

# 一次産品の高騰や円安により物価上昇が加速

## ～政府はウィズコロナへの移行を進める方針～

南 武志

### 要旨

原油・穀物など一次産品価格の高騰や円安の進行により、国内にもインフレ圧力が高まってきた。携帯電話通信料の引き下げ効果が一巡したこともあり、4月の全国消費者物価は一気に前年比2%台まで上昇率を高めたが、エネルギー・食料品など生活必需品を中心とした値上がりであるだけに、家計の負担感が高く、消費への悪影響も懸念されている。

一方、コロナ感染「第6波」が基調として収束に向かっていることから、政府はウィズコロナへの移行を本格化させ、観光などのサービス消費や訪日外国人の受け入れ拡大などによるインバウンド需要の回復などで経済活動を活性化させる意向である。

こうした中、海外金利につられて上昇圧力がかかっている国内金利の上昇を阻止するため、日銀は0.25%の指値オペを連日実施することを決定、現行の大規模緩和を粘り強く継続する姿勢をより明確にした。

図表1 金利・為替・株価の予想水準

年／月 項 目	2022年				2023年
	5月 (実績)	6月 (予想)	9月 (予想)	12月 (予想)	3月 (予想)
無担保コールレート翌日物 (%)	-0.020	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00	-0.10～0.00
TIBORユーロ円(3M) (%)	-0.0490	-0.10～0.00	-0.10～0.05	-0.10～0.05	-0.10～0.05
国債利回り	20年債 (%)	0.715	0.50～0.85	0.50～0.85	0.50～0.90
	10年債 (%)	0.225	0.00～0.25	0.00～0.25	0.00～0.25
	5年債 (%)	0.005	-0.10～0.10	-0.10～0.10	-0.10～0.12
為替レート	対ドル	127.3	115～132	115～135	115～135
	対ユーロ (円/ユーロ)	136.6	125～145	125～148	125～148
日経平均株価 (円)	26,748	27,000±3,000	27,500±3,000	28,000±3,000	29,000±3,000

(資料)NEEDS-FinancialQuestデータベース、Bloombergより作成(先行きは農林中金総合研究所予想)

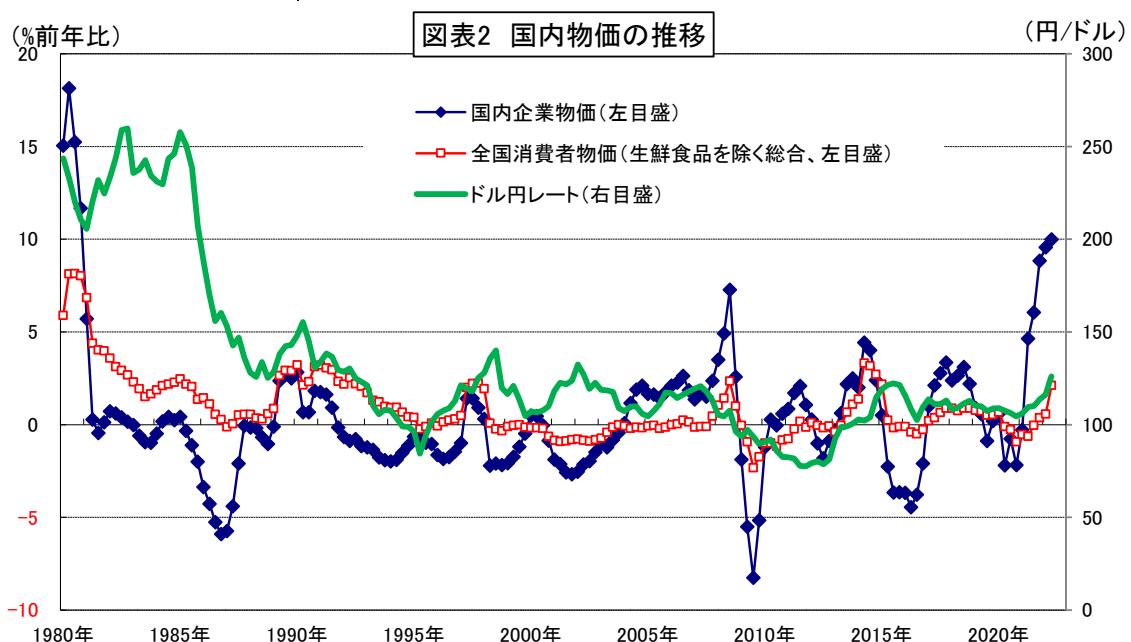
(注)実績は2022年5月24日時点。予想値は各月末時点。国債利回りはいづれも新発債。

### 国内にインフレ圧力が波及

ウィズコロナに乗り遅れた日本では、景気動向が新型コロナの感染状況に大きく依存する状態から抜け出せず、一進一退が続いていることに加え、2021年度にかけて大幅に引き下げられた携帯電話通信料の影響もあり、国内のインフレ圧力は低調な状態が続いた。しかし、21年度下期以降は、原油・穀物など一次産品価格の高騰や円安進行による輸入インフレの影響が国内にも波及し始めた。

2月にはウクライナ情勢が徐々に緊迫化し、ロシアが軍事侵攻に踏み切ったことで国際商品市況は一段高となったほか、3月には米連邦準備制度(Fed)が利上げに踏み切ったことを契

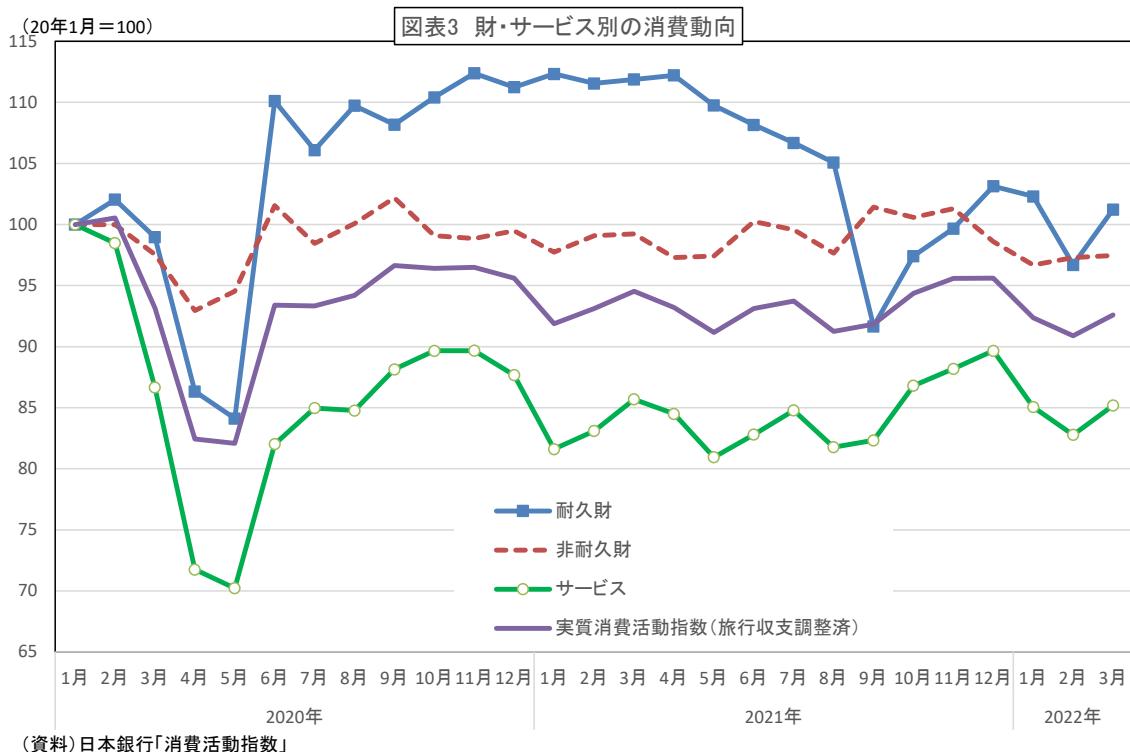
機に円安が加速、国内企業でコスト高を価格転嫁する動きが相次いだことから、主要な国内物価指標では大幅な上昇が見られた。4月の国内企業物価は前年比10.0%（14ヶ月連続の上昇）と、第2次石油危機の余韻が残る1980年12月（同10.4%）以来の高い伸びとなった。また、4月の全国消費者物価（生鮮食品を除く総合、以下コアCPI）も前述した携帯電話通信料による影響が剥落し始めたこともあり、同2.1%と、15年3月以来（消費税要因を除くと08年9月以来）の2%台まで一気に上昇率を高めた。



（資料）総務省統計局、日本銀行

### 日銀は今後とも大規模な金融緩和を継続する意向

しかし、日本銀行は足元の2%前後の物価上昇を決して望ましい姿ではないとしている。黒田総裁は最近の講演で、①わが国のGDPは既にコロナ前の水準を上回った米欧と異なり、コロナ前の水準を2%強下回っている、②資源価格上昇によって海外に所得が流出するなど、景気への下押し効果に見舞われている、③目先の物価上昇はエネルギー主導の持続性に乏しいものであり、中長期のインフレ予想が急激に上昇しているわけではない、とし、現在は金融政策の正常化を進める環境にはないと評価している。そのうえで、現時点での金融政策の役割は緩和的な金融環境を通じて総需要の回復をしっかりとサポートし、賃金上昇を伴った安定的・持続的な2%の物価目標の実現を目指していく、と説明している。



(資料)日本銀行「消費活動指數」

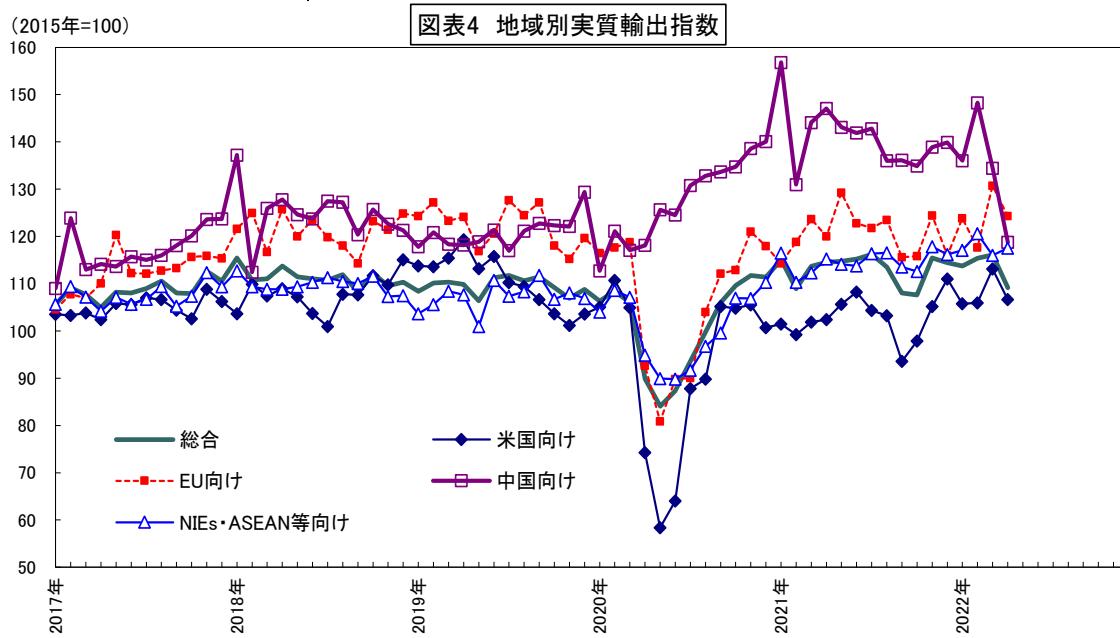
### 「第6波」が収束し、 国内景気の持ち直し が再開

以下では最近の国内経済の動向を確認したい。1~3月期のGDP第1次速報によると、最多時36都道府県に「まん延防止等重点措置」が適用され、21年末にかけて持ち直しが進んだ飲食・宿泊などサービス消費が再び悪化したほか、3回目のワクチン接種に向けた医薬品輸入の増加などもあり、実質経済成長率は前期比年率で▲1.0%のマイナスに転じた。これで過去6四半期にわたってプラス成長とマイナス成長を交互に繰り返したことになり、正に「一進一退」といえる。

一方、2月中旬以降はコロナ感染「第6波」が収束に向かつたことから、3月21日をもって「まん延防止等重点措置」が全て解除された。それを好感して家計・企業のマインドが回復、最近はサービス消費などで再び持ち直しがみられている。4月の景気ウォッチャー調査によれば、景気の現状判断DI(方向性)が50.4と前月から+2.6ポイントの上昇(2ヶ月連続)となり、4ヶ月ぶりに50を上回った。また、先行き判断DIも50.3と前月から+0.2ポイントの上昇(3ヶ月連続)で、2ヶ月連続の50超となった。さらに、3月の実質消費活動指数(旅行収支調整済、日本銀行)も前月比1.9%と4ヶ月ぶりに上昇(うち実質サービス指数は同2.9%と3ヶ月ぶりの上昇)するなど、消費も持ち直しつつある。

## 中国向け輸出が激減

一方、昨年来の半導体不足など「供給の混乱」は続いているほか、ゼロコロナ政策を堅持する中国での上海市などを対象とした都市封鎖の影響が生産・輸出面に表れている。4月の実質輸出指数（日本銀行試算）は前月比▲6.0%と3ヶ月ぶりの低下となったが、上海市などで都市封鎖を実施した中国向け輸出が3月（同▲9.4%）に続き、同▲11.6%と大きく低下、コロナ禍当初の20年3~4月並みの水準まで落ち込むなど、サプライチェーン寸断の影響が出た。鉱工業生産も半導体不足によって自動車生産が頭打ち気味の推移が続いているが、目先は上海市などの都市封鎖による部品供給難の影響で下押しされるとみられる。



## 経済見通し：ウィズコロナへの移行でサービス消費やインバウンド需要が景気持ち直しを牽引

「第6波」は収束方向にあるといえ、新型コロナ感染は今なお「第5波」のピーク時と同程度の新規感染者数が続いている。しかし、高齢者の3回目のワクチン接種が進み、重症化リスクがかなり抑制されているほか、一部で警戒された大型連休後の感染のリバウンドが軽微だったことから、政府はウィズコロナへの移行を本格的に進め、経済活動を後押しする意向を強めている。6月1日からは帰国・入国者数の上限を1日約2万人（現在は約1万人）に増やすほか、およそ8割の帰国・入国者について検査や自己隔離などが免除される方針である（新たな変異ウィルス発生時には早急に措置の見直しを行う予定）。

また、20年末から停止しているGoToトラベル事業の代わり

## 物価見通し：年度半ばには2%台半ばまで高まる

に導入された「県民割」や「ブロック割」の期間延長や対象拡大（なお、大阪府民割は6月1日に、東京都民割は6月中旬にそれぞれ開始）、さらにはGoToトラベルの再開など、各種の需要喚起策で経済活動を支援する方針である。コロナ禍の下で家計貯蓄率は高止まりを続けているが、いわゆる「リベンジ消費」への期待は日増しに強まっている。

一方で、冒頭で触れたように一次産品価格の高騰や円安によって、国内にインフレ圧力が波及しつつある。岸田首相が推進しようとする「新しい資本主義」では賃金はコストではなく、人への投資との認識が示されているが、22年の春闘賃上げ率は21年より高まると見込まれている。とはいえ、足元のエネルギー・食料品といった生活必需品を中心とする物価上昇によって日常生活が厳しくなったと感じる世帯も少なくないと思われる。そのため、「リベンジ消費」による景気回復の勢いは若干抑えられる可能性がある。

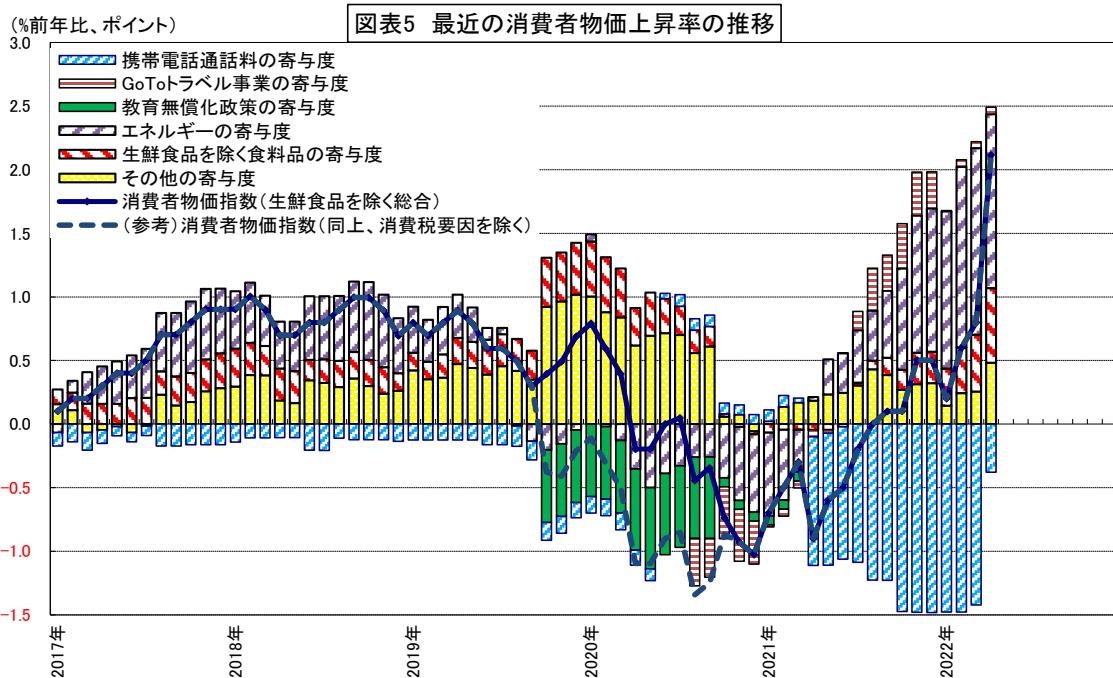
また、開戦から3ヶ月が経過したウクライナ戦争も長期化する様相となっており、世界貿易の収縮や原油・穀物など一次産品価格の高止まりなどを通じて、コロナ禍からの持ち直しを探る世界経済にとって大きなリスク要因となっている。

とはいえ、当総研では行動制限が大きく緩和された足元4~6ヶ月期の日本経済は再びプラス成長となり、その後もウイズコロナへの移行が進むとの前提の下、サービス消費やインバウンド需要が牽引する格好で回復基調が続くと予測している（詳細は5月23日発表の当総研「2022~23年度経済見通し」を参照）。

冒頭でも触れたように、国際商品市況の高騰と円安進行によるインフレ圧力が国内に本格的に波及し始めている。4月の全国消費者物価指数統計によれば、「生鮮食品を除く総合（コアCPI）」は前年比2.1%と、3月（同0.8%）から大幅に上昇率を拡大させ、日銀が目標として掲げている2%台まで一気に高まった。物価のベース部分を見る際に用いられる「生鮮食品・エネルギーを除く総合（コアコアCPI）」でも同0.8%と、21ヶ月ぶりのプラスに転じた。21年度を通じて▲1.29ポイントの寄与度となった携帯電話通信料の引き下げが一巡し始めたことが主因であるが、外食や加工食品などの値上げが加速するなど、コスト増を価格転嫁する動きが本格化しつつある。

先行きは、夏場にかけてエネルギーの物価押上げ効果が一段

と高まるほか、携帯電話通信料の要因による物価上昇率押上げが若干残っていること、さらに広範囲な財・サービスで値上げの波が押し寄せていることから、年度半ばには一時的に2%台半ばにまで高まる可能性があるだろう。



(資料)総務省統計局の公表統計より作成

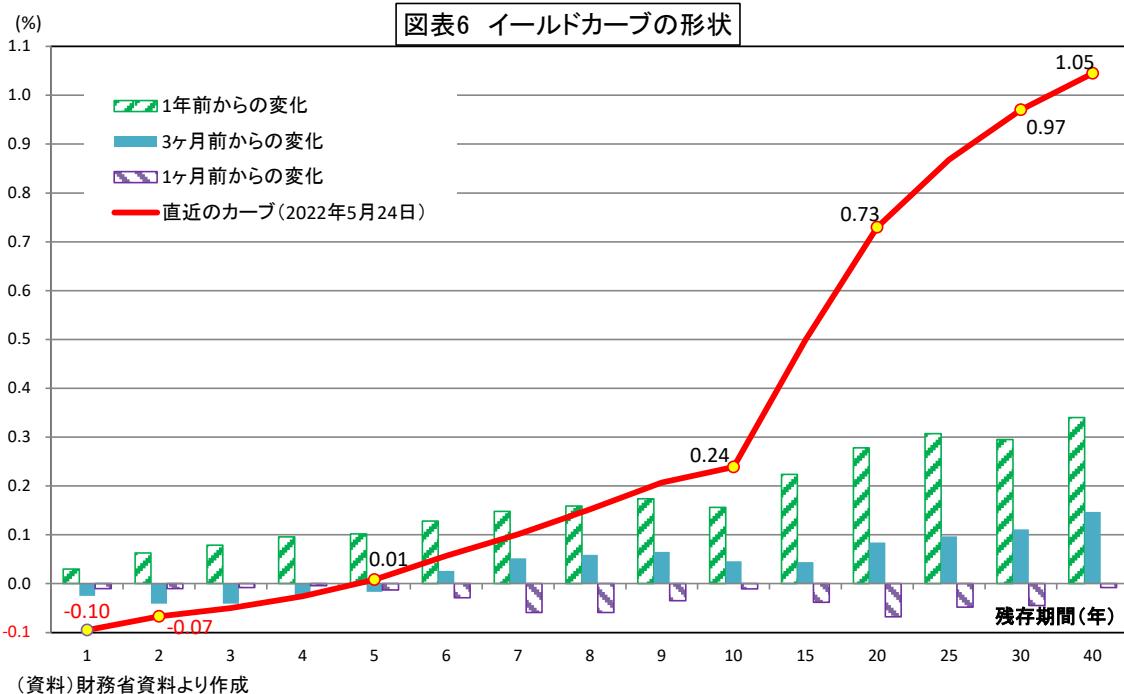
### 金融政策：指値オペの連日実施により0.25%超の金利上昇を阻止する姿勢を明確に

円安進行が日本経済・物価に及ぼす影響への警戒が高まる中、日銀は4月27~28日に金融政策決定会合を開催、現行の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで継続することを決定した。加えて、長期金利(10年物国債金利)が0.25%を上回らないよう、明らかに応札が見込まれない場合を除き、0.25%での指値オペを毎営業日、実施することを決定した。

同時に公表された「展望レポート」では、22年度の物価見通しについて、全国コアで前年度比1.9%へ大幅に上方修正した半面、原油高効果などの一巡から23、24年度には同1.1%へ鈍化するとし、今後3年先も「安定的な」物価2%の達成は見通せないことが示された。一方、今回からコアコアCPIの予測値が示されたが、こちらは22年度:0.9%、23年度:1.2%、24年度:1.5%と、徐々に高まることになっている。

今回決定された「指値オペの連日実施」、展望レポートでの物価見通しなどからは、日銀は金融政策の正常化を封印し、今

後とも粘り強く金融緩和を継続する姿勢を改めて確認できた。しかしながら、コア CPI が展望レポートよりも高めに推移する、もしくは年度下期に入ってポスト黒田体制が現実味を帯びるようなことになれば、近い将来の政策正常化がイールドカーブ形成に強い影響を与える可能性があるだろう。



## 金融市場：現状・見通し・注目点

### 長期金利は誘導目標の上限に接近

内外の金融市場では、欧米諸国でのインフレ動向とそれに対する金融政策の対応、さらにはそれが景気減速・悪化につながる可能性などに注目が集まっている。国内株価は概して上値の重い展開が継続したほか、対ドル・対ユーロレートは円安進行が一服する動きとなった。以下、長期金利、株価、為替レートの当面の見通しについて考えてみたい。

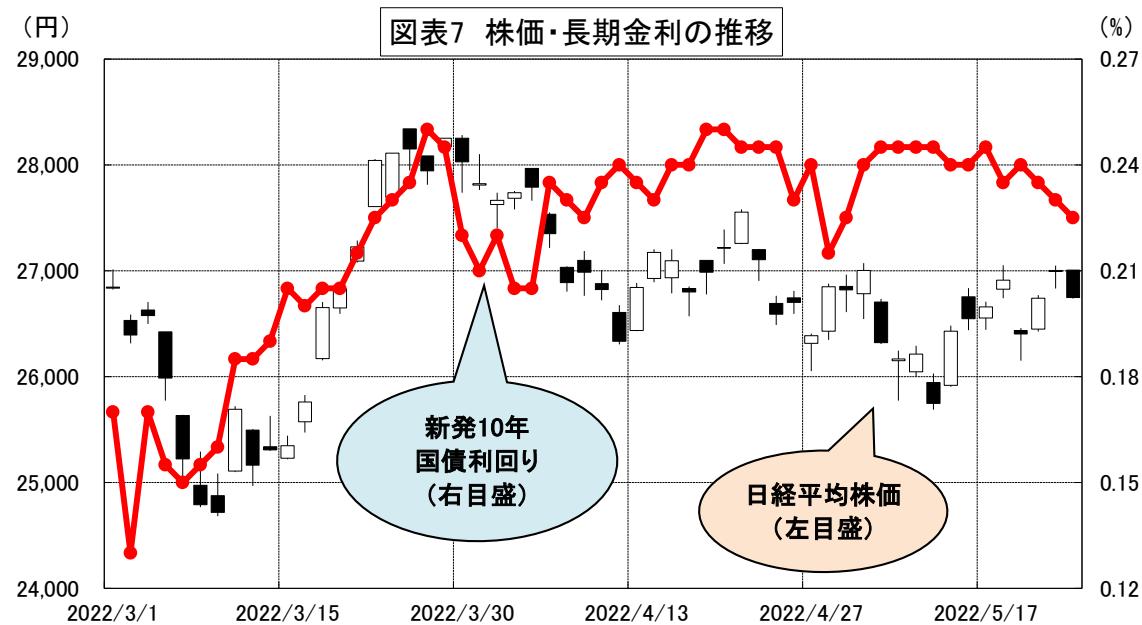
#### ① 債券市場

22年入り後、利上げ開始が現実味を帯びた米国の金利上昇につられて、国内長期金利（新規10年物国債利回り）も上昇傾向を強めた。2月上旬には日銀も政策正常化に向けて動くとの観測が浮上、誘導目標の上限である0.25%に迫った。それに対して日銀は指値オペを通告、0.25%を死守する姿勢を明確にした。その後、緊迫化するウクライナ情勢を受けたリスクオフで0.13%まで低下する場面もあったが、3月以降は米国長期金利の上昇圧力が再び強まり、国内金利は0.25%近くまで上昇した。そのため、日銀は4月下旬にかけて連続指値オペを通知し

## 長期金利は引き続き 0.2%程度での推移

たほか、4月の決定会合では指値オペを連日実施することを決定、金利上昇を阻止する姿勢をさらに明確にしている。その結果、長期金利は上昇圧力が燻る中、0.2%台前半での推移が続いている。

日銀の方針によって10年ゾーンの金利については当面ゼロ%近傍（0%±0.25%）で推移するよう操作されるとみられる。金利上昇圧力が高まっても指値オペの連日実施によって0.25%を上回ることはないだろう。米国の利上げが景気減速につながることも意識されつつあるが、基本的に現状水準の0.2%程度での推移が続くと予想する。



（資料）NEEDS FinancialQuestデータベースより作成

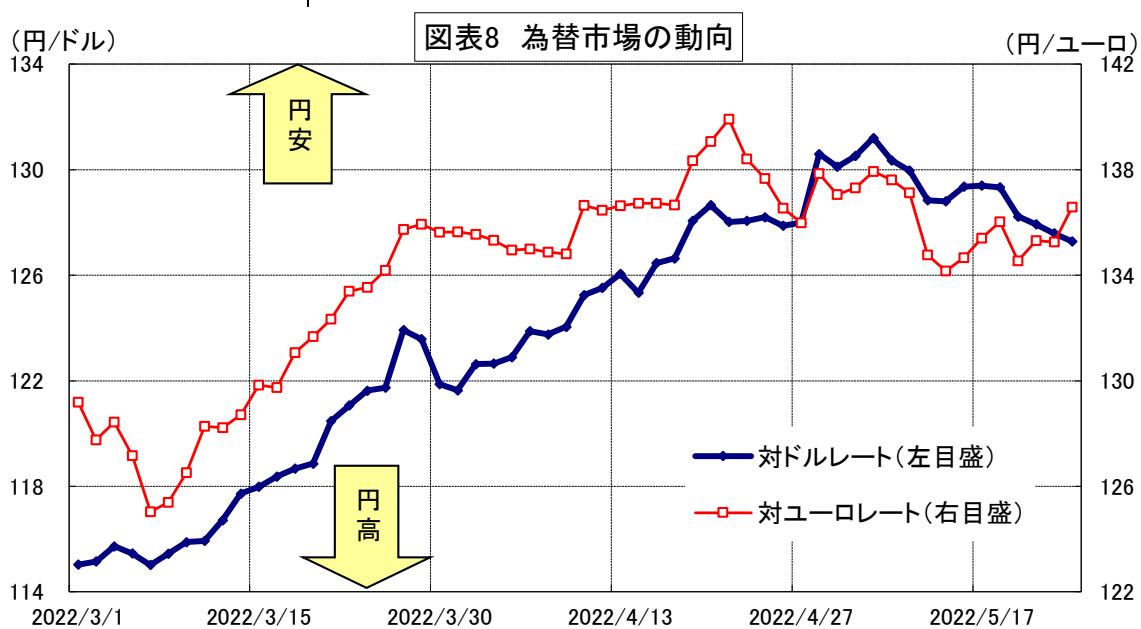
## しばらくは上値の重い展開

### ② 株式市場

年初こそ日経平均株価は一時29,388円台まで上昇する場面もあったが、その後はコロナ感染再拡大（第6波）や米国の金融政策の正常化ペースが加速するとの警戒感、さらにはウクライナ情勢の緊迫化によって原油など一次産品価格が急騰したことから、3月上旬にかけて続落、一時1年4ヶ月ぶりとなる24,000円台まで下落した。3月中旬にかけて原油価格が急落したほか、円安進行が輸出企業の業績押上げにつながるとの期待から、株価は持ち直しに転じ、3月下旬には一旦28,000円台を回復した。しかし、その後は想定を上回るペースでの米利上げによる景気への悪影響などが警戒され、株価は総じてみればじり安の展開となっており、直近は26,000円台を中心レンジと

したもみ合いが続いている。

先行きは、引き続き、泥沼化しつつあるウクライナ情勢を横目に見つつ、主要国中銀による金融政策の正常化が景気のソフトランディングに成功するのに注目が集めるほか、投入コスト上昇に見舞われた国内企業の動向（価格転嫁や収益圧迫の可能性）なども意識されるだろう。しばらくは上値の重い展開が続くと思われるが、ウィズコロナへの移行が進めば、新型コロナの国内経済・企業活動への影響は徐々に弱まっていくとみられる事から、年後半に向けて株価は持ち直していくと予想する。



(資料)NEEDS FinancialQuestデータベースより作成 (注)東京市場の17時時点。

### 当面は円安状態が継続

#### ③ 外国為替市場

22年入り後、ドル円レートはしばらく1ドル=115円前後での展開となつたが、3月には米国の利上げが迫り、かつロシアのウクライナ軍事侵攻によって国際商品市況が一段高となつたこと、さらには中国・上海市での都市封鎖によるグローバルサプライチェーンの寸断が供給制約を一層強め、インフレ圧力がさらに高まるとの予想を強めたことから、内外金利差はさらに拡大するとの見方が強まり、円安ドル高が進行した。4月下旬には日銀が大規模な金融緩和を継続することを決定したことから、20年ぶりの130円台となつた。ただし、5月中旬以降は、米国での急ピッチの利上げが景気減速につながるとの警戒から、株価が軟調に推移していることもあり、円安が一服、や

## 対ユーロレートも円安進行が一服

や円高に戻している。

先行き、基本的に日米金利差が拡大していくとの見通しであるが、現状の為替レートにかなりの程度織り込まれていると思われる。それゆえ、円安ドル高状態は続くものの、米国の利上げがさらに進むとの予想が強まらない限り、円安が一段と進む可能性は低下したと思われる。なお、ウクライナ戦争の展開次第では不規則な動きが強まる場面もあるだろう。

対ユーロレートも4月下旬には一時1ユーロ=140円台と約7年ぶりの水準まで円安が進行したが、この1ヶ月間は円安進行が一服した動きとなっている。欧州中央銀行(ECB)は7~9月期で資産購入プログラム(APP)を終了する方針であるほか、7月にも利上げを開始し、年内にはマイナス金利を解除するとみられるものの、ウクライナ情勢の影響を受けやすく、エネルギー問題を抱えていることから、当面は現状水準でのもみ合いが続くと思われる。

(22.5.25現在)