

みずほマーケット・トピック(2020 年 6 月 1 日)

米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察

6 月も米インフレ基調とこれに伴う正常化プロセスへの思惑が注目材料となりそう。5 月 28 日に公表された米 4 月個人消費支出 (PCE) デフレーターは総合ベース、コアベースの双方で市場予想を上回った。需給両面から物価が押し上げられやすい状況が続いている。米国の物価状況に対する思惑に関しては「金融市場がインフレ(とそれに伴うテーパリング)を警戒しつつ、FRB はそれを一時的と断じる」という構図が続いている。金融市場も FRB もその基本認識は大きく間違っていない。FRB が主張するように、物価の上振れは明らかに一時的だ。ダラス地区連銀が算出するトリム平均 PCE デフレーターはコロナ以前よりもインフレ基調が弱いことを示唆している。一方、金融市場がテーパリングに構えることにも理屈はある。実際のところ、物価上昇を確認してから金融政策を引き締め方向に修正するのでは遅過ぎる。現在の FRB が抱える準備預金は 3.85 兆ドル。行動制限解除を前提とするならば、徐々にこの水準を減らすことを考えなければ制御不能なインフレは確かに懸念される。現在は「バーナンキショックはいつか」を考える段階にあり、それはジャクソンホールではないかとの期待が根強い。

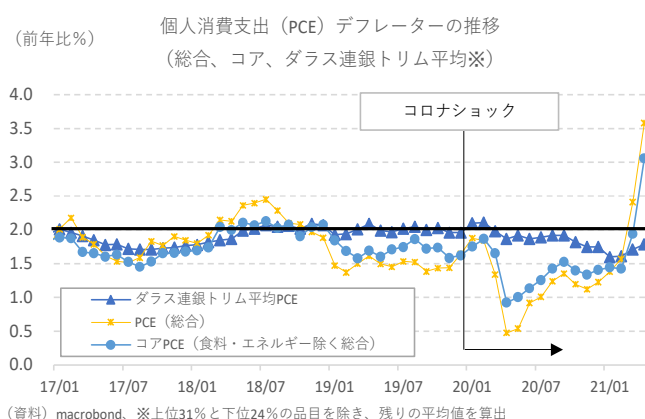
～需給両面からの物価押し上げが続く～

為替市場では円安が進んでいる。5 月に入ってからドル相場は概ね横ばいであるため、ドル高の裏返しというよりも円独歩安と言った方が実態に近い。ユーロ/ドル相場は堅調であり、結果として算出されるユーロ/円相場も押し上げられている。本欄では執拗に論じているが、日本経済や円を積極的に評価する必要性は感じられず、それが最も鮮明に現れているのが為替なのだろう。

先進国で最も行動制限の解除が進む米国のドルが軟調地合いを余儀なくされているのは、FRB の正常化プロセスに確信を持ってない向きが多いからではないかと筆者は考えている。この点、金融政策運営上、最も重要視される計数の 1 つである個人消費支出 (PCE) デフレーターが先週 5 月 28 日に公表されている。米商務省が公表した米 4 月個人所得・消費統計は、個人消費支出デフレーターが食品・エネルギーを除くコアベースで前年比

+3.1%と 1992 年 7 月以来、約 29 年ぶりの大きな伸び幅を記録し、市場予想の中心(同+2.9%)も上回った。前月比でも+0.7%で 2001 年 10 月以来 19 年 6 か月ぶりの大きな伸び幅となっている。

前年比で見ればエネルギー価格の反騰は元より、職場復帰の遅延などによる人件費の騰勢も相まってインフレ指標は上振れしやすい状況が続いているが、現金給付や失業保険上乗せなどの



刺激策が個人消費の背中を押している部分もある。要するに、需給両面から物価が押し上げられやすい構図が現状である。だが、政府による直接給付は節目を迎えており、需要面からの勢いは今後剥落してくるものと思われる。残る供給制約が物価を押し上げる影響を見極めるステージが続くことになる。この点、「失業保険上乗せが労働者の職場復帰を阻害している」との分析が正しいとすれば、そうした措置が終了する9月を目途に労働供給も落ち着いてくるのではないだろうか。

～物価の趨勢はまだ不安である～

米国の物価状況に対する思惑に関しては「金融市場がインフレ(とそれに伴うテーパリング)を警戒しつつ、FRBはそれを一時的と断じる」という構図が続いている。金融市場もFRBもその基本認識は大きく間違っていないように思われる。FRBの主張するように、物価の上振れは明らかに一時的である。食料・エネルギーを除くコアベースを見ることで価格変動の大きい品目の影響は除外できているものの、今次局面のように経済全般にわたって需要が抑圧され、一気に解放されるケースは稀であるし、物価の反発度合いは被っていた規制の厳格度に依存するはずである。そこでダラス地区連銀が算出する「トリム平均 PCE デフレーター(trimmed mean PCE index、以下トリム平均 PCE)」が参考になる。トリム平均 PCE は構成品目に関し、上位 31%と下位 24%の品目を除外し、残った品目に関して平均値を算出する計数である。コアベースよりも基調に迫る計数として注目される物価指標だ。前頁図で示すように、コロナショック以前のトリム平均 PCE は安定的に+2%程度で推移していたが(例えば 2018～2019 年平均は+2%)、2020 年 1 月から 2021 年 4 月までの平均は 1.8～1.9%程度と若干弱い。もちろん、コロナ前とあまり大きく変わらないとも言えるが、変わらないのだとすれば「インフレ懸念が無い」とも言える。2019 年は米国が完全雇用状態にあった時期であり、それでもインフレにならなかったという教訓も忘れてはならない。FRB がインフレ高進に関してそれほど焦燥感を覚えていないのはこれらの実情が見えているからだろう。

～インフレになってからでは遅いという考え方も～

とはいえ、金融市場がテーパリングに構えることにも理屈はある。実際のところ、物価上昇を確認してから金融政策を引き締め方向に修正するのでは遅過ぎるという考え方には説得力がある。

現在の FRB が抱える準備預金は 3.85 兆ドル(5 月 26 日時点)に達している。今後、景気が加速すれば 3.85 兆ドルは貸出などを通じて実体経済に流れ込むことになる。それは統計上、マネーサプライの急増として確認され、貨幣数量説的には物価上昇を促すことになる。よって超過準備付利(IOER:Interest On Excess Reserves)の引き上げ(≒利上げ)によって、超過準備が実体経済に流れ込まないように引き止める措置がいずれかの段階で必要になる。この際、超過準備の金額が小さいほど政策の難易度は下がるので(単純に超過準備が大きいと IOER の払いは大きくなり米政府の財政負担が増す)、極力早い段階で①「量」の積み上げを停止したい事情がある。その後、②利上げに着手して、③抱えている「量」そのものを減らすための再投資停止などに辿り着く必要がある。前回局面に当て嵌めると①は 2014 年 10 月に、②は 2015 年に、③は 2017 年 10 月に辿り着いている。このプロセスの号砲が 2013 年 5 月のバーナンキショックだ。現在は「バーナンキショックはいつか」を考える段階にあり、後述するように、それはジャクソンホールではないかとの期待が強い。

こうした時間的順序で考えると、足許で「インフレ懸念が無い」ことそれ自体がテーパリングを決

断しない理由にはならないことが分かる。確かに、これから経済活動の正常化が本格化することが分かっている以上、2020 年に決められた非常時対応をいつまでも続ける方が不自然でもある。現状の物価動向を「一時的」と整理する FRB の主張ももっともだが、「そうはいってもテーパリングは避けられない」という金融市場の予想も適切である。

こうした金融市場とFRB、両方の顔を立てられるタイミングとして7月4日の独立記念日を境に社会の正常化が取りざたされるようになり、8月のジャクソンホール経済シンポジウムでテーパリングの可能性が示唆され、9月に決定、10月遅くとも12月にテーパリングに着手というシナリオは十分穏当なものであるように思われる。このようなプロセスの露払いとして今月15～16日のFOMCにおける政策メンバーの金利見通し(ドットチャート)がタカ派色を強める展開に構えたいところである。こうした時間軸を前提として昨日発行の『中期為替相場見通し』では夏場以降の米金利とドルの相互連関的な上昇を予想している。

市場営業部兼金融市場部
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
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンのか～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚栄
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分)
	FOMC議事要旨～テーバリングが必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか？
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってもワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～
2021年4月12日	近年の「年間値幅」をこなしたドル/円相場の今後
2021年4月9日	週末版(GFSRも懸念する世界経済の「成長痛」～中長期的に拡がる「金利の無い世界」のフロンティア～)
2021年4月7日	IMF世界経済見通しが示す新興国の憂鬱
2021年4月6日	暗雲垂れ込めるアフターメルケルのドイツ政治
2021年4月5日	米3月雇用統計の読み方～長期失業者割合は上昇～
2021年4月2日	週末版(欧州で台頭するワクチン・ナショナリズム～EU 離脱を象徴するワクチン戦争～)
2021年4月1日	ラガルドECB総裁、「挑発」の真意はどこに？
2021年3月29日	リスクシナリオの点検～上下のリスクを検討する～
2021年3月26日	週末版(現状を理解するための3つのテーマ「金利」・「コロナ抑制状況」・「原油」～「需給」は小休止～)
2021年3月25日	ドイツ州議会選挙に見る「移民から環境へ」のシフト
2021年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年2月分)
2021年3月19日	週末版(「実質金利ゼロ」が次の節目？～ハイライトは4～6月期か？～)
2021年3月18日	FOMCレビュー～現状維持に見る強気の足音～
2021年3月16日	FOMCレビュー～ドットチャート&議長会見～
2021年3月15日	期待の米国、不安の日本～コロナ対応の明暗～
2021年3月12日	週末版(ECB政策理事会を終えて～significantly higher paceの解釈～)
2021年3月11日	ECB政策理事会レビュー～PEPPの加速を示唆へ～
2021年3月9日	年初来の為替市場から見える「今年のテーマ」
2021年3月8日	好調な米2月雇用統計にも見逃せない危うさ
2021年3月5日	週末版
2021年3月4日	英ポンド急騰の背景～経済対策、ワクチン、成長率～
2021年3月3日	米金利に連れたユーロ圏金利～ECBは容認できず～
2021年3月2日	「鏡に映った自分」に惑うFRB～前提が変わった2か月間～
2021年2月26日	週末版(米10年金利の1.60%台到達を受けて～パウエルショック～)
2021年2月25日	マネーサプライを見てインフレ語れず～パウエル公聴会～
2021年2月22日	「民間部門の貯蓄過剰」は今後の「マグマ」なのか？
2021年2月19日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明記された「ユーロ高反転」～)
2021年2月18日	動き始めた米実質金利への懸念～10年1.3%到達を受けて～
2021年2月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年1月分)
	アフターコロナを予感させる米国のインフレ論争
2021年2月15日	ドラギ新首相誕生について～「挙国一致」と「寄せ集め」の狭間～
2021年2月12日	週末版(下らない実質金利とイールドスプレッドの現状～やはり気になる「米10年金利1.5%」という節目～)
2021年2月9日	円相場の需給環境～貿易均衡国という新常態～
2021年2月8日	試される「双循環」～人民元の上昇は容認されるか～
2021年2月5日	週末版(なぜユーロ圏消費者物価指数(HICP)は急騰したのか？～一過性のまやかかし～)
2021年2月4日	最悪の落ち込みとなった2020年のユーロ圏経済
2021年2月2日	イスラエルリスクをどう考えるか～世界の実験室～
2021年1月29日	週末版(マイナス金利深掘りを示唆し始めたECB～その理由はどこに？～)
2021年1月27日	米10年金利はどこまで上がりそうか？
2021年1月25日	最悪となった2020年のユーロ圏物価情勢
2021年1月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「次の一手」はYCC？～)
2021年1月20日	「強いドル」とは言わなかったイエレン新財務長官
2021年1月19日	直接投資減少で緩むドル/円相場の「地盤」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年12月分)
2021年1月18日	金融市場はバイデン新政権をどう見ているのか？
2021年1月15日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ラガルド流が試されるのは昨年よりも今年～)
2021年1月13日	実質金利の上昇はどこまで容認されそうか？
2021年1月12日	米12月雇用統計の読み方～ヘッドラインに引きずられずに～
2021年1月8日	週末版(早速乱れ始めたFRBのフォワードガイダンス～いつも通りの済し崩し～)
2021年1月7日	緊急事態宣言の再発出で強まる貯蓄という正義
2021年1月5日	遂に2%に到達した米国のインフレ期待
2021年1月4日	低金利が招く格差拡大・為替の静寂・株の喧騒
2020年12月28日	英EU「新たな関係」合意を巡るQ&A
2020年12月25日	週末版
2020年12月24日	やっぱり狭かったドル/円の値幅～3つの背景～
2020年12月23日	期待指数に薄日も差し込んできた米消費者マインド
2020年12月21日	2021年も続く「金融市場と実体経済の乖離」
2020年12月18日	週末版(為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～)
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状