

みずほマーケット・トピック(2014 年 7 月 23 日)

米消費者物価指数(CPI)を受けて考える為替相場

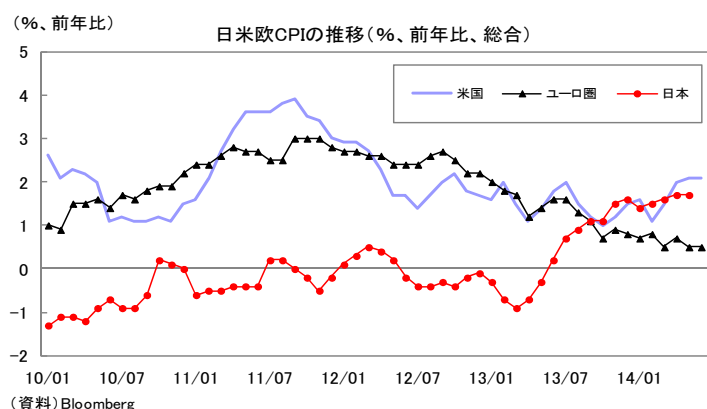
日米欧の物価情勢を比較すると日米が互角になりつつあること、ユーロ圏だけが取り残されつつあることが良く分かる。日米物価格差が(一時的かもしれないとは言え)大幅に縮小していることは、「円高の歴史」を築いてきた「購買力平価では円高」という論点が崩れることを意味しており、見通し作成上の重要な前提が変化しつつあることは留意したい。一方、米国及び日本とユーロ圏の物価格差は看過できない水準まで拡大しつつあり、相対的なデysinフレ状況がユーロ相場の上昇を肯定する構図が続いている。例えば、生産者物価指数(PPI)で比較すると、日米は前年比2~3%上昇でほぼ互角の状況が続いているが、ユーロ圏では10か月連続で前年比マイナスとなっており、理論的には、長期的なユーロ相場が対ドル及び対円で騰勢を強めそうな状況。

～コア CPI は予想ほど高進せず～

昨日の為替相場はドル相場が堅調を維持する展開。注目された米 6 月消費者物価指数(CPI)は前月比0.3%上昇と市場予想と合致し、食料・エネルギーを除くコアベースで同0.1%上昇と市場予想をやや下回った。発表前後に雑多な動きが見られたが、コア CPI が予想ほど高進しなかったこともあり、ドルが一方的に買われるような展開にはなっていないが、それでも金融政策の正常化を当て込んでドルを求める向きは根強いものと見受けられる。最近2~3か月で米物価情勢の注目度は俄かに高まっており、今後は雇用と並ぶ重要指標と考えた方が良いでしょう。既に、雇用の増勢が安定感を得つつある中、物価も2%近傍の推移を安定的なものにするのならば限りなくデュアルマシナリー(物価安定&雇用最大化)が実現するわけで、利上げは必然的に想像されやすくなる。

～日米物価格差は足許で消滅～

右図は日米欧に関し、CPI の推移を見たものである。図示されるように、今や米国と日本の物価上昇率に殆ど乖離は無く、相対的なデysinフレ状況が円相場の上昇を肯定するという構図は弱まりつつある(日本の物価上昇が持続的かどうかという議論はあるが)。こうした現状を踏まえれば、日米物価格差は購買力平価説の面から含意を探るよりも、その物価の強弱



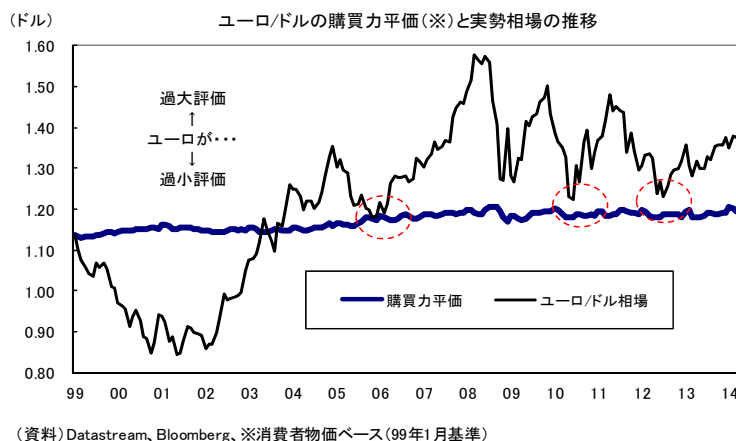
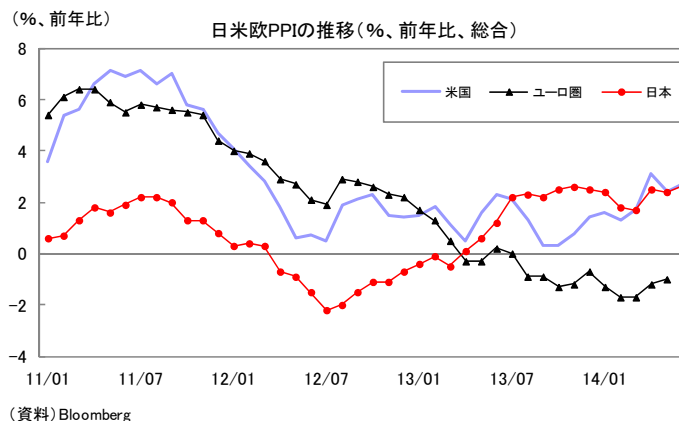
が米金融政策のタカ・ハト見通しにどう直結するかを考える方が現実的だろう。具体的には、「米国の物価が強い(弱い)→FRB がタカ派(ハト派)傾斜→金利上昇(金利低下)→ドル上昇(下落)」といった連想が今後は支配的になっていきそうである。なお、日本の物価に関しては、黒田日銀総裁

による「1%割れの可能性はない」との言動によって、「1%」が緩和催促のトリガー水準に仕立て上げられてしまった感は強い。為替相場に対する影響としては、1%を上回っている間は軽微な影響に止まりそうだが、下回ってくれば俄かに緩和観測が高まり、円相場は下落を迫られることが予想される。いずれにせよ、日米物価格差が(一時的かもしれないとは言え)大幅に縮小していることは、「円高の歴史」を築いてきた「購買力平価では円高」という論点が崩れることを意味しており、これによって見通しを作成する上での重要な前提が変化しつつあることは留意したい。

～欧米物価格差は看過できない水準～

片や、前頁図に示されるように、米国及び日本とユーロ圏の物価格差は看過できない水準まで拡大しつつあり、相対的なデフレーション状況がユーロ相場の上昇を肯定する構図にある。こうした状況は生産者物価指数(PPI、※日本は企業物価指数で正確にはCGPIだが、ここではPPIとする)で見るとさらに明白である。日米のPPIは前年比2～3%の上昇でほぼ互角の状況が続いている一方、ユーロ圏では2013年8月以降、10か月連続で前年比マイナスとなっている。経済の上流段階では既にデフレが定着しているという事実は看過できず、理論的には、長期的なユーロ相場が対ドル及び対円を騰勢を強めそうなのが想定される。「円高の歴史」を振り返れば、短期的な乱高下はありながらも、結局は日本の巨大な経常黒字やデフレ傾向がドル/円相場の方向感を規定してきたことは無視できない。

なお、本欄では幾度か指摘してきたように、ユーロ/ドルの歴史的な下値は購買力平価であった(図)。こと為替の方向感を探る上では物価上昇率のプラス・マイナスといった符号は重要ではなく、あくまで2通貨間の相対的な高低が購買力平価の方向感を規定する。そう考えると、足許で見られている欧米ないし日欧の物価格差がそのままとすれば、ユーロ相場をサポートしてきた購買力平価は徐々に押し上げられてくる可能性も想定される。



以上

国際為替部
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。

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/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年7月22日	格差が始めたユーロ圏住宅価格～BIS年次報告に絡めて～
2014年7月18日	週末版(「事後的なイベント」は押し目の好機～狭いレンジでの処世術～)
2014年7月17日	『展望レポート』中間評価などについて
2014年7月15日	円相場は損益分岐点か?～「さくらレポート」などを受けて～
2014年7月14日	FRB、「今の利上げ」は「将来の利下げ」のため?
2014年7月11日	週末版(ポルトガルの銀行不安を受けて～金融不安は日本化懸念のダメ押し～)
2014年7月10日	巨額和解金騒動から派生する決済通貨の多様化論
2014年7月8日	国際収支や対内対外証券投資などから得られる需給イメージ
2014年7月7日	「生活意識に関するアンケート調査」に見る日本経済の現状
2014年7月4日	週末版(ECB理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～)
2014年7月2日	フィリップス曲線にみるユーロ圏の構造変化
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版(「動かない相場」は企業の想定通り?～ブラザ合意以降で最小の月間レンジに～)
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡?～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時?～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略素案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か?
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア?
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBIにまつわる3つの「分かり難さ」
2014年6月6日	週末版(ECB理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～)
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか?～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か?～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(ECB理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～)
2014年5月8日	イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか?
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト?～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか?～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに躍いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か?～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見える円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和と先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)