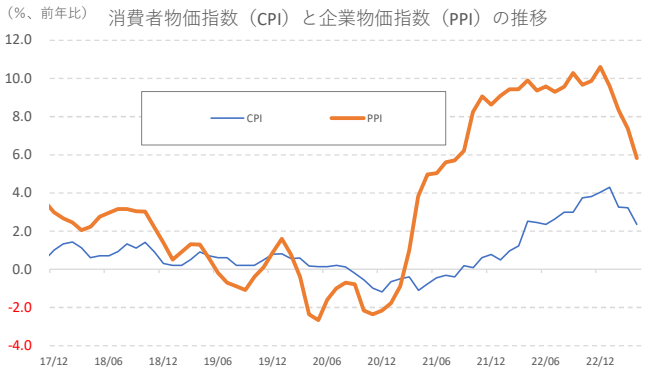
みずほマーケット・トピック（2023 年 5 月 16 日）

4 月国内企業物価指数を受けて～変化率と水準の違い～

国内の物価情勢に目をやると、PPI も CPI も変化率で見れば完全にピークアウトはしている。次の焦点は「どこまで下がるか」だろう。これは①名目賃金、②資源価格、③為替の 3 点がどうなるかに依存。いずれも不透明感が大きく、予断を許さない論点だが、やはり③は注目。4 月 PPI における円建て輸入物価指数は前年比▲2.9%と 2021 年 2 月以来、実に 26 か月ぶりの前年割れとなっており、ようやく「悪い円安」論の主因となってきた円安経由の輸入物価上昇が収束したように見受けられる。しかし、市場で期待されたほど円高・ドル安が進まない中、「円安効果の剥落」で押し下げられるインフレ圧力はさほど大きなものにならない可能性も。また、変化率ではなく水準を見ても違った議論は可能。変化率を見れば、当面インフレ沈静化は話題になる。しかし、ドル/円相場が 130 円付近で横ばいになっても 22 年初頭と比較すれば 15%程度の円安・ドル高が進んだ状態。実際、こうした動きもあって PPI の指数は高止まりしている。指数の下落には資源価格の大きな下落やドル/円相場の著しい円高・ドル安などが必要だが、現時点でそれを合理的に予想できるだけの材料はない。物価高止まりは円のアップサイド（円高）リスク。

～波及は見られるもののピークアウトは鮮明～

昨日、日銀から公表された 4 月国内企業物価（PPI）は、前年比+5.8％と 3 月の同+7.4％から大きく減速が確認されたものの、市場予想の中心（+5.6％）を優に上回った。資源価格上昇の反動で減速が続くのは予定通りではあるが、そのペース自体は若干鈍化しているようである。なお、前月比では+0.2％と加速が見られており、品目別寄与度を見ると電気・都市ガス・水道が+0.1％ポイント、石油・石炭製品が+0.07％ポイントとエネルギー関連の押し上げが根強いことが分かる。今年に入ってからの原油価格は 1～3 月期で 1 バレル 75 ドル程度と昨年 10～12 月期の 80 ドル程度からやや下落しているものの、既往の円安効果なども踏まえれば PPI 全体を押し下げるほどには至っていないということだろう。断続的に 70 ドルを割り込む現状がさらに進展するのかどうかが重要な論点になる。



（資料）macrobond

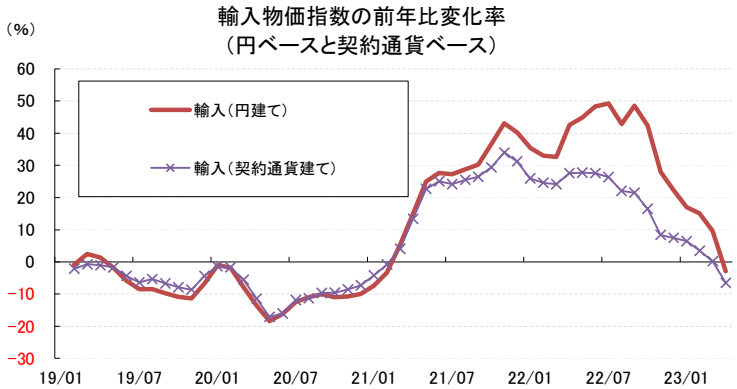
なお、4 月の PPI では輸送用機器で+0.06％ポイント、電気機械が+0.03％ポイント、生産用機器が+0.03％ポイントと機械類の押し上げが大きかったことも目に付いた。これは新年度に入ったタイミングで企業間取引における価格改定が相次いだことを示唆していると考えられる。PPI 全体を見渡せば、公表 515 品目のうち 84％に相当する 431 品目で上昇が続いており、依然として広範な物価

上昇圧力は確認できる。現時点の PPI を見る限りではインフレ圧力がエネルギーに始まり、物流費や原材料費も上がり、機械類のような企業間取引における財の価格も上がり、最終的に消費者物価指数(CPI)に影響が及んでいく様子が窺える。経済の上流から下流へとインフレ圧力が推移している状況はまだ続いているというのが妥当な評価になるのだろう。

～「円安効果の剥落」はここまで？～

もっとも、前頁図に示されるように、PPI も CPI も変化率で見れば完全にピークアウトしたことも確かであり、次の焦点は「どこまで下がるか」に移る。順当に行けば 2024 年には+2%を常時超えていた 2022～23 年の状況は忘れられる可能性が高い。しかし、これは①名目賃金、②資源価格、③為替の 3 点について予想外の動きがなければという話でもある。既報の通り、①は日本経済新聞社がまとめた 2023 年の賃金動向調査にとれば定期昇給とベースアップ(ベア)を合わせた平均賃上げ率は 3.89%と 31 年ぶりの高水準に及んでいる。直ぐに答えが分かる論点ではないが、これが 2023 年の一過性の話では終わらず、2024 年以降も引き継がれる可能性は否めない。従来の日本社会ならば PPI や CPI の騰勢が収まる中で 2024 年以降の賃上げ機運は急速に萎むはずだが、これほど人手不足が指摘されているのに賃金が上がらないということも考えにくく、「今回も一過性で終わる」と思考停止することも危ういように思える。事実、ここまでのベアを昨年末時点で予想していた向きは多くない。名目賃金の高止まりは各種コストを押し上げるため、PPI も CPI も押し上げる話になる。次に②は世界経済の状況ならびに OPEC の動向なども絡むため見通しは難しいが、2022 年までの動きはパンデミックやロシア・ウクライナ戦争を受けた供給制約が価格を押し上げるという特殊な事情があった。そのような不測の事態が無いという前提で 2023 年は「2022 年のような資源価格の急騰は無い(高止まりはある)」という前提が無難だろう。

問題は③だ。プラザ合意以降で「史上最大の円安」となった 2022 年の翌年の 2023 年は円高の年になると口を揃えて言われてきたが、年初から 4 か月間が経過した今、ドル/円相場は年初来で+1.3%上昇している。円建て輸入物価指数は前年比▲2.9%と 2021 年 2 月以来、実に 26 か月ぶりの前年割れとなっており、ようやく「悪い円安」論の主因となってきた円安経由の輸入物価上昇が収束したように見受けられる。しかし、



(資料)日本銀行

こうした「円安効果の剥落」もここまでに終わる可能性がある。ドル/円相場は 2022 年 3 月の 115 円付近から同年 10 月の 152 円付近まで急騰し、その後 2 か月ほどかけて 130 円付近まで値を戻した。今年 1 月には一時 127 円台をつけたものの、米利下げが織り込まれる地合いに至っても 130～135 円付近で安定推移している(その背景は過去の本欄で執拗に論じた通りである)。資源価格の下落に加え「円安効果の剥落」もあることを思えば、円建て輸入物価指数の押し下げが続く構図は当面続くのだろう。しかし、市場で期待されたほど円高・ドル安が進まない中、「円安効果の剥落」で

押し下げられるインフレ圧力はさほど大きなものにならない可能性には留意したい。

～変化率は落ちても水準は高止まり～

物価指数はあくまで前年比で見た変化率が最も注目されるため、当面はインフレ沈静化が話題になるはずである。しかし、ドル/円相場が 130 円付近で横ばいになったとしても 2022 年初頭(113 円付近)と比較すれば 15%程度の円安・ドル高が進んだ状態である。このような為替の動きは物価の水準が下げ止まる方向へ作用する。実際、4 月 PPI は変化率で見ればピークアウトが鮮明だが、水準で見るとイメージが大分変わってくる。PPI を指数で見ると、今次局面のピークは 2022 年 12 月および 2023 年 1 月の 119.9、今回発表された 4 月は 119.8 で殆ど変わっていない。これが大きく押し下げられるには資源価格が大きく下がったり、ドル/円相場が著しく円高・ドル安に振れたりすることが必要と思われるが、現時点でそれを合理的に予想できるだけの材料はない。連日、人手不足を指摘する報道を目にする状況を合わせ見れば、名目賃金も高止まりの疑いも出てきている。名目賃金上昇を伴う堅調な物価情勢は植田体制が正常化に動く十分な理由になる。PPI や CPI が意外に下がらないという展開は円相場を展望する上でのアップサイド(円高)リスクとして念頭に置きたいところではある。

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に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
2023年5月15日	新しい外貨流出源～デジタル・コンサル・研究開発～
2023年5月12日	週末版（米連邦債務上限問題について～政府機関閉鎖は一時的な円高材料に～）
2023年5月11日	3月国際収支統計を受けて～インバウンドの功罪～
2023年5月9日	ECB政策理事会を終えて～持続する利上げ路線～
2023年5月8日	FOMCを終えて～利上げ停止でも円安持続という現実～
2023年5月2日	円相場の現在地～下がり続ける購買力、最強通貨はフランに～
2023年5月1日	植田体制初会合のレビューと円相場への影響
2023年4月28日	週末版
2023年4月26日	ユーロ/円相場、8年4か月ぶり高値の背景整理
2023年4月25日	日銀、初会合プレビュー～YCC撤廃確率は40%～
2023年4月24日	ECB政策理事会議事要旨と5月会合プレビュー
2023年4月21日	週末版（インバウンドの現状と展望～量、質ともに復調しつつあるインバウンド需要～）
2023年4月20日	本邦3月貿易収支～赤字は3か月で5兆円超え～
2023年4月18日	EU-ロシア貿易の構造変化～戦争の余波～
2023年4月17日	GFSRも重要性を訴える地経学的な思考
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2023年3月分）
2023年4月14日	週末版（FOMC議事要旨と米3月CPIを受けて～円安見通しへの影響はあるか？～）
2023年4月12日	変わる直接投資とスローバリゼーション（slowbalization）
2023年4月11日	植田会見、「直ちに修正することは無い」の真意
2023年4月10日	第一次所得収支の内情～戻ってくる円は半分程度か～
2023年4月7日	週末版（日銀金融政策決定会合プレビュー～初戦は様子見を予想～）
2023年4月6日	次の危機はCRE危機か？～ECBの警鐘～
2023年4月4日	日銀短観3月調査を受けて～深刻さ極まる人手不足～
2023年4月3日	ユーロ圏3月消費者物価指数（HICP）の読み方
2023年3月31日	週末版
2023年3月30日	第1四半期の総括と今後の展望～円高始まらず～
2023年3月28日	ひっ迫感が強まるユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年3月24日	週末版（鳴りを潜める「安全資産としての円」～投機の円買いは縮小中～）
2023年3月23日	FOMCを終えて～年内利下げは未だリスクシナリオ～
2023年3月22日	年初来の主要通貨を概観する～変わらない円安～
2023年3月17日	退路を断ったECB～自信の誇示を優先～
	週末版
2023年3月16日	ECBは「世紀の失策」を繰り返すか～利上げの行方～
2023年3月15日	企業物価指数の現状と展望～残る円安の爪痕～
2023年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2023年2月分）
	先陣を切るECB～アフターSVBの金融政策動向～
2023年3月13日	SVB破綻、ドル/円相場見通しへの影響
2023年3月10日	週末版（1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～）
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月7日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年3月6日	日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望
2023年3月3日	週末版（賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～）
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版（本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～）
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2023年1月分）
	日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見通し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版（当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～）
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活？～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs.「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか？
2023年1月20日	週末版（史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に？～）
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年12月分）
2023年1月18日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか？～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版（依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～）
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版
2023年1月5日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月23日	週末版（史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～）
2022年12月21日	日銀の政策修正関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版（ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～）
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年11月分）
	FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか？
2022年12月2日	週末版（135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～）
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況