

輸入物価の点から無視しえない円安の水準とは？

KEY
POINT

- 日本の景気は踊り場が継続。実質賃金の悪化による個人消費の弱さが主因。今後、賃金上昇と物価減速により実質賃金は改善に向かうと想定されるも、足下で円安等による輸入物価上昇のリスクが再燃
- そこで輸入物価の見直しを、当社メインシナリオの為替レートと原油価格の想定を用いて試算すると、21～22年時と同様の大幅高騰は回避。170円/ドルのような非現実的な想定でない限り、当時の再来の公算小
- 食品価格が21～22年時と同様に高騰したとしても、為替レートと原油価格が想定通りなら、輸入物価全体への影響は限定的。ただし、食品価格高騰による消費への影響が過去よりも早期に発現するリスクに注意

1. 引き続き日本の景気は踊り場

債券市場では、日本銀行の早期追加利上げや国債買入れ縮小の早期開始に対する警戒感が強まり、金利の先高観が高まっている。しかし、景気という点からは、引き続き日銀の金融政策の正常化に対する追い風は吹いていない。

1～3月期の実質GDP成長率は2期ぶりのマイナス成長に落ち込んだが、この結果はノーサプライズだ。なぜなら、年初から一部自動車メーカーの認証取得に関わる不正問題が発生したことから、自動車業の大幅減産によるGDP成長率への悪影響が事前に想定されていたためだ。

景気の基調をみるために、鉱工業生産を用いて自動車など輸送機械業の減産の影響を除いた成長率を試算すると、1～3月期は小幅のマイナス成長(前期比年率▲0.2%)となる。つまり、自動車業減産の影響を除けば、ヘッドラインほど景気は悪化していないとみられる。しかし、自動車減産の影響を除いてもGDPの低成長は変わらず、景気は引き続き踊り場が続いていると筆者は評価している。

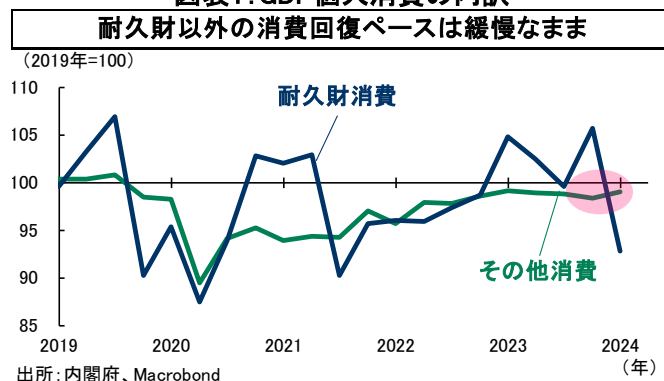
今回のGDP結果により、インフレ圧力を測る上で参照される需給ギャップは下振れする公算が大きく、この点だけから考えれば、早期利上げには逆風となろう。ただ、一部自動車メーカーの認証取得不正問題によるマイナスの影響は一時的だ。自動車業生産の持ち直しに伴って4～6月期GDP成長率はプラス回帰すると予想される。そのため、今回のGDP結果は逆風ではあるものの、日銀の政策運営に与える影響は実際にはそこまで大きくないと筆者は予想している。

2. 個人消費は弱含んだまま

景気の鍵を握る個人消費は、1～3月期にマイナス成長(前期比▲0.7%)となったが、前述通り自動車の認証取得不正問題による下押しが響いた格好だ。図表1のように、自動車が含まれる耐久財を除いた個人消費(非耐久財とサービス消費)は小幅のプラス成長であり、消費の基調はヘッドラインの数値ほど悪くはない状況だ。

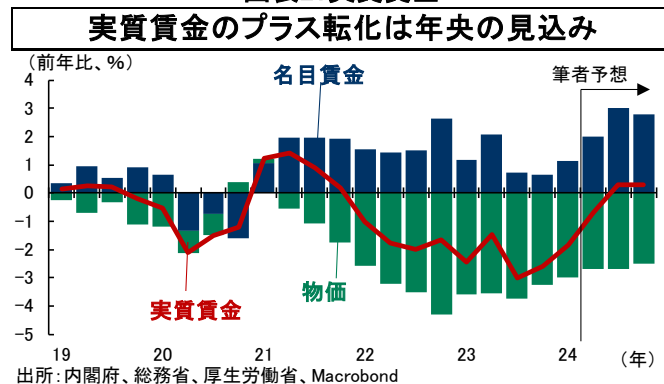
しかし、耐久財以外の消費についてみると、未だコロナ禍前の水準を取り戻すほど回復はしていない。総じてみれば、個人消費は弱含みの状況が続いていると筆者はみている。

図表1: GDP個人消費の内訳



この背景には、図表2の実質賃金が1～3月期もマイナス圏にあり、所得環境が改善していないことがある。1～3月期の名目賃金は前年比+1%台前半と小幅の加速にとどまり、物価の伸びを依然として大きく下回ったままだ。

図表2: 実質賃金



本年春闘の結果に基づけば、所定内給与を中心に名目賃金の引き上げが今夏にかけて実施される公算だ。筆者は、実質賃金が今後改善に向かい、年央頃に前年比プラスに転化するとの予想を維持する。

実質賃金の改善に伴い、個人消費も4～6月期以降に持ち直していくと予想される。4～6月期については、自動車の認証取得不正問題の悪影響一巡により耐久財消費の大幅反発が見込まれる。耐久財を除く消費についても、今年後半にはコロナ禍前の水準を取り戻すことが期待される。そうなれば、景気全体としても持ち直し基調に復していると判断されることになるだろう。

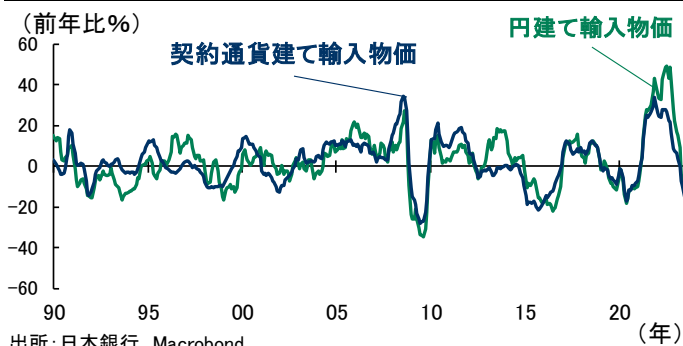
3. 輸入物価上昇が消費の下振れリスク要因

前述した個人消費のメインシナリオに対する下振れリスクとして、輸入物価上昇による悪影響への懸念が足下で沸騰している。この点について、以下考察しよう。

まず**図表3**のように、足下の円建て輸入物価は約1年ぶりのプラスの伸びまで高まっている。しかし、21~22年時の前年比+30~50%のような高い伸び率には至っていない。

図表3: 輸入物価指数

21~22年時の輸入物価は大幅高騰、足下はプラス回帰



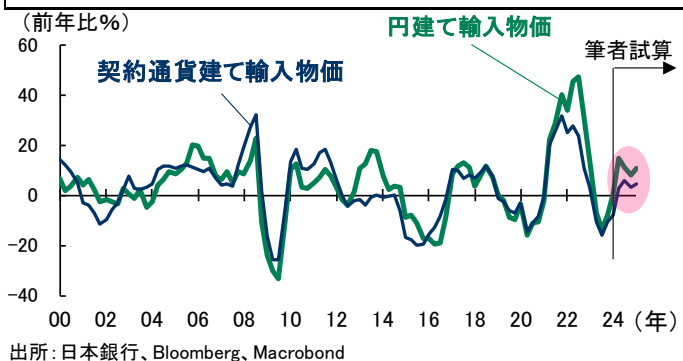
足下の輸入物価は、特に円建てと契約通貨建ての乖離が大きくなりつつあり、円安による押し上げが大きくなりつつある。そのため、今後の円安の進行により、輸入物価がさらに上振れ、国内物価にも波及して物価高が長引き、個人消費の回復が遅れることが懸念されている。

4. メインシナリオでは21~22年時の再来の公算は小さく消費への影響は大きくない

そこで、弊社5月マンスリー(☞[レポートリンク](#))時点のメインシナリオの見通しを前提に、今後の輸入物価を予測したものが**図表4**だ。下記予測は、為替レートと原油価格(これに連動する石油関連輸入物価)を想定し(その他の条件は全て23年1~3月期から不変)、輸入物価を試算している。なお、円建て輸入物価を試算する上で使用される為替レートについては、過去の傾向を確認すると、対ドル円レートとの相関が極めて強いいため、単純化のため、ドル円レートをを用いて試算した。

図表4: 輸入物価指数見通し(当社5月時点メインシナリオ)

輸入物価は21~22年時ほどの高騰は回避の見込み



上記予測によれば、今後の円建て輸入物価は4~6月期に前年比+10%を超える伸びまで高まるものの、21~22年時ほどの伸び率には至らない公算だ。過去と比較しても、突出して高い伸びというほどでもない。やはりメインシナリオ通りとなれば、今後春闘による33年ぶりの大幅賃上げの効果もあり、実質賃金は改善に向かっていくと期待される。

5. 円安だけでは輸入物価の大幅上昇の公算は極めて小さい

それでは、どの程度の円安となれば、円建て輸入物価を通じて国内の物価や消費に無視しえない程度の影響が発生するのか、考えてみよう。以下では、21~22年時のように輸入物価が前年比+30%を超える伸びに至るかどうかにについて検討してみる。

まず単純に円安による押し上げ効果だけを考慮し、その他の条件は全て不変と仮定しよう。すると、4~6月期以降の為替レートが170円/ドルとなれば、7~9月期には前年比+32%まで伸びが高まると試算された。

裏を返せば、現状の円レート(155円/ドル)から多少、円安が進んだとしても、輸入物価の上昇率は21~22年時には遠く及ばないということだ。現状の日米実質金利差がさらに大幅に拡大しなければ、170円/ドル水準まで円安が進むとは考えづらく、非現実的な想定だ。

6. 円安・原油高が相応に進まない限り21~22年時の再来の公算は小さい

輸入物価を決定する要因として大きいのは、円安だけでなく原油価格だ。原油価格との連動性が強い石油関連輸入物価のウェイトは20%を超え、全体に与える影響が最も大きい。

そこで次に、為替レートに加えて原油価格についても、円建て輸入物価が前年比+30%を超える伸び率となる想定を考えてみよう(なお、為替レート、原油価格以外の条件は不変と仮定)。すると、この場合は、例えば為替165円/ドル、原油価格95ドル/バレルと試算された。

ただ、この想定も、FRBの年内利下げなしや世界経済の大きな好転、地政学リスクの高まりなどが重ならない限り、実現性は低いといえよう。

なお為替レートを一定(155円/ドル)として、円建て輸入物価が前年比+30%を超える伸び率となる原油価格の想定は120ドル/バレルだ。言うまでもなく、この水準が実現する公算は現段階では小さい。

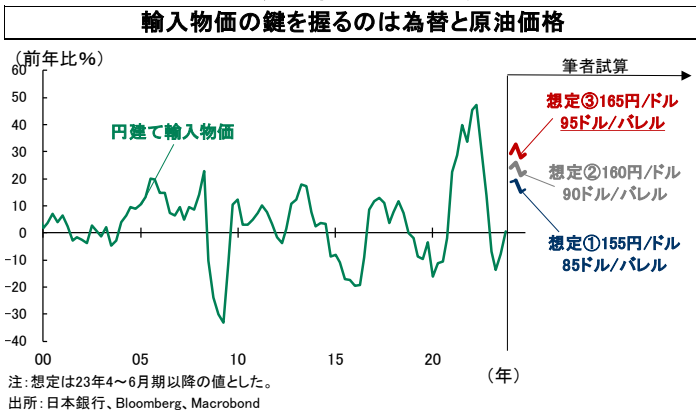
以上を踏まえると、為替レート、原油価格が今後メインシナリオの見通しから相応に外れて円安・原油高が進んでいかない限り、21~22年時のような輸入物価高騰は再現しない。現段階では、テールリスクシナリオと言ってよさそうだ。

図表5(次頁)では、リスクシナリオの参考として為替レートと原油価格の想定が、①155円/ドル・85ドル/バレル、②160円/ドル・90ドル/バレル、③165円/ドル・95ドル/バレルの3つのケースの場合の輸入物価の先行きのシミュレーションを図示した。特に③のケースになれば、過去と比較しても相応に高い伸び率となることが明らかだ。

7. 食品価格の動向は個人消費のリスク要因

最後に、その他のリスク要因として懸念される点としては食品価格が挙げられる。

図表5: 輸入物価指数



の上昇につながるかもしれない。かつてない物価高の継続により、消費者の予想インフレ率は過去よりも高まりやすくなっている可能性がある。そうなれば、企業の価格転嫁はますます速く進んでいくことになる。

足下のCPIでは、食品価格の減速傾向が続いており、第一の力減衰が確認されるが、今後再び盛り返していくかどうか引き続き注視が必要だろう。帝国データバンクの調査(リンク)では、原材料高と円安により、今秋以降に値上げラッシュが再び広がるリスクが指摘されている。

宮嶋貴之

筆者の以前のレポート(“第一の力”復活で日本の物価は上振れるのか? レポートリンク)で指摘したように、足下では天候不順による食品原材料価格の高止まりが懸念されている。今後の見通しについては天候次第の面が大きく、お天道様のみぞ知るといふことだ。ただ、気象庁のエルニーニョ監視速報(リンク)によれば、夏場になるとラニーニャ現象の発生確率が60%と予想されており、楽観はできない。

天候不順が続いて食品原材料価格が今後高騰した場合、輸入物価の伸びはメインシナリオよりも少し高まる可能性がある。ただ、輸入物価に占める食品関連は10%弱のため、石油関連製品と比べて小さい。そのため、輸入物価全体を押し上げる効果自体はそこまで大きくない。

極端な仮定になるが、当社メインシナリオの為替レート・原油価格を想定し、これに加えて食品価格が21~22年時と同等の伸びまで高まると仮定したとしても、4~6月期以降の輸入物価の伸びは前年比+20%を下回ると試算される。やはり21~22年当時は、円安・原油高・食品高のトリプルショックが起こった極めて異例の事態だったと言えよう。

ただ、食品価格の高騰は食品需要を下押しする効果が相対的に大きいとみられる。足下の食品需要を図表6でみると、価格高騰もあって大きく低迷している。

図表6: 飲食料品売上高(実質)と価格
飲食料品消費は価格上昇で不調のまま



過去の傾向からは、食品関連の輸入物価とCPI食品価格には1年程度のラグがあるため、すぐさま国内物価には波及しない可能性が高い。ただ、過去とは異なり、食品関連企業の価格設定行動に変化が生じていれば、食品販売価格への転嫁は過去よりも速く進む可能性もある。

特に、食品価格は消費者にとって購入頻度の多い品目となるため、値上げとなれば体感物価高騰を通じて予想インフレ率



尾河 真樹 (おがわ まき)
 執行役員(金融市場調査部担当)
 チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より当社。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『(最新版)本当にわかる為替相場(2023年日本実業出版社)』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ(2018年朝日新聞出版社)』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



菅野 雅明 (かんの まさあき)
 金融市場調査部
 シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクспレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



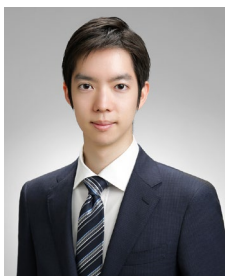
石川 久美子 (いしかわ くみこ)
 金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Xでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)
 金融市場調査部長 兼 調査課長
 シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より当社。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



森本 淳太郎 (もりもと じゅんたろう)
 金融市場調査部 シニアアナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、特にユーロやポンド、スイスフランなどの欧州通貨を専門に担当。TOKYO MX「Stock Voice 東京マーケットワイド」、日経CNBC「朝エクспレス」「GINZA CROSSING Talk マーケットニュース」などにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。2013年東京大学経済学部卒。



宮嶋 貴之 (みやじま たかゆき)
 金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

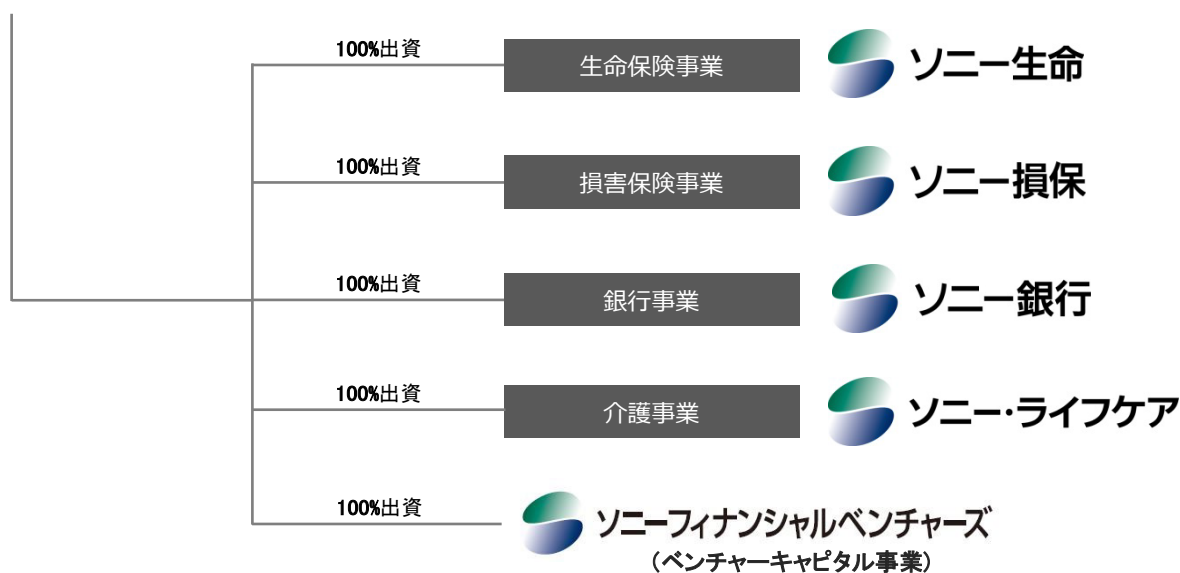
本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客様に提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfg.co.jp>