

みずほマーケット・トピック(2018年2月19日)

スタグフレーション懸念という誤解～最近の相場動向について～

最近の米経済指標を受けて安直にスタグフレーション懸念を口にする向きが増えている。米株高と米金利高というドル/円相場が上昇するにあたってはこの上ない条件が揃っているにもかかわらず、ドル全面安とこれに付随する円高相場が止む気配がない。こうした状況に対しては「悪い物価上昇に見舞われる国の通貨の購買力は劣化する」という極めて基本的な解説が当て嵌まりそうであり、実際、先週後半からの各種報道を見ていると「悪い金利上昇」や「双子の赤字」を理由としてドル安を解説する向きがにわかに増えている。確かに、最近の相場動向を説明するにはそのロジックしかない。だが、各種計数を踏まえる限り、この解釈は誤解に近い。近い将来、市場のテーマは無理筋な「スタグフレーション懸念」から「通常の景気減速懸念」に戻っていくことを予想。もっとも為替予想の立場からはいずれにせよ円高を示唆する状況ではある。

～にわかに浮上するスタグフレーション懸念～

先週末のドル相場は反発したものの、依然、ドルインデックスが90割れで推移するなど力弱い動きが続いている。このところ相場動向はやや解釈が難しいものが続いているが、先週14日に発表された米1月消費者物価指数(CPI)が予想比強かった一方、米1月小売売上高が予想比悪かったことを契機として安直に「不況下の物価高」、いわゆるスタグフレーション懸念を口にする向きが増えているように思われる。米株高と米金利高というドル/円相場が上昇するにあたってはこの上ない相場環境が揃っているにもかかわらず、ドル全面安とこれに付随する円高相場が止む気配がない。こうした状況に対しては「悪い物価上昇に見舞われる国の通貨の購買力は劣化する」という極めて基本的な解説が当て嵌まりそうである。実際、先週後半からの各種報道を見ていると「悪い金利上昇」や「双子の赤字」を理由としてドル安を解説する向きがにわかに増えている印象であり、制御不能な物価上昇によってドルの購買力が毀損するという展開を心配する論陣が出始めている。確かに、最近の相場動向を説明するにはそのロジックしかない。

～物価と小売売上高に対する誤解～

しかし、上述のような解釈は早計ではないか。まず、CPIは予想を上回ったものの、非線形に騰勢が強まるような兆候はない。確かに、米1月CPIは前月比+0.5%と市場予想の中心(同+0.3%)を上回り、コアベースで見ても同+0.3%と1年ぶりの大幅な伸びを記録した(市場予想の中心は+同0.2%)。だが、図示されるようにCPIにせ



(資料) Bloomberg ※FRBはPCEコアを2%付近で維持することを目標とする。

よ、FRB が重視する個人消費支出(PCE)デフレーターにせよ、コアベースで見れば、前年比の変化率は未だ+2.0%を突破するには至っておらず、市場ベースのインフレ期待(10年 BEI)も穏やかな動きに収まっている。現段階で「悪い物価上昇」を議論するようなステージとは言えない。

もっと理解に苦しむのは、この1月CPIの結果を1月小売売上高の結果と被せて議論しようという向きがあることだ。確かに米1月小売売上高は前月▲0.3%と2017年2月以来、11か月ぶりの大幅な減少を示しており、最近の漠然としたインフレ警戒ムードを併せ見ればスタグフレーションという懸念に行きつくかもしれない。だが、つい最近までデジタルイノベーションを背景とするグローバルな労働分配率低下やその結果としてのディスインフレが懸念されていたのではなかったか。ごく基本的に考えれば、小売りが伸びていないということは家計部門の購買力、端的に言えば給料が伸びていないからであり、賃金が伸びていない以上、持続的な消費・投資の加速など考えられない。当然、その最終結果としての物価上昇も懸念しようがない。なにより1月の小売売上高に関し、前月比の伸びが冴えないのはよくある話だ。例えば2013～2017年の過去5年に関し、1月分は3回が前月比マイナスである(2018年も入れた過去6年ならば4回がマイナスということになる)。11～12月の年末商戦を経た後の計数なのだから当然だろう。CPIの仕上がりにビビッドに反応して小売売上高が躓いたと考えるのは誤解である。

スタグフレーションは戦争行為などで生産設備や生活インフラが大規模に破壊された時や、何らかの事情(これも戦争があり得るが)で資源価格が急激に上昇した時にコストプッシュ主導で一般物価が上振れ、実体経済全体の購買力が劣化、結果として消費・投資行動が大きく減速する現象として発生しやすい。つまり、平時の下ではさほど現実的なシナリオとは言えない。真っ当に考えれば、多くの消費者が買えないほど物価が上がれば、企業の価格設定行動はそれに合わせて引き下げられるだろう(というよりも、多くの消費者が買えないような価格設定を企業はしないだろう)。

ちなみに、16日には米商務省が鉄鋼とアルミニウムの輸入増が安全保障上の脅威になっているとして、トランプ米大統領に輸入制限の実施を提言したことが報じられている。先般のソーラーパネルや洗濯機に対するセーフガードも同様だが、自由貿易を制限し、安価な輸入品の流入を抑止しようとする行為は結果的に国内物価の上昇要因にもなる。こうした動きも現下のスタグフレーション懸念に寄与している可能性はあるが、ごく最近の、しかも限られた財に対する措置(しかもまだ実施されているわけではない)をどこまで過大視すべきかという冷静な議論が先立つべきだろう。

～テーマチェンジは近い将来にやってくる～

足許のスタグフレーション懸念をテーマとした米株高・米金利上昇・ドル安という近年では珍しい組み合わせは決して長続きするものではないと筆者は考える。冒頭も述べたように、こうした組み合わせを綺麗に説明できるロジックはスタグフレーションの到来くらいしかないが、その兆候を現実的に感じ取ることは難しい。とすれば、現状の株・債券(金利)・為替(ドル)の値動きに関し、どれかが間違っているという話になる。なお、こと日本に限って言えば、過去1週間で見られたような円高・株高という相場つきが持続可能と考える向きはさすがに多くないだろう。円安に戻ると考えるのか、株安に戻ると考えるのか、2つに1つである。既に日銀短観12月調査で示された想定為替レートを大きく割り込んでおり、会計上の下方修正圧力は増すばかりのはずである。ここからさらに円高が進んでも日本株が続伸するなどということは考えにくい。

むしろ、今後、懸念すべきは2月雇用統計の直後に見られたような、金利上昇が景気減速の連想を呼び、株安を招く展開ではないのか。およそ中央銀行が利上げをしている以上、行き着く未来は資本コストの上昇と、それに伴う消費・投資活動の鈍化である。その結果として株価がどうなるのかは火を見るよりも明らかだろう。近い将来、市場のテーマは無理筋な「スタグフレーション懸念」から「通常の景気減速懸念」に戻っていくことを筆者は予想している。もっとも為替予想の立場からはいずれにせよ円相場が騰勢を強める状況は容易に変わりそうにないのだが。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年2月16日	週末版(本当にプレグジットは大丈夫なのか?~不穏な「第二段階」のスタート~)
2018年2月15日	ドル/円相場の水準感~円高はまだ始まったばかり~
2018年2月14日	2017年の基礎的需給環境~4年ぶりの円買い超過に~
2018年2月13日	黒田総裁続投について~「戦術」よりも「戦略」の修正を~
2018年2月9日	週末版
2018年2月6日	やはり正しかったカーブのフラット化が示した不安な未来
2018年2月5日	浮き彫りになった円安見通しの「決定的に駄目な部分」
2018年2月2日	週末版(遂に到達した「利上げの終点」~米金利は頭打ちか、それとも続伸か~)
2018年2月1日	FOMCを受けて~パウエル新体制を待つ「茨の道」~
2018年1月30日	メインシナリオへのリスク点検~危うい米通貨・通商政策~
2018年1月29日	ECB政策理事会の読み方~通貨高けん制が効かない理由~
2018年1月26日	週末版
2018年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて~消化試合の様相~
2018年1月23日	IMF世界経済見直し修正を受けて~米国一本足打法~
2018年1月22日	トランプ誕生1年を振り返る~「カーブフラット化と株価急騰」~
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年12月分)
2018年1月19日	週末版
2018年1月18日	ECB政策理事会プレビュー~タカ派傾斜は心配無用~
2018年1月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー~最後の展望レポート~
2018年1月16日	低下する米家計貯蓄率をどう読むべきか?
2018年1月15日	4か月ぶり安値をつけたドル/円相場と需給環境について
2018年1月12日	週末版(ダウンサイドリスクが広がるユーロ相場~議事要旨の強気を受けて...~)
2018年1月11日	中国の米国債購入減速・停止報道の読み方
2018年1月10日	ステルステーパリングの「お目こぼし」はここまでか?
2018年1月9日	米12月雇用統計~改善が極まりつつある米経済指標~
2018年1月5日	週末版(外貨準備構成通貨の現状(2017年9月末時点)~ユーロ比率は明確に反転~)
2018年1月4日	2018年の勘所~概観、注目イベント、キーワード~
2017年12月27日	ドル調達コストの急騰について
2017年12月26日	ユーロ圏の与信・物価環境に見る域内格差
2017年12月25日	日本人の「現金好き」と円相場の関係について
2017年12月22日	週末版
2017年12月21日	バフェット指標に見る過熱感~株価vs. 経済成長~
2017年12月20日	3度目のカシュカリ・エッセイを受けて
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年11月分)
2017年12月18日	メインシナリオへのリスク点検~米減税はドル買いとならず~
2017年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて~早くも問われるAPP再延長問題~)
2017年12月14日	FOMCを受けて~パウエル議長を待つ「レールの終点」~
2017年12月13日	今一度、再確認したい円の割安感
2017年12月11日	米金利の逆イールドはいつ発生しそうか?~遅くとも19年~
2017年12月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境~「ねじれ」構造は健在~)
2017年12月7日	株高の真因を考える~「付加価値の取り分」という視点~
2017年12月6日	6つの要人発言で振り返る2017年
2017年12月5日	テーパリングが改めて示唆するベースマネーの無意味さ
2017年12月4日	米税制改革の為替相場への影響について
2017年12月1日	週末版(「働き方改革」で給料は減るのか~残業代カットの影響について~)
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検~中立金利の行方~
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について~FRBは自信喪失、ECBは内部分裂~)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7~9月期GDPを受けて~「デフレ脱却宣言」も視野?~
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境~BOE利上げの読み方~
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境~気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」~)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて~意識すべき論点~
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて~「危ない橋」を渡り続けるFRB~)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて~最もビュアな片岡委員~
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検~日米FTAと欧州政治~
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて~「弱気な強気」の正常化~
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて~増税可否、日銀人事、政策への影響~
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話~忍び寄る日米FTA~
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー~「腫れ物」を触るかのような正常化~
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議~最後のショイブレ節~
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理~何が正しくて、間違っているのか~)
2017年10月12日	FOMC議事要旨~危うい法廷弁護士のごとき政策運営~
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境~円高地合い続く~
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて~過信は禁物~
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)~APPIは「小さく減らして長く延長」が有力~)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか?
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検~本邦政局リスクは後退~
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて~「寝た子を起こす」反対票~
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて~短期は強気、長期は弱気金利見直し~
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー~総括的「再」検証も視野に~