

みずほマーケット・トピック(2014 年 4 月 3 日)

物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ

企業の想定為替レートと実勢相場の乖離が大きくなるほど企業の物価見通しも影響を受けられるが、両者の乖離は徐々に、しかし確実に狭まっている。円安が企業の想定並みに収まる以上、日銀の目指すフィリップス曲線のシフトアップは非常に難しいだろう。2013 年ほどの超円安が期待できないことを踏まえれば、いよいよ物価上昇のステージは販売価格や賃金に入ってきたと考えるべき。しかし、物価変動を加味した実質賃金指数は実に 1990 年代前半並みの水準にあって、企業が販売価格の引き上げに踏み切れる前提条件はまだ整っていない。仕入価格が高止まりしていることを考えると、順当な販売価格上昇が実現しなければ、スタグフレーションのリスクも。賃金と物価のバランスを巧く調整した政策運営に期待したい。

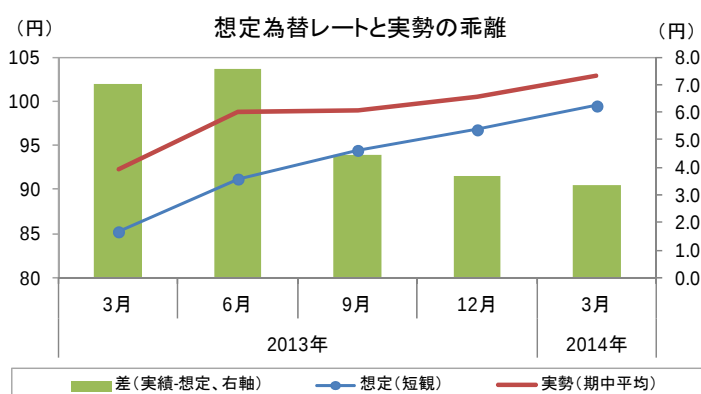
～1 月 23 日以来の 104 円台～

昨日の為替相場はドル/円続伸の展開で、本日東京時間午前には 1 月 23 日以来の 104 円台をつけている。米 3 月 ADP 雇用統計が前月比 19.1 万人増と市場予想(同 19.5 万人増)には僅かに届かなかったものの、2 月分が同 13.9 万人増から同 17.8 万人増へと上方修正されており、市場では好感されている。1 日(火)に公表された 3 月 ISM 製造業景気指数の良好な結果も踏まえ、明日の米 3 月雇用統計は 4 か月ぶりに 20 万人増の大台に乗せるとの見方が支配的になりつつある。

～想定為替レート vs. 実勢為替レート～

なお、昨日の円安相場は東京時間午前に初公表された日銀短観(3 月調査)における企業の物価見通しも影響しているとの指摘が見受けられる。消費増税などの影響を除去した企業(全規模・全産業)の物価見通しは 1 年後で 1.50%、3 年後で 1.70%、5 年後も 1.70%となっている。これをもって「2 年で 2%どころか、5 年で 2%もいかない」という発想から追加緩和を期待する向きがあるようだが、この企業の見通しは日銀予想よりも弱いものの、民間エコノミスト予想よりも強く、追加緩和に至る材料としては迫力不足だろう。民間エコノミストの肌感覚に照らせば、2015 年時点で 1.5%が達成されていればちょっとしたサプライズであり、敢えて「失策の証明」である追加緩和に手をつける必要はない。今回の結果は日銀にとって現状維持の支援材料と考えられる。

それでも敢えて、企業の物価予想が日銀の望むほど伸びていない背景を指摘するとすれば、少なからず円の先安



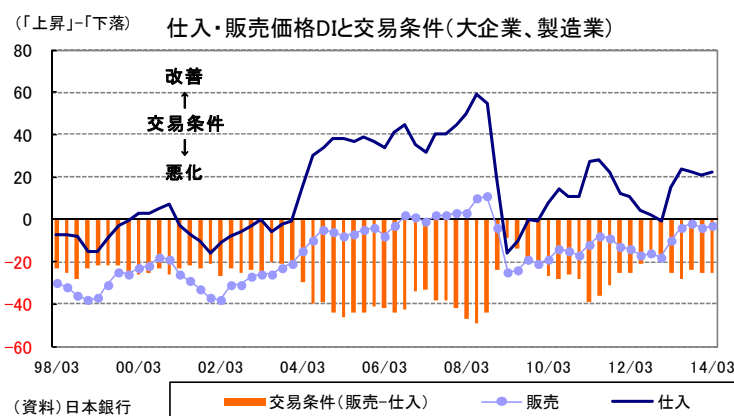
感が後退していることが指摘できるかもしれない。今更議論するまでもなく、2013 年以降の消費者物価指数(CPI)の急伸は円安による輸入物価上昇を受けたものであり、昨今の本邦における輸入浸透度上昇を踏まえれば¹、「円安なくして物価上昇なし」は鉄則である。この点、企業の想定為替レートと実勢相場の乖離が大きくなるほど企業の物価見通しも影響を受けられるが、前頁図に示されるように、両者の乖離は徐々に、しかし確実に狭まっている。日銀の目指すフィリップス曲線のシフトアップは「予想だにしない物価上昇の世界」が到来することでしか実現し得ないはずで、この点、企業の想定を飛び越えて急落した 2013 年の円相場は確かに期待インフレを持ち上げたのかもしれない(2013 年分の企業の物価見通しデータは存在しないので確認できないが)。

想定為替レートが実勢相場に接近していることの意味は輸出企業の収益上振れ余地が縮小していることから株価にとってはマイナスという論点だけでなく、そもそも円安をテコにしたリフレ政策を敢行中である以上、期待インフレ率の重石にもなるという論点は重要である。現状、大企業・製造業の 2014 年度想定為替レートは 99.48 円と 5 年ぶりの円安水準に寄せ、業種別に見ても軒並み 99～100 円の想定レートが目立つ結果となっている。全体として、「100 円割れはもう無い」というのが本邦事業法人に固まりつつある相場観と見受けられる。

～消費増税後に注目される販売価格 DI の動き～

『中期為替相場見通し』などでも示しているように、ドル/円相場の基本シナリオは「放って置けば円安」と考えられるが、年間 19 円弱(105.415 円-86.720 円)の超円安を記録した 2013 年に比べれば、2014 年から 2015 年にかけての値動きは穏当なものに留まる公算が大きい。だとすると、企業の抱く物価感とはりあえず今回の調査で示された水準から上離れしていく可能性は低いだろう。これから試されるのは足許までに強まった企業のインフレ期待がいよいよ実体経済に浸透していくのか、である。これは具体的には販売価格と賃金にどれだけ浸透していけるのか、という議論でもある。

企業において販売価格を引き上げるを得ないような状況が強まっているのは確かである。図は大企業・製造業に関し、仕入価格判断 DI、販売価格 DI、そしてその乖離である交易条件(販売-仕入)の推移を見たものである。アベノミクスが取り沙汰されてからの販売価格 DI は目覚ましく上昇してきたが、昨年 6 月調査以降は横這いに留まっている。片や、仕入価格 DI も昨年 6 月調査以降は横這いだが、当初の上昇幅が販売価格 DI よりも大きかったこともあり、恐らく企業からすれば高止まりしている、というのが本音と推測される。こうした結果を反映して、交易条件は 2013 年以降、概ね横這いになっているが、消費増税の駆け込み需要を背景に強気の価格設定をし易い環境を踏まえても横這いだったという認識は必要だろう。消費税が導入された後も、仕入価格の高止まり状況に合わせて販売価格を相応の水準に維持できるのかが注目であり、この点、6 月調査にお

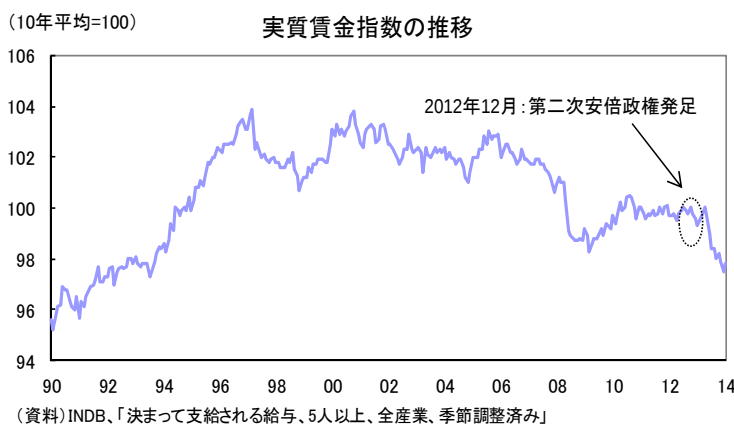


¹ 本欄 2014 年 1 月 16 日号『燃料だけではない「円安→輸入インフレ」の実態』をご参照下さい。

る交易条件の変化は今後の物価動向を占ううえで重要になってくる。

～実質賃金は 90 年代前半並みの低水準～

企業の販売価格引き上げを可能にするのは言うまでもなく、雇用・賃金環境の改善である。雇用に関しては、今回の短観の雇用判断 DI でも示されるように、大企業・中小企業、製造業・非製造業の別を問わず、人員不足のムードが強まっている。こうした計数と平仄が合うように、最近では飲食業界や建設業界で働くアルバイトやパートの賃金が上昇しているというニュースを頻繁に



目にするようになった。だが、肝心の物価変動を加味した実質賃金が底打ちする兆しは全く見えておらず、実質賃金指数(決まって支給される給与、5人以上、全産業、季節調整済み)は実に 1990 年代前半並みの水準にある(図)。こうした現実を踏まえる限り、企業が販売価格の引き上げに踏み切れる前提条件はまだ整っていないと考えるのが無難だろう。

もちろん、それでも円安主導で交易条件の悪化が止まらないのであれば、企業は断腸の思いをもって販売価格を引き上げるかもしれない。そのような動きは CPI を引き上げることだろう。しかし、それはスタグフレーションシナリオの始まりでもある。そうなったら金融緩和を撤回して、円安を止めれば良いという声が出てきそうだが、巨大な経常黒字を失いつつある今、「円安方向の動きならいつでも止められる」というのは危うい過信ではないか。恐らく実質賃金の下振れが政治的なテーマになる日は遠くないと思われるが、手遅れになってしまう前に賃金と物価のバランスを巧く調整した政策運営を期待したい。

以 上

国際為替部

チーフマーケット・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/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト？～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか？～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か？～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見える円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株市相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見通し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
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かえるデフレの足音
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、そして国債ウエ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～