

日本経済情報 2022 年 4 月号

Summary

【内 容】

円安が急速に進行

円安は悪なのか？

今後も貿易赤字が
続き円安地合いは
継続

コロナ感染者数は
下げ止まり

人出回復に一服
感、消費行動は未だ
慎重さを残す

家計関連分野の景
況感が大幅改善

輸出は下げ止まるも
回復は見込み薄

設備投資の一部に
足踏み感

輸入物価の上昇が
波及し企業物価は
高止まり

消費者物価は 2%
程度まで上昇

企業の価格転嫁行
動に変化も

伊藤忠総研
チーフエコノミスト
武田淳
(03-3497-3676)
takeda-ats
@itochu.co.jp

副主任研究員
中浜萌
(03-3497-2894)
nakahama-moe
@itochu.co.jp

円安とインフレ

ドル円相場は日米金利差の拡大や日本の貿易収支の悪化を背景に 1 ドル = 130 円近くまで円安が進行。日本経済にとって円安はプラスなのかマイナスなのか見極めが必要な状況に。

極めて単純化すれば、円安のメリットは輸出の増加による企業利益の拡大である。一方でデメリットは物価上昇による家計所得や企業利益の目減りであり、その額は輸入の増加分と等しい。すなわち、輸出と輸入が同規模であれば円安はメリットとデメリットが相殺し中立、輸入が上回る貿易赤字状態であればデメリットが勝り、円安は悪となる。

今後も鉱物性燃料の価格は高止まり、貿易赤字の状態が少なくとも 1~2 年は続き、ドル円相場も円安地合いが継続しよう。ただし、日米金利差の拡大余地は限られるため、円安進行の勢いは弱まるとみられる。

国内に目を転じると、3 月から 4 月にかけてコロナ新規感染者数は減少、まん延防止等重点措置が全国で解除されたことから、人の動きは回復しつつある。ただ、4 月中旬にかけて回復の動きに陰りも見られる。

人出の回復を受けて、3 月は家計関連分野の業界で景況感が大幅に改善、個人消費が回復していたことを示した。一方、輸出は 3 月にかけて下げ止まるも、先行きはウクライナ情勢や中国のコロナ感染再拡大により停滞が懸念される状況。設備投資は、機械投資に計画先送りの動きが見られるも、建設投資はオフィスビルを除き拡大傾向。

一部の需要に弱さが見られる背景には物価の上昇があろう。輸入物価は極めて高い伸びが続き、企業物価は川下まで価格転嫁が進み高止まっている。消費者物価も携帯料金による押し下げの大部分が剥落する 4 月には前年同月比 2% 以上へ伸びが高まり、その後、夏場にかけては一旦鈍化するも 10 月には再び 2% 超となる見込み。ただ、安定した上昇基調と判断するには賃金上昇やサービス分野を含む幅広い価格上昇が必要。

そうした中、企業の販売価格見通しが調査開始以来の高い伸びを記録したことは、価格転嫁行動の変化を期待させる動き。4 月 27~28 日の金融政策決定会合は、引き続き現状維持が見込まれるが、こうした変化が消費者物価見通しにどのように反映されるか注目したい。

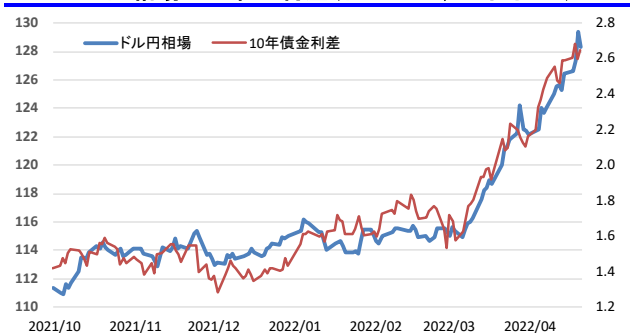
円安が急速に進行

ドル円相場は、3月上旬の1ドル＝115円前後から4月20日には一時1ドル＝129円台半ばまで上昇、円安が急速に進行している。その主な原因として、次の2点が挙げられる。

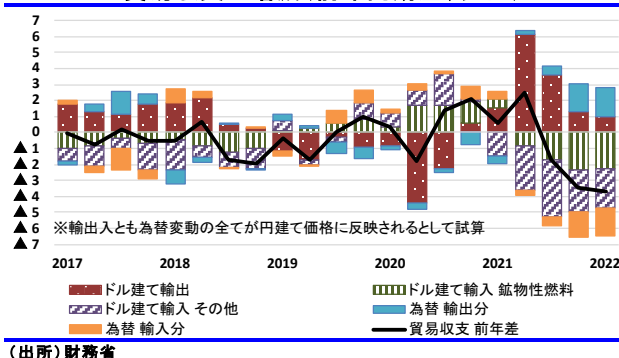
第1は、日米の金利差拡大である。米国では目標を大きく上回る物価の上昇を受けて中央銀行にあたるFRBが3月15～16日のFOMC（米連邦公開市場委員会）で利上げ開始を決定、その後もパウエル議長が次回5月3～4日の会合で利上げのペースを加速させる可能性を示唆しており、インフレ抑制のため速いペースでの利上げが見込まれている。米国の長期金利は、3月上旬以降、今後見込まれる利上げのスケジュールを織り込みながら上昇ペースを速めている。代表的な長期金利の指標である米国債10年物利回りは、3月上旬まで2%をやや下回る水準で推移していたが、以降は急速に上昇、4月下旬には3%超えを窺う状況となっている。

一方、日本の長期金利（10年国債利回り）は、米国と異なり消費者物価上昇率は金融政策が目標とする2%に届いていないことから、現時点で日銀が上限とする0.25%を超えることはない。その結果、日米の10年国債利回りの差も3月上旬の1.6～1.7%ポイント程度から、4月下旬には2.6%ポイント程度まで拡大している（下左図）。そのため、低金利の日本円を売って金利の上昇が続く米ドルを買う動きが強まり、ドル円相場は、日米金利差の拡大を追いかける形で上記の通り円安ドル高が進んでいる。

ドル円相場と日米金利差（円／ドル、%ポイント）



貿易収支の増減（前年同期差、兆円）



もう1点は、日本の貿易赤字の拡大である。原油や天然ガス、石炭など鉱物性燃料の価格高騰を受けて、輸入額が急増、貿易収支（輸出－輸入）は四半期ベースで2021年7～9月期に赤字に転じ、2022年1～3月期には3.3兆円まで拡大している。貿易赤字の拡大は、一般的に輸出で受け取る米ドルなどの外貨を売り円を買う需要より、輸入に必要な外貨を買うため円を売る需要の方が多くなるため、円安ドル高圧力となる。

なお、貿易収支が赤字に転じた2021年7～9月期以降の増減の様子を見ると（上右図）、前年同期に比べ収支が悪化した原因は、①主に価格の上昇により鉱物性燃料の輸入増が2兆円前後まで拡大したこと、②国内景気の持ち直しを受けて鉱物性燃料以外の輸入増も3兆円前後まで拡大したこと、③海外景気の急回復が一服して輸出の増加幅が急速に縮小したことである。為替変動（円安）は、輸入を増やしてはいるが、輸出も概ね同額増やしているため、これまでのところ、さほど大きな影響はない。

円安は悪なのか？

急速に進行する円安は、果たして日本経済にとってプラスなのかマイナスなのか。既に様々な議論が交わされているが、ここでは大胆に論点を絞り込んで単純化したうえで整理してみたい。

まず、円安のメリットを挙げると、第一に輸出の増加による企業利益の拡大であろう。外貨建ての取引であれば、輸出品の販売価格が上昇し輸出企業の売上、そして利益が増加する。円建て取引でも、外貨建ての価格が低下するため競争力が高まり、数量面で輸出を増加させる。後者について、数量増により外貨建て価格の値上げと同等の利益を得るとの大胆な仮定を置けば、結局、円安による輸出の増加額（メリット）は、もともとの輸出額に為替変動分を掛け合わせたものとなる。

一方で、円安のデメリットは、物価上昇による需要押し下げであり、より具体的に示せば、家計の購買力低下による個人消費の減少や、コスト増による企業業績の悪化が投資の減少、ないしは雇用の抑制を通じて個人消費を減少させることである。こちらを単純化すれば、個人消費や投資の減少額は家計所得と企業利益の減少額合計が上限となり、その額は円安によって輸入が増加する額と等しくなる。輸出同様、外貨建て取引なのか円建てなのかで状況は異なるが、単純化すれば円安による輸入の増加額（デメリット）は、輸入額に為替変動分を掛け合わせたものとなる。

こう考えると、円安によるメリットとデメリットは輸出額と輸入額の大きさで決まるため、輸入が輸出を上回る状況、つまり貿易収支が赤字であれば、円安のデメリットがメリットを上回るということになる。つまり、貿易赤字の状態にある現在、今後、円安がもたらすデメリットの方が大きくなる可能性が高く、その善悪を問われた場合、これからは円安の悪が勝る部分が多くなる、と答えるのが適当であろう¹。

今後も貿易赤字が続き円安地合いは継続

円安を悪者にした張本人の貿易赤字は、今後どうなるのか。赤字拡大の原因となった鉱物性燃料の価格高騰は、対ロシア制裁の長期化が見込まれるため当面は沈静化を期待できない。その他の輸入も日本経済が正常化に向かう中で相応に増加しよう。輸出は拡大を続け赤字縮小に貢献しようが、ウクライナ危機の影響によって世界経済の回復ペースは緩慢なものにとどまり、赤字の全てを打ち消すには及ばないだろう。そのため、貿易赤字の状態が少なくとも今後1～2年は続くと思込まれる。

貿易赤字は、先述の通り円安圧力を高める要因となる。ただ、もう一方の円安要因である日米金利差の拡大余地は限定的であろう。米国の長期金利（国債10年物利回り）の天井は、量的緩和の効果がある程度残る数年のうちは3%程度がせいぜいだと考えられる²。一方で、日本の長期金利は数年のうちに上限が引き上げられる可能性が高い。そのため、ドル円相場は今後も貿易赤字を背景とする円安地合いが続くものの、日米金利差の拡大が鈍る分、円安進行の勢いも弱まり、円安による日本経済への悪影響も、拡大には歯止めが掛かっていくものとみられる。

コロナ感染者数は下げ止まり

国内の経済情勢に目を転じると、新型コロナウイルスの新規感染者数は、2月に1日あたり10万人を超え

¹ より正確には、サービス貿易の収支も考慮する必要があるが、インバウンド需要が消滅した現在、サービス収支は恒常的な赤字であり、結論は変わらない。また、円安には所得収支の黒字を拡大させる効果があるが、所得収支の黒字は専ら海外における再投資に向けられることが多いこともあり、ここでの議論からは外した。

² 米国の潜在成長率を2%、長期安定的なインフレ率を2%とすると、長期金利の均衡水準は4%程度となるが、量的金融緩和による押し下げ効果はコロナ前でも1%程度あり、当面の量的金融緩和縮小はその水準までとなるとの考えに基づく。

る日もあったが、3月下旬には1週間平均で4万人前後まで減少、2月下旬に1日あたり200人を超えた死亡者数も50人程度に減少している（右図）。

こうした状況を受けて、政府は3月21日に「まん延防止等重点措置」を全国で解除している。4月に入り、経済活動の再開もあって新規感染者数は下げ止まっているが、ワクチン3回目の接種率が50%近くまで上昇（4/21時点で49.8%）していることもあり、今のところ再拡大には至っていない。

ただ、国内のオミクロン株は感染力がより強い「BA.2」系統への置き換えが進んでおり、4月1週目には全体の6割を占め、5月1週目には93%まで増加すると見込まれている³。4月11日には、さらに感染力が強い可能性がある「XE」系統が国内で初めて確認されるなど、感染再拡大の懸念は残っており、今後の状況には引き続き留意が必要である。

人出回復に一服感、消費行動は未だ慎重さを残す

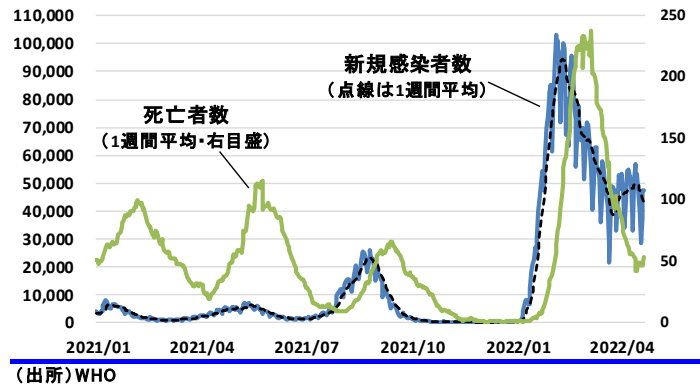
コロナ感染者数の減少や行動制限（まん延防止等重点措置）の解除により、人の動きは回復しつつある。Google社の集計したデータによると（右図）、消費支出と相関の高い「乗換駅」における人出は、2月上旬にコロナ直前の水準に比べ▲30%超落ち込んでいたが、4月中旬には▲17%程度まで改善している。同様に消費支出と相関の高い「小売・娯楽」施設付近の人出は、2月上旬の▲20%前後から3月終盤には▲6%程度までマイナス幅が縮小した。ただ、その後はやや悪化しており、4月中旬は▲10%程度で推移している。また、生活必需品の購入が中心とみられる「食料品店・薬局」周辺の人出は、3月までプラス圏、すなわちコロナ直前の水準を上回っていたが、4月に入りマイナスに転じる日が増えている。「職場」周辺の人出は概ね▲10%程度で大きな変化はない一方で、「住宅」周辺の人出はプラス幅が縮小傾向にあるなど、消費者の行動は未だ控えめな部分を残している。

家計関連分野の景況感が大幅改善

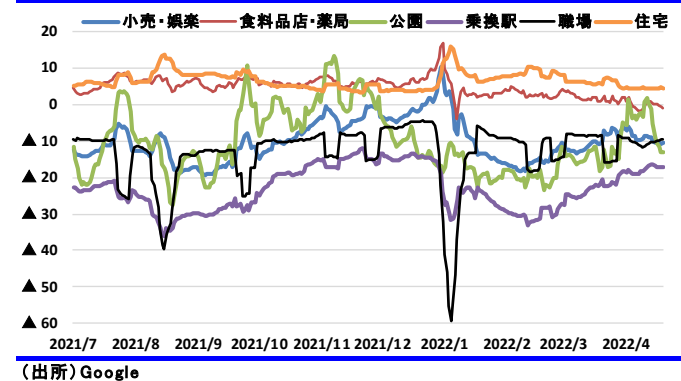
コロナ感染が抑制されたことによる個人消費の復調は、景気ウォッチャー調査からも確認できる。同調査のうち、小売や飲食、サービスなどの「家計動向関連」分野における現状判断指数（水準）は、年初からのオミクロン株の流行により今年1月は29.2へ大幅に悪化、2月も28.5と低迷が続いたが、3月は40.7へ改善した。コロナ感染第5波が収束した昨年9月（29.5）から10月（42.3）にかけてと概ね同様の動きが見られた。

内訳を見ると（次ページ右上図）、外出の動きと関係が深い百貨店（1月30.0→2月23.3→3月45.3）やレジャー施設関連（32.1→31.4→45.5）、コンビニ（34.8→36.9→46.2）の改善が目立った。改善幅という

新型コロナウイルスの状況（人）



人の移動の状況（コロナ前との比較、一週間平均、%）



³ 国立感染症研究所の推計による。

意味では、飲食関連（11.6→15.3→38.1）や旅行・交通関連（12.2→14.0→37.1）が大底から脱する動きを見せた。そのほか、生産調整の影響を受けて悪化していた自動車販売店（42.7→37.8→43.5）もやや改善、家電量販店（36.0→32.6→46.3）が大きく改善した。一方で、スーパー（41.6→45.7→42.2）は比較的高い水準ながら小幅悪化、巣籠り需要が弱まった可能性を示唆した。

現時点（4/22）で発表されている実際の販売データを確認すると、乗用車販売台数（新車）は部品不足

に伴う生産調整が続く中で2月の年率333.0万台から3月は343.7万台と普通車や小型車で小幅ながら改善（当社試算の季節調整値）、大手百貨店4社の3月の売上高は来客数の回復により前年同月比で3.6～8.3%増加⁴、3月のコンビニ売上高（既存店）は弁当・惣菜などの日配食品の好調などにより2月の前年同月比▲0.2%から+1.2%へ改善した一方で、3月のスーパー売上高（既存店）は主力の食料品の伸び悩みにより2月の+6.1%から+1.9%へ減速しており、景気ウオッチャー調査が示す景況感と整合的である。

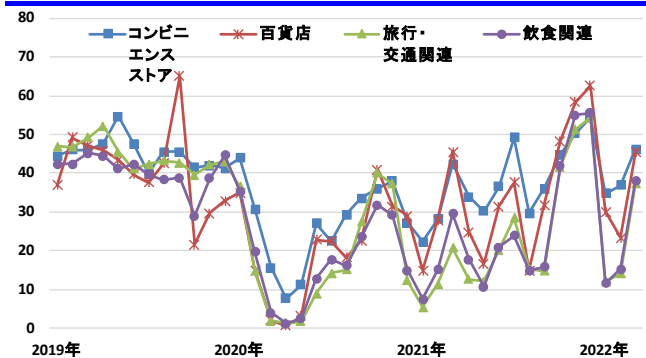
輸出は下げ止まるも回復は見込み薄

モノ（財）の輸出動向を示す輸出数量指数は、当社試算の季節調整値で2月の前月比+1.2%に続き3月も前月比+1.7%と増加が続いた（右図）。その結果、1～3月期で見ると前期比▲0.2%と概ね横ばいまで回復、昨年7～9月期の▲4.6%、10～12月期の▲1.5%と続いた減少傾向には歯止めが掛かっている。

1～3月期の輸出数量指数の動きを主な仕向け地別に見ると、米国向けは自動車の増加が続き半導体電子部品（IC）や映像・音響機器などが増加に転じたことから前期比+4.1%へ増勢を強めた（10～12月期は+0.6%）。EU向けも2四半期連続の減少から1～3月期は前期比+3.3%へ持ち直したが、アジア向けは前期比▲0.6%と3四半期連続の減少となった。中国向けは1～3月期に素材分野の落ち込みを部品を含む自動車の大幅増がカバーし前期比横ばいと下げ止まったが、その他の地域向けが不振だった模様。

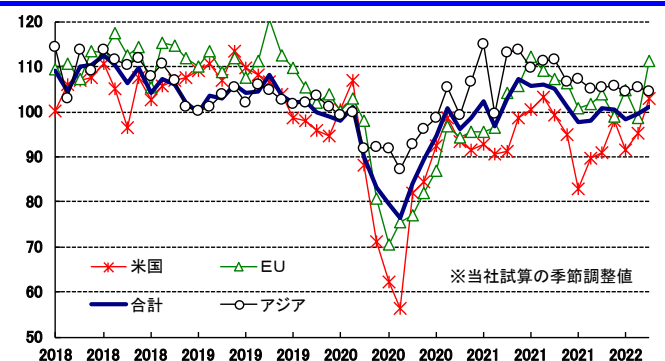
今後は、世界経済がウクライナ侵攻に対する対ロシア制裁の影響がEUを中心に世界経済を下押しすることに加え、中国におけるコロナ感染の急拡大がもたらす中国経済の停滞による需要減のほか、サプライチェーンを通じて世界的に供給面へ悪影響を与えるとみられ、改善が見られた日本の輸出も当面は停滞を余儀なくされると予想される⁵。

景気ウオッチャー調査（現状判断、水準）



（出所）内閣府

輸出数量指数の推移（季節調整値、2015年=100）



（出所）財務省

⁴ 大手4社とはJフロンティア、高島屋、三越伊勢丹HD、そごう西武。FNNプライムオンラインによる。

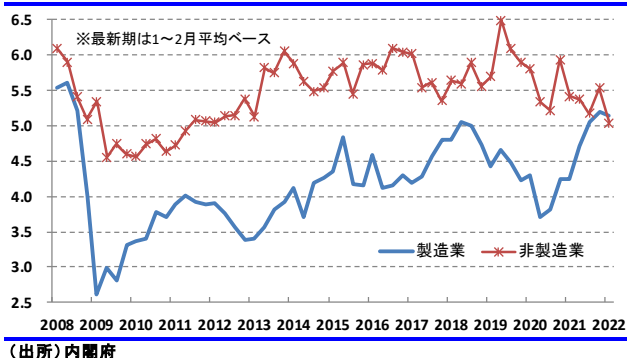
⁵ 世界経済の見通しについては、2022年3月31日付 Economic Monitor「世界経済改定見通し～ウクライナ情勢を踏まえ大幅下方修正」参照。 <https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2177/>

設備投資の一部に足踏み感

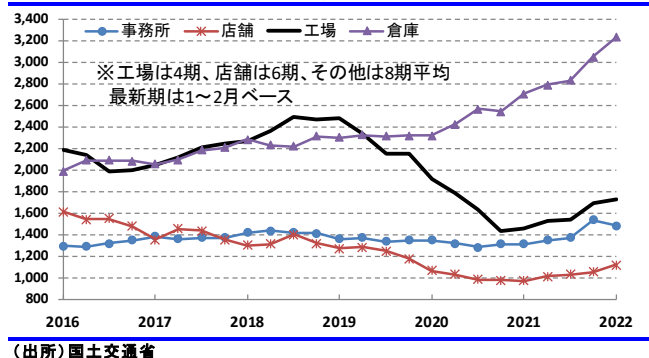
持ち直しの動きを見せていた設備投資は、一部に足踏みの動きが見られる。機械投資の先行指標である機械受注（船舶・電力を除く民需）は、1月に前月比▲2.0%と5ヵ月ぶりのマイナスに転じたが、2月は▲9.8%へマイナス幅が大きく拡大した。製造業からの受注（2月前月比▲4.8%→3月▲1.8%）は小幅減にとどまったが、非製造業からの受注（▲1.9%→▲14.4%）が情報サービス業や金融・保険業を中心に大きく落ち込んだ（下左図）。

3月調査の日銀短観でも、設備投資計画において2021年度の着地見通しが全産業で前回調査の前年比+7.9%から+4.6%へ、うち製造業が+11.6%から+7.6%へ、非製造業が+5.7%から+2.9%へ下方修正されており、企業が業種を問わず幅広く設備投資を抑制している様子が窺える。ただ、2022年度の設備投資計画は全産業で前年比+0.8%とこの時期の調査としては高い数字となっていることから⁶、企業の設備投資意欲は依然旺盛であり、コロナ感染再拡大や物価上昇を受けた金融情勢の不安定化などを受けて、計画を先送りしているに過ぎないと考えられる。

機械受注の推移(季節調整値、年率、兆円)



建設着工床面積の推移(千㎡)



一方、建設投資は底堅い動きを見せた。建設投資の先行指標である建設着工床面積（民間非住宅）は、1月の前年同月比▲1.7%から2月は+12.3%と大幅なプラスに転じ、1～2月平均では前年同期比+5.4%となった。10～12月期の前年同期比+32.0%に比べると大幅減速であるが、均してみれば増勢を維持しているとみられる。用途別には（右上図）、事務所（オフィスビル）に頭打ちの動きが見られるものの、倉庫は堅調拡大が続き、工場や店舗も緩やかな持ち直し傾向にある。

輸入物価の上昇が波及し企業物価は高止まり

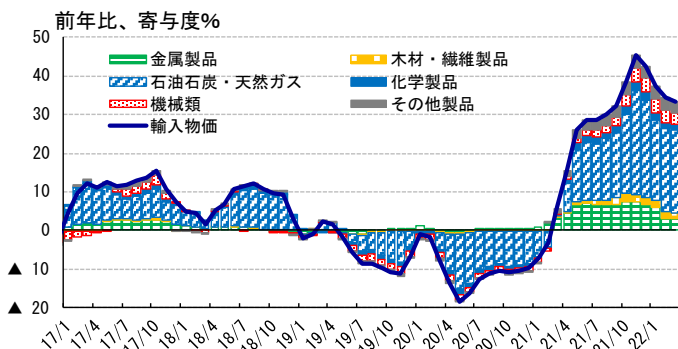
消費活動の回復が足踏みし、企業行動にも一部に慎重さが見られる背景に物価の上昇があることは間違いない。主要国による対露制裁を受けた原油など資源相場の上昇に加え、円安の進行もあり、輸入物価は引き続き高い伸びが続いている（次ページ上左図）。輸入物価の上昇は国内物価に波及、企業間の取引価格である国内企業物価は3月に前年同期比+9.5%と1981年以来の伸びを記録した（次ページ上右図）。内訳を見ると、川上の石油・石炭製品や非鉄金属、川中の鉄鋼・建材関連や化学品などの上昇が続いていることに加えて、機械類や食料品など川下製品への波及が進みつつある。今後も川下製品への価格転嫁が一段と進み、企業物価は全体として高止まりの状況が続くと予想される。川下企業にとっては、コスト上昇

⁶ 日銀短観の設備投資計画についての評価は、2022年4月1日付 Economic Monitor「日銀短観3月調査：景況感は悪化するも良好な水準、設備投資計画は強気を維持、人手不足は一段と強まる」参照。

<https://www.itochu-research.com/ja/report/2022/2179/>

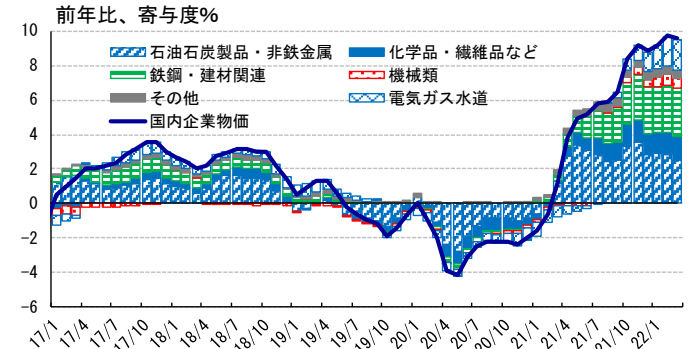
圧力が当分続くことになる。

輸入物価の推移(前年同月比、%)



(出所) 日本銀行

国内企業物価の推移(前年同月比%)



(出所) 日本銀行

消費者物価は2%程度まで上昇

さらに川下の消費者物価も、原材料コストや賃金の上昇を受けて、穏やかに上昇している。天候要因などによる変動が激しい生鮮食品を除いたコア消費者物価(生鮮食品を除く総合)を見ると(右図)、3月は前年同月比+0.8%と2月の+0.6%から上昇幅を拡大している。

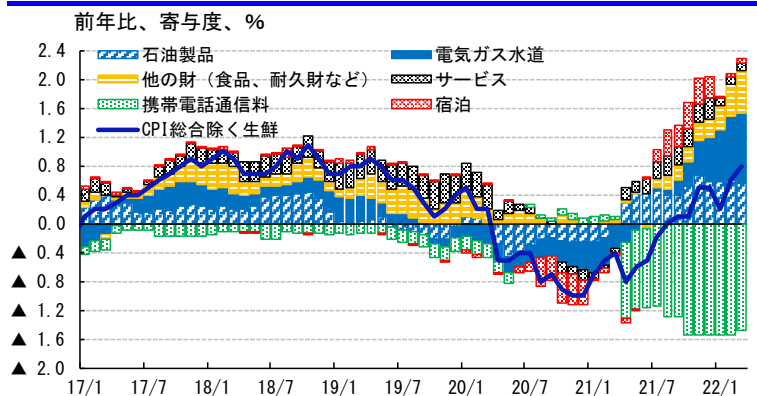
内訳を見ると、3月はガソリンなどの石油製品と電気・ガス代の合計で1.5%ポイント、その他の財(食料品、耐久財など)が0.6%押し上げた。一方で、携帯電話通信料の値下げで1.5%ポイントも押し下げており、この影響を除くとコア消費者物価の上昇率は+2.3%程度となる計算である。

その意味で、コア消費者物価上昇率は事実上、金融政策修正の目途とされる2%に到達したという解釈もできるが、うち大部分は資源高や円安を受けたエネルギー関連や食品など財(モノ)の価格上昇によるものであり、消費活動の半分を占めるサービス価格の上昇は外食など一部にとどまっている。つまり、日銀の目標である「安定的な」2%の物価上昇と言える状況にはない。

物価の上昇が一部に偏っていることは、日銀が作成する物価の「加重中央値」からも確認できる。加重中央値とは、各品目の物価上昇率の中央値⁷を、消費額の大きさを考慮して抽出したものであり、2月は前年同月比+0.1%とゼロ付近にとどまっており、この状況はこのところ大きく変化していない。つまり、上記のコア指数(+0.6%)が示す物価はエネルギー関連など一部の限られた品目で押し上げられているに過ぎず、全体的に基調として上昇しているわけではない。

4月の消費者物価は、携帯電話通信料の値下げの影響の大部分が剥落することに加え、公共料金などサービス価格の改定期でもあることから、コアで前年同月比2%以上の上昇となる可能性が高い。その後、夏

消費者物価の推移(前年同月比%)



(出所) 総務省

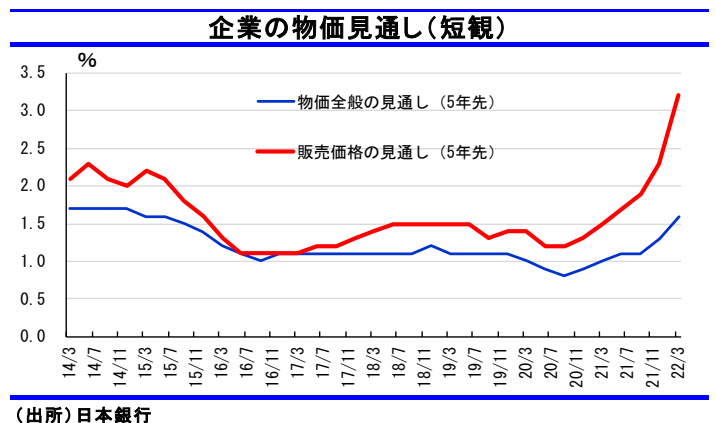
⁷ 平均値ではなく、大きい順番に並べた場合、中心となる値。

場にかけては、原油などエネルギー資源価格の上昇が一服しているうえ、政府がガソリン価格の上昇抑制を狙った補助金の増額を検討していることもあり、伸びが鈍化する局面もあるだろうが、10月にはこれまでのエネルギー価格の上昇が電力やガス料金に反映されることを主因に再び2%を超える姿が予想される。

ただ、現在の枠組みの下で金融政策が修正されるには、物価が基調としても上昇していることを確認する必要がある。そのためにはサービス消費が回復、賃金が上昇し、サービス価格へのコスト転嫁が進むことが条件となろう。

企業の価格転嫁行動に変化も

以上の通り、日本では欧米と異なり 2%の物価目標達成までの道のりはまだ相当に長い、これまでにない動きが見られることも事実である。3月調査の日銀短観では、企業の5年先の販売価格見通しが+3.2%となり、前回調査から+0.9%ポイント上昇、2014年の調査開始以来の高水準となった(右図)。これは、企業の価格設定スタンスが従来の慎重な姿勢から積極的にコスト上昇分を転嫁する姿勢へと変化する可能性を示唆している。この見通しを実現するように企業が行動すれば、輸入品やエネルギー価格、賃金といったコストの上昇分を製品価格に転嫁する動きが広がり、いよいよ日本でも正常な物価の上昇基調を取り戻し、根深いデフレ体質から脱却することが期待される。



日銀は、一段と円安が進む懸念が燃える中、4月27~28日に金融政策決定会合を迎える。これまで見た通り、今のところ消費者物価の上昇率が安定的に2%を超える状況にはないため、現在の金融政策の枠組みが維持される限り、金融政策に変更はない。もちろん、金融政策の枠組みを変える必要があるほど円安が物価目標の達成を困難にしているとも言える。そのため、結果的に円安進行を牽制することがあるとすれば、それは消費者物価見通しの修正であろう。今回から2024年度の実質GDP成長率と消費者物価の見通しが示されることになる。2%の物価目標達成が視野に入りそうな時期はいつ頃になるのか、注目される。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。