

みずほマーケット・トピック(2015年11月11日)

米輸入物価下落が示す「不況の輸入」

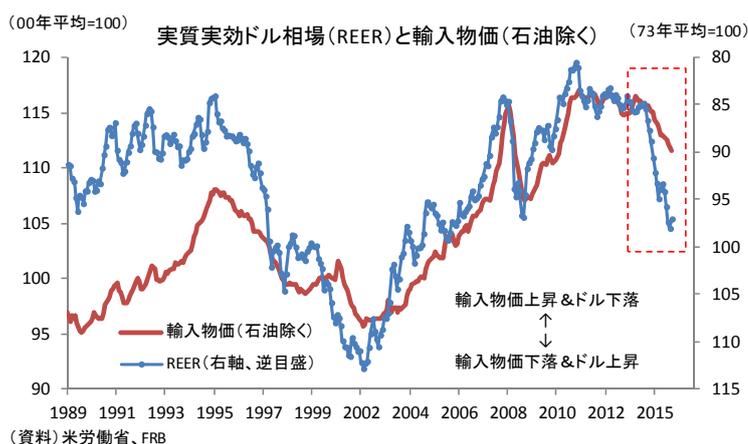
米労働省が発表した10月輸入物価指数は前月比▲0.5%と、下落の市場予想を上回る落ち込み。また、9月分も速報段階の▲0.1%から▲0.6%に大きく下方修正されている。石油を除くベースの輸入物価も下落基調にあり、利上げ期待を受けたドル高が明らかにデysinフレ圧力という副作用を引き起している。実質実効ドル相場(REER)と輸入物価指数(石油除くベース)の歴史的な経緯を踏まえれば、足許のドル高が輸入物価(ひいては各種国内物価)に効いてくるのはまだこれからというイメージ。最近見られている輸入物価の大幅下落が意味するところは、「不況は通貨高を通じて輸入される」という事実。そのドル高が製造業を始めとして米企業部門に陰を落とし始めているのが現状と思われるが、「正常化の虜」となったFRBはこの辺りの問題意識に乏しい。

～年内のユーロ/ドル下押しは止む無し～

昨日の為替市場も米利上げ観測を背景としてドル相場が上昇する展開が続いている。対円では123円台前半で方向感を見出し難い状況が続いているものの、対ユーロでは一時1.0674と6か月ぶりの高値をつけている。年内はFRBとECBの政策格差が前面に押し出される時間帯が続き、ユーロ/ドルの下値リスクは大きいと考えざるを得ないだろう。だが、ユーロ安はあくまでも「壮大な投機」であるとの筆者の認識は変わらず、来年通年で見た場合は再び反騰局面が訪れるだろう。

～ドル高の副作用は明らか～

現在の相場を支配している米12月利上げという前提はかなり確度が高くなっているものの、やはりその先の不安は拭えない。昨日、米労働省が発表した10月輸入物価指数は前月比▲0.5%と、下落の市場予想(▲0.1%)をさらに上回る落ち込みとなった。また、9月分も速報段階の▲0.1%から▲0.6%に修正されている(輸入物価は年初10か月のうち8か月で前月比マイナスとなっている)。



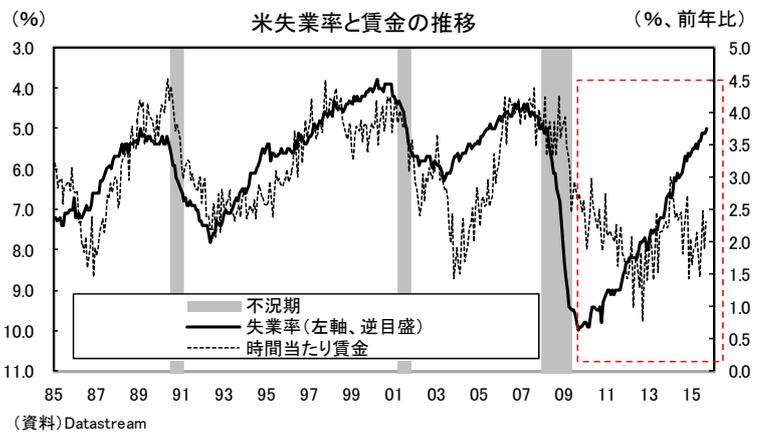
主として石油を筆頭とする商品価格にけん引された動きだが、後述するように石油を除くベースの輸入物価も下落基調にあり、利上げ期待を受けたドル高が明らかにデysinフレ圧力という副作用を引き起しているように見受けられる。過去の本欄でも図示したように、実質実効ドル相場(REER)と輸入物価指数(石油除くベース)の歴史的な経緯を踏まえれば、足許のドル高が輸入物価(ひいては各種国内物価)に効いてくるのはまだこれからというイメージである。

～不況は輸入される～

結局、最近見られている輸入物価の大幅下落が意味するところは「不況は輸入される」という事実だろう。正確に言えば、「不況は通貨高を通じて輸入される」という事実である。一昨日公表された経済協力開発機構(OECD)の世界経済見通しでは2016年の実質GDPに関し、世界経済全体では9月時点の前年比+3.6%から+3.3%に大幅に引き下げられ、国・地域別に見ても米国、ユーロ圏、日本の見通しがそれぞれ下方修正された。FRBはあくまで国内の経済・金融情勢に照らして政策を調整するというのが本筋ではあるものの、現状、世界で金融政策を引き締め方向で調整できるほどの地力を有するのは米国のみであり、その結果としてドル独歩高が惹起されている。そして、そのドル高が製造業を始めとして米企業部門に陰を落とし始めているわけだが、「正常化の虜」となったFRBはこの辺りの問題意識に乏しいという印象が拭えない。

～雇用と賃金の関係は慎重に見積もるべき～

もちろん、雇用情勢の改善が今後ラグを伴って物価全体の押し上げに効いてくるというのがFRBの言い分である。要するに「これから上がってくるから、今引き締めないと間に合わない」という理屈である。現に、10月雇用統計では雇用者数と共に平均時給が急伸したことも大きなサプライズとなった。だが、雇用改善が必ずしも賃金上昇に結びつかない、少なくとも両者の間に



かつてのような安定的な関係が見られないというのは既に金融危機後に確認されている事実である(図)。この点に関し、ブレイナードFRB理事は、10月12日の講演で「資源稼働率に関し、古典的なフィリップス曲線が物価へもたらす影響は、現時点では非常に弱いものでしかないという事実を多様な計量経済学的推計は示唆している」と述べ、「賃金が加速していないという事実は甚大であり、それは雇用市場の弛み(スラック)が依然として存在し、労働者側の交渉力が弱い状況が続くそうという事実の兆候である」と現時点の雇用回復にも疑義を呈している。今後、FRBが想定するようなペースで賃金が強含み、物価へ転嫁されてくることへの確証がない以上、利上げは尚早ではないかという意見である。もちろん、こうした見方は悲観的であり、何よりバックワードルッキングに過ぎるという批判もある。しかし、「次の一手」は早期に巻き戻されるようなことがあってはならない「絶対に外せない一手」であることを踏まえれば傾聴に値すべきではないかと筆者には思える。

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.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファンシティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い？～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待？～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を選じたか～待ちたくされる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も？～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は？～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測度に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～糊代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価が実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の目途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのはどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か？～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分)を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～)
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分)について～no reason for complacency～)
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半期における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状や展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPIF運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)
2015年7月9日	不運が続く円安シナリオ
2015年7月6日	ギリシャ国民投票を受けて～勝負の2週間～
2015年7月3日	週末版(拡大資産購入プログラム(APP)の現状と展望について～ギリシャ情勢を受けて問われる運営方針～)
2015年7月2日	外貨準備構成通貨の内訳(15年3月末時点)
2015年7月1日	ギリシャ返済遅延と離脱に係る損失試算について
2015年6月29日	一連のギリシャ動向について～デフォルトはメインシナリオへ～
2015年6月26日	週末版(2015年上半期を終えて～素直な政策金利相場だった上半期～)
2015年6月25日	約18年半ぶりの株高を受けて～実感はあるか？～
2015年6月24日	ユーロ圏、ギリシャ以外の年内の火種は？
2015年6月23日	何故ユーロ相場は底堅いか？
2015年6月22日	ギリシャ向けエクスポージャーの現状把握
2015年6月19日	週末版(ユーロ圏財務相会合を終えて～舞台は首脳級へ引き継ぎ～)
2015年6月18日	FOMC及びSEPを受けて(6月16～17日開催分)
2015年6月16日	米4月対内・対外証券投資(TIC)レポートについて
2015年6月15日	当面のギリシャ情勢～考え得るシナリオや離脱後の相場～
2015年6月12日	週末版(黒田総裁発言の解釈～実質実効為替相場を考える～)
2015年6月10日	ユーロ圏1～3月期GDP(2次推計値)について
2015年6月9日	基礎的需給環境の確認～4月国際収支統計を受けて～
2015年6月8日	本当にFRBの早期利上げは可能になったのか？
2015年6月5日	週末版(ユーロ相場の急騰について～「壮大な投機」の後退；その②～)
2015年6月4日	ECB理事会を終えて～ポラリティ許容発言の意図～
2015年6月3日	2年ぶりの実質賃金上昇～忍び寄る交易損失～
2015年6月2日	ECB理事会プレビュー～「完全なる実施」の強調～
2015年6月1日	G7を終えて～ドル高、交差する三種の悪惑～