

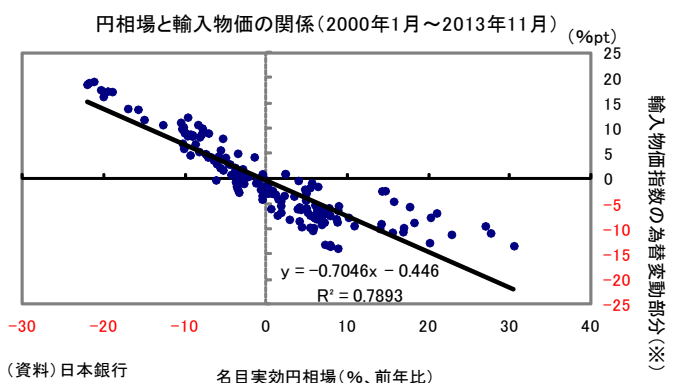
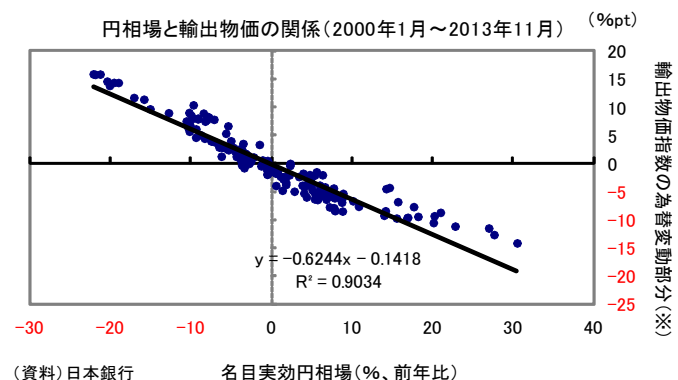
みずほマーケット・トピック(2014年1月16日)

燃料だけではない「円安→輸入インフレ」の実態

円安による輸入価格押し上げと言え、鉱物性燃料がクローズアップされ易いが、近年ではその他の財でも円安の影響が無視できないものになりつつある。鉱工業生産統計を見ると、全ての財で輸入浸透度(国内出荷に占める輸入品の比率)が上昇していることが分かる。例えば、昨年5月には、米国製タブレット(多機能携帯端末)が円安を理由に販売価格を大幅に引き上げたことが話題になったが、こうした品目を含む情報通信機械工業の輸入浸透度は2000年初頭に比べ4倍弱に跳ね上がっている。こうした環境変化は金融政策にとっても重要である。幅広い財に円安の影響が及んでくるとすれば、結局、日銀の「物価安定目標」は「為替安定目標」とも読み替えられ、一段と通貨政策の色合いが濃くならざるを得ない。肝心なことは、そうしたパススルー率(為替変動が国内価格に与える変化率)の上昇は、円安に追随する賃上げの必要性が高まっているということも意味していることだろう。さもなくば、円安は実質所得の切り下げに繋がるだけである。

～円相場と輸出入物価の関係～

今週14日(火)に公表された本邦11月国際収支統計では経常収支が▲5928億円と単月としては過去最大の赤字を記録した。これを受けて甘利経済再生相は「貿易立国の原点が若干揺らいでおり、これからも注意が必要だ」、「深刻に受け止めて根本原因解消に取り組む」と述べているが、本欄では2012年末からこのような可能性は常に述べてきた。元より、円安が貿易収支を改善するというのは過去の関係から疑義のある話である。右図に示されるように、2000年1月～2013年11月の約14年に関し、円相場と輸出入物価の関係を見ると、円安が1%ポイント進んだ場合、輸出物価指数は0.6244%ポイント、輸入物価指数は0.7046%ポイント、各々上昇する傾向があった。要するに、価格効果だけに着目すれば、円安は収支を悪化させるように作用する。原子力発電所が全基停止に追い込まれている状況を踏まえれば、円安が輸出価格よりも輸入価格を大きく押し上げて、(輸出数量が伸



※輸出入物価の前年比変化率に関し、「円ベース」の数字から「契約通貨ベース」の数字を控除したものを「為替変動部分」と見なしている。

びないのだとすれば)その結果、赤字拡大に繋がってしまうであろうことは安倍政権発足当初から読めていた展開である。

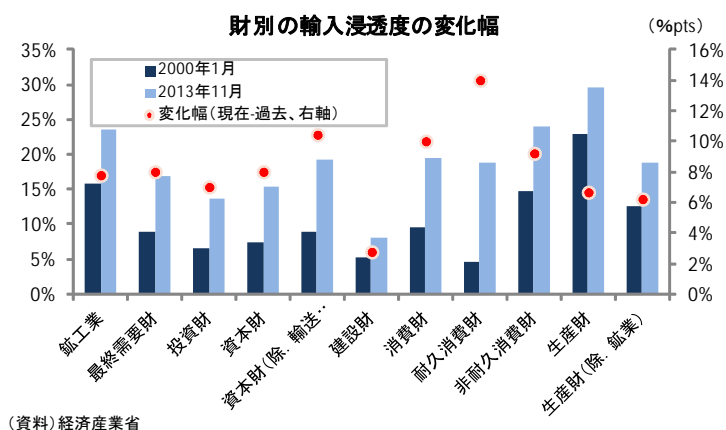
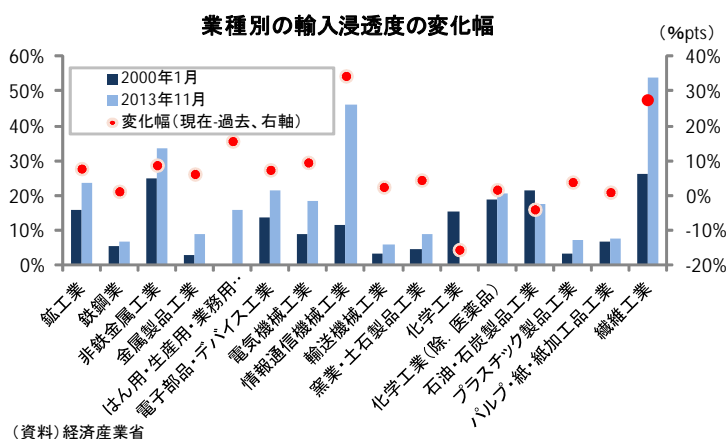
～輸入インフレは燃料だけではない～

なお、円安による輸入価格押し上げは原油や液化天然ガス(LNG)といった鉱物性燃料がクローズアップされ易いが、近年ではその他の財でも円安の影響が無視できないものになりつつある。鉱工業生産統計を見る限り、これまでは国産品で供給されていた業種・財でも輸入品が浸透するような傾向は強まっている。

右図は業種別ないし財別について輸入浸透度を算出したものである。輸入浸透度とは国内出荷(国内生産-輸出+輸入)に占める輸入の比率である¹。財別(図・下)を見れば一目瞭然だが、2000年1月と最新2013年1月の2時点と比較すると、全ての財で輸入浸透度が上昇していることが分かる。要するに、全ての財で輸入品に頼る割合が上昇しているという実態がある。

例えば、耐久消費財が5%から19%へ約4倍に跳ね上がっていることが目につく²。耐久消費財は業種別(図・上)で言えば、電気機械工業や情報通信機械工業そして輸送機械工業などの影響を強く受ける財項目である。それらの業種の輸入浸透度は表に示されるように情報通信機械工業で12%から46%へ4倍弱、電機機械工業で9%から19%へ倍以上に上昇していることが分

かる。情報通信機械工業は通信機械(携帯電話や固定電話等)、民生用電子機械(薄型テレビ、ビデオ、デジタルカメラ等)そして電子計算機(タブレット型を含むパソコン機器全般)などを含む項目であり、海外製のスマートフォン(携帯電話)やタブレット(多機能携帯端末)が広く普及している現状を踏まえれば、輸入浸透度の急上昇は理解が容易ではないかと思われる。また、電機機械工業は民生用電気機械などを含む業種で冷蔵庫や洗濯機そしてエアコンなどであり、いわゆる典型的な耐久消費財だが、海外生産拠点からの逆輸入増加などが手伝って、輸入品の存在感が増していると考えられる。



¹ (各財・業種の輸入ウェイト×各財・業種の輸入供給指数) ÷ (各財・業種の総供給ウェイト×各財・業種の総供給指数) で算出している。

² なお、耐久消費財と非耐久消費財は消費財の内数、資本財と建設材は投資財の内数となっており、消費財と投資財は最終需要財の内数である。詳しくは生産指数及び生産者出荷指数の採用品目表をご参照下さい。

～パススルー上昇で為替色が強まる物価～

これまで「円安で身の回りの財が値上がりする」と言うと、ガソリン代や食料品など、商品市況色の強い財に限られていた(それ以外では価格の需要弾力性が低い海外ブランド品)。だが、鉱工業生産統計を用いて上で見てきたように、我々の身の回りでは、その供給を国産ではなく輸入に依存する財が増えているのが実態である。それは過去に比べて円安の影響を受け易い供給構造に変化しつつあることも意味している。例えば、米国製タブレットなどは昨年5月、円安を理由に販売価格を大幅に引き上げており、買い控えを考える向きもあったかもしれない。円安で身の回りの電化製品が値上げされ、消費行動に影響するような事態は過去には考えられなかった。

こうした環境変化は金融政策にとっても重要である。身の回りの幅広い財に円安の影響が及んでくるとすれば、結局、日銀の「物価安定目標」は「為替安定目標」とも読み替えられるようになる。事実、量的・質的緩和(QQE)の最大の収穫は貸出の増加でも設備投資の増加でもなく、円安(とそれに付随する株高)だった。そして、その円安を以て消費者物価指数(CPI)は上昇した。要するに、従前よりもパススルー率(為替変動が輸出入価格を通して国内価格に与える変化率)が上昇していることを踏まえると、金融政策は物価をコントロールするために、否応なしに為替のコントロールも求められるようになる。それは金融政策が通貨政策に接近しているとも言える。現状、こうした論点がどの程度、日銀の政策運営において意識されているかは定かではないが、「物価における為替色」は明らかに強くなっていると考えた方が良いでしょう。

肝心なことは、過去に比べてパススルー率が高くなっているということは、円安に追随するための賃上げの必要性も、これまで以上に強くなっているということである。そうでなければ円安は物価上昇、ひいては実質所得の切り下げを生むだけである。そう考えてみても、アベノミクスやQQEの鍵は賃金であることが明白であり、それが最も難易度が高い政策課題である。

以 上

国際為替部
マーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見通し～不安な内需主導シナリオ～
2013年11月5日	ECB理事会プレビュー～11月は現状維持も論点は多数～
2013年11月1日	日銀金融政策決定会合を終えて～市場出身審議員による警鐘は重要～
2013年10月30日	ノボトニー発言の読み方などについて
2013年10月29日	2014年、ユーロ圏銀行同盟の一里塚に絡む不安
2013年10月28日	低下する円相場のボラティリティとユーロ/ドルの警戒サイン
2013年10月25日	週末版(ユーロ圏固有のユーロ買い要因を考える～過剰流動性減少やドイツ市場の活況～)
2013年10月22日	Jカーブ効果を諦める時なのか？
2013年10月21日	勢いづく「敵失のユーロ高」の行方
2013年10月18日	外貨準備の民間委託報道などについて～「外貨準備の増加」は良いことか、悪いことか～
2013年10月11日	『2013年秋季IMF国際金融安定性報告書』について～分散化(fragmentation)の計量分析など～
2013年10月9日	2013年秋季IMF世界経済見通しについて
2013年10月8日	「火遊び」によるドル売りは買い場か
2013年10月7日	「2年で2%」の旗の降ろし方～日銀会合を終えて～
2013年10月4日	週末版(2大ドル売り材料を受けた為替相場の現状～ユーロは長期平均からも上離れへ～)
2013年10月3日	ECB理事会を終えて～芽生えるユーロ相場への高値警戒～
2013年10月2日	ECB理事会プレビュー～少なくともも期待するLTROアナウンス～
2013年10月1日	日銀短観(9月調査)～業況改善の裏で気掛かりなコスト環境～
2013年9月27日	週末版(対内証券投資を引き戻すカードはあるか～「期待に働きかける」局面を超えて～)
2013年9月26日	家計部門の外貨運用の現状と展望について
2013年9月24日	「決められないオバマ」はドル売り要因か？
2013年9月20日	週末版(13年6月末時点の本邦家計資産の状況～増加した内貨性リスク資産、減少した外貨性資産～)
2013年9月19日	FOMC(9月17～18日開催分)を終えて～4つの論点で考える～
2013年9月18日	欧米の証券投資動向と為替相場の関係などについて
2013年9月17日	次期FRB議長人事を巡る動向について
2013年9月13日	週末版(「懐かし」のパターン)を警戒するユーロ相場～俄かに高まる南欧債利回り～)
2013年9月11日	何故ドル相場の上値は重いのか？～4つの理由で考える～
2013年9月10日	日米金利差とドル/円相場について～2年「1%ポイント」が鍵～
2013年9月9日	五輪開催決定、雇用統計、そしてFOMCの読み方
2013年9月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「次の一手」は意外に近いか～)
2013年9月5日	米貿易収支について～ドル買い相場の援軍に～
2013年9月4日	ECB理事会プレビュー～慢心なく現状維持へ～
2013年9月3日	9月末に注目する配当金と円相場の関係～ドル/円の重石？～
2013年9月2日	taperingの煽りを食らうのはユーロ？
2013年8月30日	週末版
2013年8月29日	対内・対外証券投資動向が示すドル/円の底堅い理由
2013年8月28日	「有事のドル買い」に至らない理由などについて
2013年8月26日	米7月新築住宅販売件数の急落などについて
2013年8月23日	週末版(次に売られそう新興国通貨は…～東欧通貨は乗り切れるのか～)
2013年8月22日	FOMC議事要旨(7月30～31日開催分)について
2013年8月21日	豪ドル相場の水準感について
2013年8月20日	新興国通貨の急落について～ラジャンでも手詰まり感拭えず～
2013年8月19日	本邦7月貿易収支について～遂に数量指数が増加へ～
2013年8月16日	週末版(ユーロ圏経済はテイクオフ(離陸)し始めたのか？～「今がピーク」のリスクも～)
2013年8月14日	米7月小売売上高や米家計部門のB/S調整の進捗について
2013年8月13日	法人税減税とデフレギャップに求められる「新たな縮小余地」
2013年8月12日	本邦4～6月期GDPを受けて～3つの点からレビュー～
2013年8月9日	週末版(ECBバランスシートの縮小について～4つ目のユーロ買い要因？～)
2013年8月8日	2013年上半期国際収支を受けて～基礎収支の劣化は鮮明～
2013年8月7日	実質ドル/円相場から考察する水準感
2013年8月6日	消費増税を巡る円相場の反応:3つのシナリオ
2013年8月5日	米7月雇用統計について～気掛かりな賃金の減少～
2013年8月2日	週末版(ECB理事会を終えて～フォワードガイダンスを巡る「理解の溝」も～)
2013年8月1日	FOMC声明文及び米4～6月期GDPの読み方
2013年7月30日	ECB理事会プレビュー～現状維持も気になる論点は複数あり～
2013年7月29日	「名目ドル高・実質ドル安」の「ねじれ」が強まるドル相場