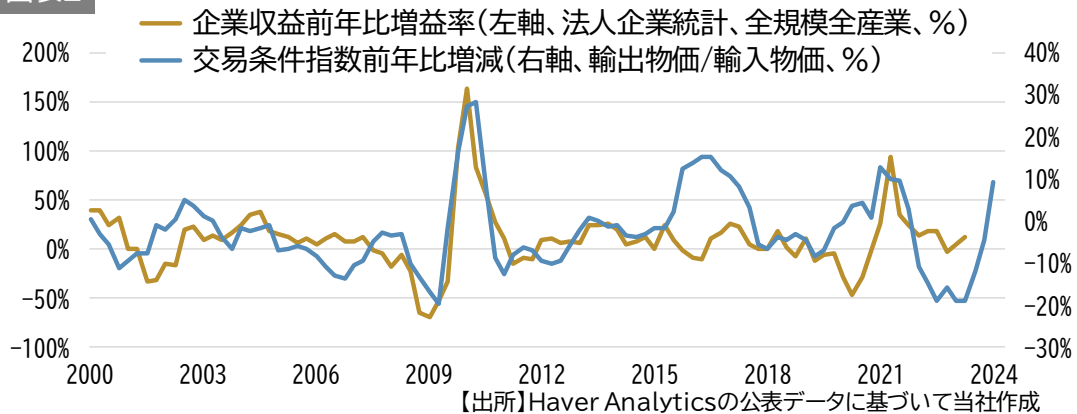
#### (4) 交易条件はまもなくプラス転換へ

インフレが国全体にどのような損益をもたらすかは交易条件で計算できる。交易条件指数は輸出物価を輸入物価で除して計算し、上昇すれば有利、下落すれば不利だ。交易条件指数の意味は直観的に分かり易い。単純に、輸入するものの価格が下がれば有利、輸出するものの価格が下がれば不利、ということだ。

交易条件指数と企業収益は前年比増減が強く連動する(図表2)。近年の日本の交易条件は非常に不利だった。輸入するエネルギーや穀物の価格が、ロシアによるウクライナ侵攻やコロナ禍のサプライチェーンの混乱で急騰したからだ。しかし、最近はかなり落ち着いた。昨年のピーク時には1バレルあたり140ドルを超えた原油価格が、足元では約80ドルで推移している。穀物価格や銅価格もかなり下落した。主にこれら輸入物価の下落により2022年9月を底に交易条件指数は改善し始めた。企業収益への影響は3四半期のラグがあるが、プラス転換が目前まで来ている。これもインフレ利得と合わせ、今後の企業収益を持ち上げる要因になるだろう。

インフレで実質金利が大幅なマイナスに転換したことは、日本にとって幸運であった。企業部門で生じた「インフレ利得」は設備投資など経済の拡大均衡に向けた軍資金を用意した。日本経済の構造的な再生に向けた胎動が始まったと見て良いのではないか。

図表2



以上

#### <当資料に関するご留意事項>

■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ます最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補充書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。