

みずほマーケット・トピック(2023 年 10 月 2 日)

インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～

「日本のインフレは持続性を伴うと考えるべきか」という照会が増えている。今の日本が直面しているインフレが持続性を伴うと考えた場合、その背景には 3 つの経路が考えられる。①人手不足、②円安、③インバウンド需要だ。このうち②や③は「インフレの輸入」とも言えるような論点。②に関しては、既に可視化されており、違和感を覚える向きは少ないだろう。足許、円安と原油高の併走が再び始まっており、円建て輸入物価の水準はここからさらに盛り返してくる可能性が高い。③のインバウンド需要にまつわる「インフレの輸入」はまだこれから体感する人が多くなる話だ。大挙するインバウンドの消費・投資意欲に近い財・サービスから値上げが行われるという事象は今後避けられない。既に宿泊代ではそれが起きており、娯楽サービスでも価格設定行動が変わり始めている。今後一般物価全体に及ぼす影響は注視したい。約半世紀ぶりの安値に落ち込んでいる円の REER は①名目ベースで円高が進む、②日本のインフレ率が相対的に高まるという 2 つの調整経路が考えられる。筆者は②を中心にした未来を予想している。

～日本のインフレは持続性があるか～

円安が持続する中、ドル/円相場の水準に対する照会は引き続き多いが、同じくらい「日本のインフレは持続性を伴うと考えるべきか」という照会も増えている。今年の春闘が 30 年ぶりの伸び率を確保したことを受け、2024 年も強い伸びが続くという思惑は少なくない。例年通り、1 月の消費者物価指数(CPI)だけで判断するならば 2024 年の伸びが 2023 年のそれを凌駕する可能性は低いため、その勢いは削がれると見るのが従来の視点になる。しかし、これほど人手不足が問題視される状況では CPI がどれほど絶対視されるのか。この点は議論の余地がある。政府・与党そして日銀がデフレ脱却を宣言する動きは依然見られず、それゆえに金融緩和も持続中だが、少なくとも慢性的に物価が下落するような状況という意味でのデフレと現状は大分異なってきた印象もある。

仮に今の日本が直面しているインフレが持続性を伴っていると考えた場合、その背景には 3 つの経路が考えられる。①人手不足、②円安、③インバウンド需要である。いずれも日々のニュースで取り上げられない日が無いという論点である。この中で①は多くの説明を要しないと思われることから、今回の本欄は割愛する。日銀短観の結果などを交えて、後日議論させて頂きたい。

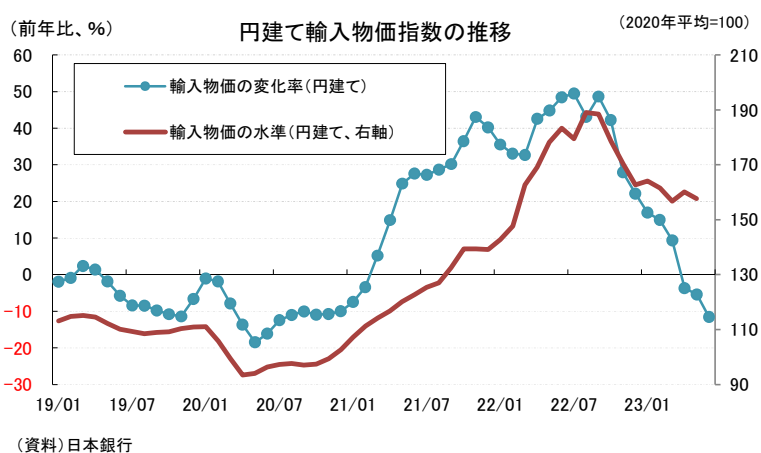
～円安によるインフレの輸入～

残りの②や③は「インフレの輸入」とも言えるような状況であり、インフレの持続性を考える上では重要な論点である。②に関しては、円高が「デフレの輸入」のように言われていた時代が長かったことを踏まえると、円安が「インフレの輸入」を引き起こしていると形容されることについて違和感を覚える向きは少ないだろう。現実問題として円安による日常生活のコスト増加は可視的なものとなっており、ガソリン価格を筆頭とする鉱物性燃料価格の押し上げは円安を背景とする象徴的な「イン

フレの輸入」と言えるものだ(もちろん、最近では石油の単価自体も上がってはいるが、円安も大きい)。

また、近年の円安傾向に加え、名目賃金上昇率に関し日本が世界に劣後しているという事実も相まって、国際的に需要が強い財は一段と「高嶺の花」になりやすい。その象徴が iPhone である。9月13日に発表された iPhone の新機種「iPhone15」は米国価格が 799ドル、日本価格は 12 万 4800 円であることが発表された。この際、「iPhone12」から「iPhone14」も 799ドルで据え置きだったのに対し、日本価格は「iPhone12」が 8 万 5800 円、「iPhone13」が 9 万 8800 円「iPhone14」が 11 万 9800 円と順調に値上がりしてきたことも注目された。米国価格が据え置かれる一方、日本価格は約 1.45 倍(約 4 割増し)になっている。なお、「iPhone12」だけ 64GB、ほかは 128GB なので、全て 128GB に揃えて比較すると、それぞれの Pro シリーズになるが、これも米国価格は 999ドルで据え置かれてきた経緯がある。その間、日本価格は「iPhone12Pro」の 10 万 6800 円から「iPhone15Pro」の 15 万 9800 円へやはり約 1.5 倍になっている。

ここで同じ期間のドル/円相場の変化率に目をやると、「iPhone12」の発表があった 2020 年 11 月のドル/円相場の月中平均レートは約 109 円だった(EBS 参照値、以下同)。9 月 13 日時点の約 147 円と比べるとやはり 4 割程度、円安・ドル高が進んでいる。日本人が「iPhone は高くなった」と感じる最大の要因が円安・ドル高にあることは議論の余地が無い。程度の差こそあれ、同様の事象は輸入されてくる高級



時計、外車、食材、酒などにも起きている。日々目にする飲食店の値上げは人手不足を背景とする人件費高騰も大きいだろうが、輸入されてくる燃料や食材・飲料などが値上がりしていることに起因するだろう。文字通り、「インフレの輸入」は進んでいる。変化率で見れば円建て輸入物価の伸びは落ち着いているが、水準は高止まりしており、これが順次、日常生活に転嫁されているのが現在の局面とみられる(図)。足許、円安と原油高の併走が再び始まっていることを思えば、円建て輸入物価の水準はここからさらに盛り返してくる可能性が高い。

～サービス輸出による「インフレの輸入」～

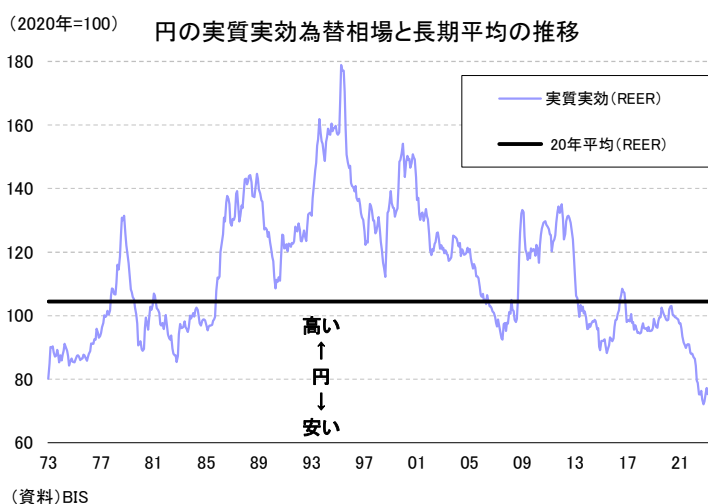
以上のような②の論点は多くの人々が体感する実情と一致するだろう。一方、③のインバウンド需要にまつわる「インフレの輸入」はまだこれから体感する人が多くなる話である。統計上、インバウンド需要は旅行というサービスを「輸出」し、そこから得られる外貨(旅行収支黒字)が増加、結果としてサービス収支、ひいては経常収支の黒字を増やす構図になる。しかし、かねて本欄でも議論しているように、旅行輸出が増加する以上、大挙するインバウンドの消費・投資意欲に近い財・サービスから値上げが行われるという事象も避けられないことである。そうした状況が極まっていけば、結果として日本の一般物価が押し上げられていくという経路も想像される。

例えばインバウンドに最も近い産業は宿泊・飲食サービスである。2023 年 9 月 3 日の日本経済新聞は『都心ホテル、料金急上昇 パレスホテル 10 万円突破 高価格帯、伸び NY 超え』と題し、都心のホテル料金急騰を報じていた。ここでは都内の高価格帯ホテルの平均客室単価(ADR)が上昇率でニューヨークを上回り、東京・大手町にあるパレスホテル東京の ADR が海外の高級ホテルの目安とされる 10 万円を初めて超えたことが取りざたされていた。また、インバウンドに対する娯楽サービスも経験のない動きが見られており、京都の祇園祭では 1 席 40 万円のプレミアム観覧席が、青森のねぶた祭では 100 万円の VIP シートが、徳島市の阿波踊りでは 1 席 20 万円のプレミアム栈敷席が売り出されたことが話題を呼んだ。日本の風物詩である各地の花火大会において有料観覧席が設置される傾向にあることも物議を醸した。これらはインバウンド需要が増える中、観光資源を最大活用しようという合理的な経済活動の結果と言える。日本社会において、こうした現象に賛否はまだあるが、日本人が通貨高を忌避して通貨安を欲し、結果として観光立国という道を選んだ現状に照らせば、甘んじて受け入れざるを得ない流れでもある。こうした価格設定行動は「ぼったくり」ではなく「需要に応じた値付け」として徐々に当然視される風潮が強まると予想する。

日本経済全体にとって重要なことは、そうした宿泊・飲食サービスを起点とする財・サービス価格上昇の波がそのほかの産業に波及するかどうかである。現状、そこまで大きな話をできる段階には無いものの、上述のような事例を経て「財・サービスの無償提供は適切ではない」、「『良いものを安く』はデフレの元凶」という通念が固まってくると、経済の様々な分野で値上げは起きやすくなるのではないかと。結果的にインバウンド需要の増加が「インフレを輸入」したような構図にも見えてくる。

～「半世紀ぶりの円安」の調整経路～

既報の通り、名目為替レートに加え、内外物価格差も加味した実質実効為替レート(REER)は 8 月時点で 1971 年 6 月以来、約半世紀ぶりの安値に落ち込んでいる。長期平均(20 年平均)からの乖離率は▲33%に達しており、理論的に支持される平均回帰性向を念頭に置けば、不均衡の蓄積が極まったような状況にある。REER がここから長期平均に向けて調整する(円高に向かう)とした場合、①名目ベースで円高が進む、②日本のインフレ率が相対



的に高まるという 2 つの経路が考えられる(もちろん、両方でも良い)。常々論じているように、日本の対外経済部門を取り巻く環境が劇的に変わったことを思えば、「円安→輸出増→貿易黒字→円買い」という 1973 年以降の円相場で起きてきた①の経路はほぼ機能不全に陥っている。

そうなると②の経路を辿って円の REER は上昇するしかないのではないかとというのが筆者の従前からの主張だ。REER の低位安定は過去のような「財」の輸出は促進しないものの、「サービス」(≡旅行)の輸出は促進する。旅行収支の黒字はもちろん、名目ベースの円高に繋がり得る円買いを

含むが、上で見たようにインバウンド需要に応じた「インフレの輸入」も含む。これによって名目ベースの円高(①)ではなく、インフレ率の高まり(②)で REER の修正が進むというのが筆者の仮説だ。

日本経済は歴史的に電化製品や自動車などの「財」輸出が経済・金融情勢を規定してきたが、今後は観光という「サービス」輸出によって大きな影響を受ける体質に変わりつつあるのかもしれない。もちろん、観光だけで約 550 兆円もの経済が決まるわけではないが、これまでとは違う形で円安と実体経済の関係性を評価しなければならない時代に入っているのは間違いない。例えば、2005～07 年の円安局面は「円安バブル」という呼び名が付けられていた。バブルというくらいだから、議論の余地なく「円安は良いこと」という時代であった。少なくともその時と同じ評価軸をもって円安を理解することはできないはずである。

今一度、話を REER の調整経路(①or②)に戻せば、仮に②の経路を中心として REER の調整が進むと割り切れば、名目ベースの円高は過去と比べれば限定的になる可能性が想起される。もちろん、変動為替相場制ゆえ常に円安が常態化することも考えられないが、「インフレの輸入」が進むことで名目ベースの円高が進まなくても REER の調整が進む状況になってきているという事実を念頭に置くだけでも、長期的な円相場見通しを立案する上では大きな手掛かりになるはずである。

金融市場部
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/ecgon.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/ecgon_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか？
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会プレビュー～「見送り+ α 」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場の現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)
	年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩和持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECBハト派を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売りによる挑発」～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)プレビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか……～)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
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～
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、動くのはどちらが先か
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年の円安バブル」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～遅く遅く年内利下げ～
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～イ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