

みずほマーケット・トピック(2022 年 11 月 22 日)

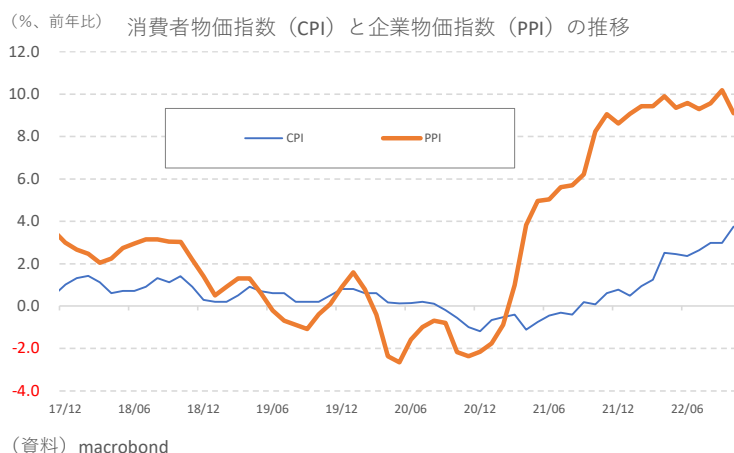
消費増税以上の威力を示した 40 年ぶりの CPI

本邦 10 月消費者物価指数(CPI)は生鮮食品除くコアベースで前年比+3.6%と 82 年 2 月以来、40 年 8 か月ぶりの大きさを記録。14 年 4 月に 3%ポイントの消費増税が行われた際、同年 5 月の同+3.4%がピークだったことが思い返される。つまり、資源高と円安による物価上昇は消費増税以上に家計部門の購買力を削いだという評価になる。なお、輸入物価指数に目をやると、今年 4 月から円ベースと契約通貨ベースで乖離が目立ち始めており、7 月以降に至っては契約通貨ベースが顕著に伸び率を減速させる一方、円ベースでは高止まりしている。足許の物価上昇の痛みは円安で上乗せされている部分が非常に大きいと言わざるを得ないだろう。春先以降の物価上昇の背景に資源高と円安という 2 つの要因があったわけだが、今後は前者の影響が剥落する中で後者の影響がクローズアップされやすい局面に入っていくことが予想される。一般家庭における「円安による物価高」への怨嗟はむしろこれから浮き彫りになるのではないかな。

～40 年ぶりの CPI 上昇、影響は消費増税以上～

昨日のドル/円相場は 142 円台を回復している。繰り返し論じているように、筆者は軽々に円安基調が転じたというのは危ういと考えている。米金利低下に伴うドル売りがあっても史上最大の貿易赤字が底流にある以上、「円を売りたい人が多い」という事実は尊重すべきである。また、為替見通しとは別に、年初来の円安が日本経済にもたらす影響はこれからの話であり、円安の意味を考察する意味は当面大きい。その象徴的な動きがいよいよ見られ始めた国内の物価上昇である。先週 18 日に総務省から発表された本邦 10 月消費者物価指数(CPI)が急伸した。10 月 CPI は前年比 +3.7%と生鮮食品除くコアベースでは同+3.6%とそれぞれ 9 月から+0.7%ポイント、+0.6%ポイント加速した。コア CPI に関し、伸び率は 1982 年 2 月以来、40 年 8 か月ぶりの大きさとなる。ちなみに 2014 年 4 月に 3%ポイントの消費増税が行われた際、同年 5 月の同+3.4%がピークだった。つまり、資源高と円安による物価上昇は消費増税以上に家計部門の購買力を削いだという評価になる。

日本では伝統的にコストの増分が企業部門で吸収され、家計部門へ物価上昇圧力が波及しない傾向にあるが、今次局面はさすがに企業部門から家計部門のスピルオーバーが始まっている兆候も感じさせる(図)。過去 9 年間、黒田総裁の下での日銀は「適合的な期待形成」を通じて持続的な物価上昇を促そうとしてきた。「適合的な期待形成」とは家計部門において、値上げが



当然視されるような環境が仕上がっていく様子を指す。今年6月、黒田総裁が「日本の家計の値上げ許容度も高まってきている」と発言し、これが一部メディアを通じて「値上げを受け入れる」との発言に変換され大変な騒ぎとなったが、足許では「適合的な期待形成」が一段と進んでいる状況と見えずもない(それが良いことかどうかという議論は今回脇に置く)。値上げの動きがこれほど支配的になれば、これまで売上の落ち込みを恐れて躊躇していた企業にも動きが出てくるのではないか。

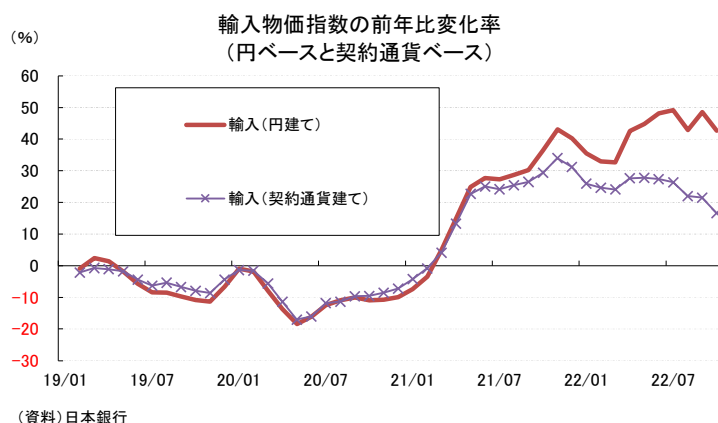
～食料品で進む物価高～

各種メディア報道を持ち出すまでもなく、9月、10月そして11月と月を跨ぐごとに「値上げの秋」を囃し立てるムードが大きく、とりわけ食料品にその動きが大きいことは周知の通りである。具体的な数字を見ると生鮮除く食料は同+5.9%、全体に対する寄与度は1.38%ポイントと全体の伸びの4割を説明できる。さらに細かく見ると寄与度の大きい順に外食が同+5.1%(寄与度+0.24%ポイント)、調理食品が同+6.5%(寄与度+0.23%ポイント)、穀類が同+8.2%(寄与度+0.17%ポイント)と続く。10月は外食に関しては大手回転寿司チェーン店が1皿100円を遂に諦めたというニュースが大々的に話題を集めていたが、それ以外の業態でも幅広い値上げが進んでいるのだろう。そのほか菓子類やパンなどの値上げも日々報じられており、CPIの動きは体感に合う結果と言えそうである。

なお、10月に始まったことではないが食料品以前に光熱費も同+14.6%(寄与度+1.06%ポイント)と大幅な上昇が続いている。食料や光熱費といった生活必需品項目に物価上昇が及ぶと相対的に所得の低い家計にダメージが及びやすくなる。年明け1月以降は物価高騰に対応するための「総合経済対策」の中で電気・ガス代に対する支援策が実行されるためダメージは軽減に向かいそうではある。もっとも、後述するように、それは円安の影響がここで止まれば、という話ではある。

～「円安による物価高」への怨嗟は今後強まるか～

右図を見ると今年4月から円ベースと契約通貨ベースで輸入物価指数の動きが乖離し始めており、7月以降に至っては契約通貨ベースが顕著に伸び率を減速させる一方、円ベースでは高止まりしていることが分かる。こうした構図が円安の結果であることは言うまでもない。今次物価上昇に関して「主因は資源高で円安の影響は限定的」という主張もあるがそれは語弊があるだろう。10月輸入物価指数に関して言えば、契約通貨ベ



ースが前年比+16.6%であるのに対し、円ベースは同+42.6%と30%ポイント近くも伸び幅が拡大している。それだけ余計に日本から海外への支払いが増えているということでもあり、それが実質所得環境の悪化(統計で言えば実質GDIの悪化)に直結している。春先以降、円安の善悪を議論する風潮が強いが、実質所得環境が悪化する経済が力強い成長を果たすことはない。

ドル/円相場は高値から調整しているとはいえ、依然として前年比で+20%以上上昇した状態に

ある。ここに為替予約にまつわるリーズやラグズも加わることを踏まえれば、円ベース輸入物価指数を通じたインフレ圧力は当分居残る公算が大きく、11 月以降の CPI を押し上げるだろう。一連の物価上昇の背景に資源高と円安という 2 つの要因があったわけだが、今後は前者の影響が剥落する中で後者の影響がクローズアップされやすい局面に入っていくことが予想される。

円安の功罪はあくまで GDP(≡大企業輸出製造業)への影響に関する総論と家計への影響に関する各論を分けて丁寧に議論する必要があると筆者は考えるが、現実問題としては後者の方が経済主体の数で勝るだけに、「円安による物価高」への怨嗟は一般物価の上昇を受けてしばらく大きなものとして社会的関心事になるのだと思われる。

市場営業部
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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか?～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか?
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を読むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃を前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか?
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分)
	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版(劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分)
	本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか?
2022年8月5日	週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)
2022年7月29日	週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)
2022年7月27日	IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか?
2022年7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～)
2022年7月20日	ECBは7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でこずるインフレ抑制～)
2022年7月14日	米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版(世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～)
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECB/ト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版(2年9ぶりのAPP停止と域内債券グルーピング構想～遂に始まる加盟国の階層化～)
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版(ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～)
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年5月分)
	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
2022年6月13日	米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来
2022年6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～