

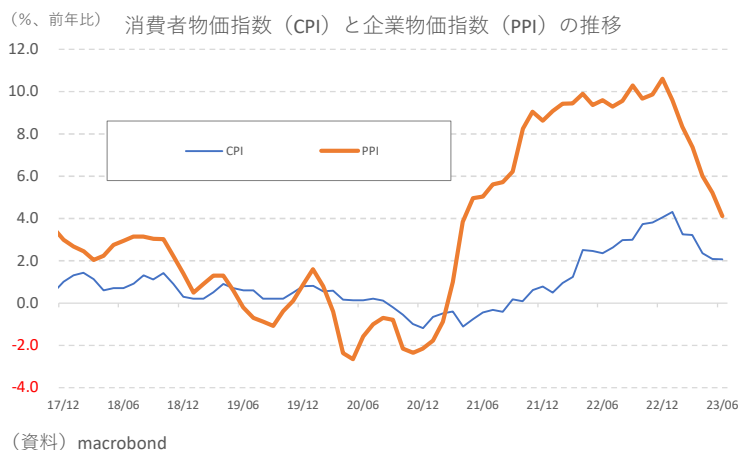
みずほマーケット・トピック(2023 年 7 月 19 日)

残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～

ドル/円相場は 145 円から 138 円まで急落して以降、動意に欠ける地合いが続くが、130 円台は 22 年 1～3 月期の平均水準(116～117 円)に照らせば大幅な円安。日本の一般物価への影響は未だ小さいとは言えない状況は続いている。先週発表された 6 月国内企業物価(PPI)は引き続き減速傾向が確認され、これを歓迎するような報道も目立った。しかし、「変化率」は落ち着いても「水準」が高止まりしている以上、市井の人々が感じる物価上昇の痛みは相応に残る。例えば円安や資源高との関連で注目されてきた円建て輸入物価指数は変化率こそ大幅下落が続く一方、指数の水準はパンデミック直前(19 年 12 月)の 110.4 に対し、現在(23 年 6 月)は 157.9 と高止まり。市況を見ても、今年に入ってから原油価格は下げ止まり、円安は再起動しているという現実もあり、これからは政府の燃料関係の補助金も打ち切りになる。今後、円建て輸入物価指数の下落ペースは鈍化するだろう。株価が上がっているから、物価の変化率が落ち着いているからといった理由だけで昨年、社会が円安に対して覚えた危機感を否定すべきではない。

～前年比変化率から実態が読みづらい局面に～

来週に迫った日米欧の金融政策決定会合を前にドル/円相場は神経質な展開が続いている。145 円から 138 円まで急落して以降、動意に欠ける地合いが続いているものの、130 円台は 2022 年 1～3 月期の平均水準(116～117 円)に照らせば大幅な円安である。日本の一般物価への影響は未だ小さいとは言えない状況が続いている。この点、先週 12 日には本邦 6 月国内企業物価(PPI)が発表されている



が、前月比▲0.2%、前年比+4.1%と引き続き減速傾向が確認されており、コストプッシュ型のインフレもようやく終息しつつあるような雰囲気が漂う(図)。しかし、国際収支統計における経常黒字拡大同様、ヘッドラインを安直に楽観的解釈するのは危うい。前年比が急騰した後に急落するのは想定通りであり、これまでの物価上昇が無かったことになるわけではない。後述するように「変化率」は落ち着いても「水準」は高止まりしている以上、市井の人々が感じる物価上昇の痛みは相応に残る。

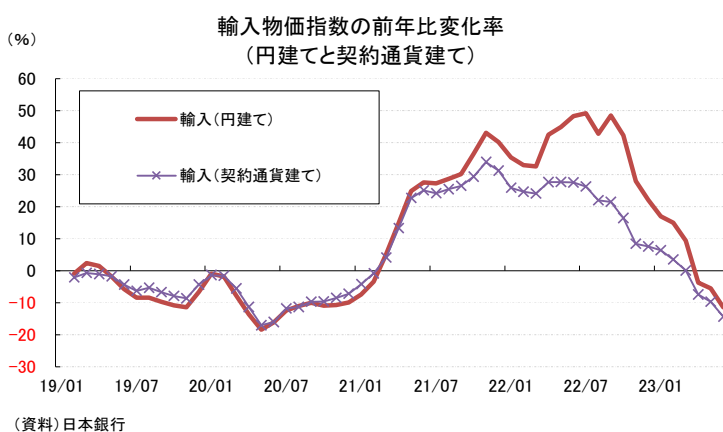
6 月 PPI を押し下げたのはやはりエネルギー関連であり、具体的には原油価格下落を背景として電気・都市ガス・水道の前月比変化率に対する寄与度は▲0.35%ポイントと全体感を規定している。片や、政府のガソリンなどに対する補助金が 6 月以降縮小されていることを受けて石油・石炭製品

の寄与度が+0.19%ポイントと押し上げ項目に転じている。もっとも、こうしたエネルギー関連項目を除外した PPI で見ても前月比変化率は横ばいであり、上昇基調が一服しているのは間違いない。毎日のように値上げが報じられているように感じられる飲食料品は前月比+0.2%上昇、前年比+7.4%と引き続き押し上げ項目ではあるものの、前月比変化率に対する寄与度は+0.02%ポイントにとどまる。物価の上流段階におけるインフレ圧力は収束しつつある。

ただし、今後は物価下げ止まりも確認することになる。上で言及したように、政府の物価高対策に目はガソリンに対する補助金が 6 月から補助率の段階的引き下げが実施されており、9 月末で終了する方針である。このほか、電気代に対する補助金も 9 月に半減された後、終了に向かう予定である。昨年の急騰が凄まじかっただけに、前年比の変化率は引き続きマイナスが続くだろうが、そこから経済実態を汲み取るのは難しいことは留意すべきである。

～原油価格は下げ止まり、円安は再起動が現状～

また、円安や資源高との関連で注目されてきた輸入物価指数は契約通貨建てで前年比 ▲14.3%（前月比 ▲3.1%）、円建てで前年比 ▲11.3%（前月比 ▲1.2%）といずれも大幅に下落している。変化率だけを見れば、円安がもたらした副作用は消失しているように受け取られがちである。しかし、4～6 月期を通じて円安・ドル高が進んでいることや原油価格が高止まりしていることなどを考慮すると、円建ての輸入物価指数



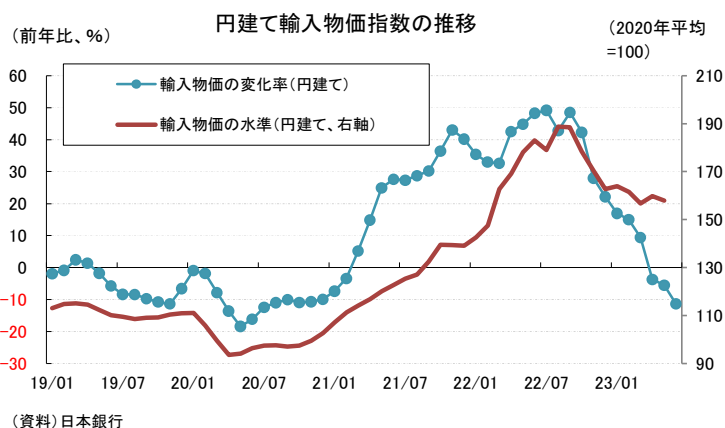
数の下落ペースは徐々に鈍化が予想される。例えば、6 月末時点の原油価格は昨年の約 105 ドルから約 70 ドルへ前年比 ▲30% 以上下落しており、足許の PPI 動向もこれに駆動されたものと言えるが、本稿執筆時点では約 75 ドルまで値を戻す状況にある。また、同じく 6 月末時点で比較した場合、ドル/円相場は 2022 年の約 136 円から 2023 年は約 144 円へ約 6%、円安が進んだ状態にある。つまり、原油価格は下げ止まり、円安は再起動しつつあるのが現状である。

今年に入ってから円建て輸入物価指数は円安や原油価格上昇が修正される中で上昇幅を縮めてきた経緯がある。だが、既に原油価格が下げ止まり、円安は再起動しているという現実を踏まえると、円建て輸入物価指数の下落ペースはやはり鈍化が予見されるだろう。これまで緩まる傾向にあった輸入物価経由の物価上昇圧力も再び注目を集めてしまうかもしれない。

～円建て輸入物価指数の水準は高止まり～

次頁図に示すように、物価の「変化率の幅」が正常化されたからと言って、物価の「水準」が正常化したとは限らない。確かに、水準も徐々に下方向への是正が進んでいるが、変化率と比較すればその動きは緩やかである。具体的に円建て輸入物価指数の水準を見ると、パンデミック直前(2019 年 12 月)の 110.4 に対し、現在(2023 年 6 月)は 157.9 であり、ピーク(2023 年 9 月)の 188.8

から下落傾向にあるものの、高止まりという表現がまだ適切だろう。上述したように、ここから水準が切り下がるペースも遅くなってくるのだとすれば、尚の事、その思いは強まる。少なくとも、円建て輸入物価指数の前年比変化率が大きなマイナス幅になっているからと言って、市井の人々が円安・資源高に起因する輸入物価経由の一般物価上昇に痛みを感じるという経済状況は根本的に変わっていないと言える。変化率だけを見て正常化を論ずるのは表面的であり、危うい議論である。株が上がっているから、物価の変化率が落ち着いているからといった理由だけで円安に対して社会が覚えた危機感を否定すべきではないだろう。



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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年7月18日	ICEドルインデックスの100割れをどう読むべきか？
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005～07年の円安パブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をするとつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか？
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合プレビュー～
2023年6月6日	「弱い円」への諦観は日本人を動かすか？
2023年6月5日	米5月雇用統計を受けて～遙か遠のく年内利下げ～
2023年6月2日	週末版(コアベースでも鈍化し始めたユーロ圏インフレ率～ハト派転化には十分と言えず～)
2023年6月1日	FRB、6月利上げ見送りの受け止め方～円高到来か？～
2023年5月30日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～賃金は峠、エネルギー環境は脆弱～
2023年5月26日	週末版(32年連続世界最大の対外純資産国の意味～過去最高を記録した直接投資比率～)
2023年5月24日	構造的に薄れるPPPを見る意味～「成熟した債権国」と共に～
2023年5月23日	「世界中が欲しがらる財・サービス」は「高嶺の花」～「弱い円」の価値～
2023年5月22日	資産価格が上がっているのか、円が下がっているのか
2023年5月19日	週末版
2023年5月18日	1～3月期GDPを受けて～ベントアップ需要を阻む円安～
2023年5月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年4月分)
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～
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ライゼーション(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～