みずほマーケット・トピック（2021 年 7 月 14 日）

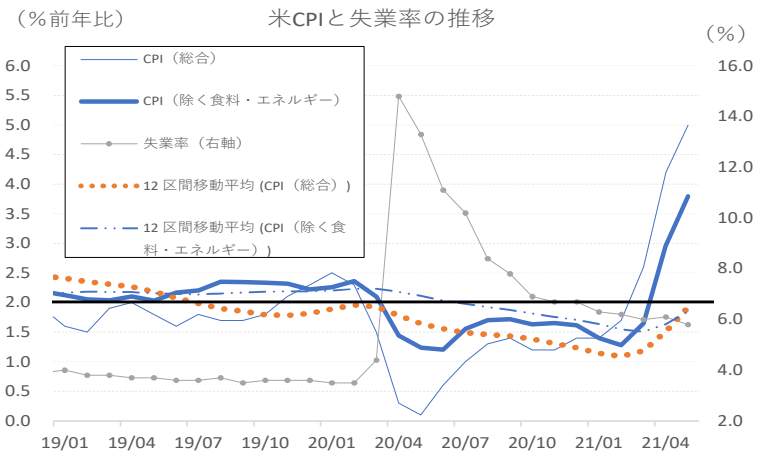
米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート

米 6 月消費者物価指数（CPI）は前年同月比+5.4%と約 13 年ぶりの大きな伸び幅に。ベース効果だけでは説明できない部分もあり、市場参加者にとっては FRB がこれをどの程度深刻に受け止めるか注目。この点、昨夏より導入されているアベレージ・ターゲットを額面通り運用するならば、引き締めには至らないはず。過去 12 か月平均で見た CPI は総合・コア、いずれのベースでも依然 2.0%未満。実際、FRB は「インフレは一時的」といった情報発信に努めている。ダラス地区連銀の算出するトリム平均 PCE デフレーターもコロナ以前を上回れておらず、インフレ懸念は一時的という説明に違和感はない。しかし、いくら口頭でそう説明しても、「市場との対話」において肝心要となるドットチャートが早期利上げを予感させる内容に修正されている以上、市場参加者の注目は正常化プロセスの進捗に集中する。現在の FRB はブラインダー元副議長が「自分の尾を追う犬」と皮肉った状況に陥っている。ドットチャートはノイズと化しているようにも。

～過去 12 か月平均では依然 2%未満～

昨日発表された米 6 月消費者物価指数（CPI）は前年同月比+5.4%と前月の同+5.0%から加速し、市場予想の中心（同+4.9%）を上回った。2008 年 8 月以来、約 13 年ぶりの大きな伸び幅となる。前月比で見ても+0.9%とやはり市場予想の中心（同+0.5%）を上回っている。また、食品・エネルギーを除くコアベースでも前年同月比+4.5%と 1991 年 11 月以来の高い伸びを記録した。市場予想の上限をも超える強い結果に米金利は上昇、ドルも買われている。インフレ懸念に呼応する格好で株価は動揺しているものの、1～3 月期に見られたほどの動揺はない。

もちろん、CPI の前年比で見た大幅な伸びは 1 年前の米国がまだ都市封鎖の状況にあったという事実を割り引く必要がある。しかし、それを除いたとしても①原油価格の上昇、②ヒト・モノ（半導体や木材等）にかかる供給制約などが足許の物価を押し上げている側面は見逃せない。つまり、ベース効果だけでは説明できない部分もあり、FRB がそれをどの程度深刻に受け止めるかに注目する必要がある。この点、昨夏より導入されているアベレージ・ターゲットを額面通り運用するならば、これほどのヘッドラインの強さでも引き締めには本来至らないはずである。過去 12 か月平均で見た CPI は総合・コア、いずれのベースで見ても依然 2.0%未満にある（図）。ターゲットをアベレージで評価するならば、

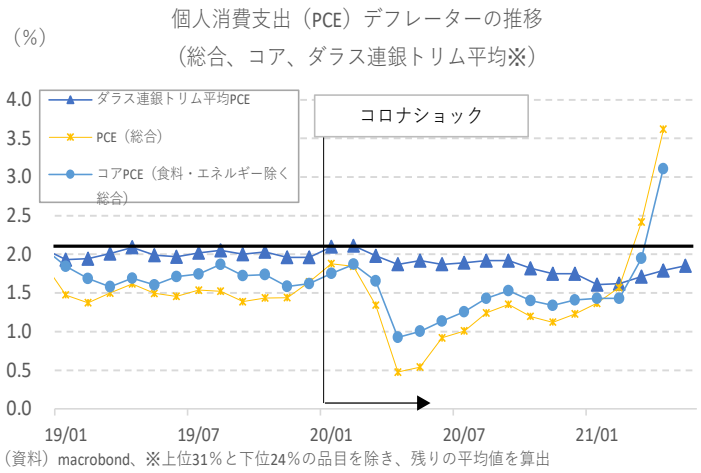


（資料）macrobond

過去の弱さは現在や未来の強さで打ち消すのが筋であるため、今すぐに引き締めという話にはなりにくい。実際、FRB は「インフレは一時的」といった情報発信に努めているのは周知の通りである。

～ノイズと化しているドットチャート～

前頁図に示すように、トランプ政権後期、失業率が 3.5%まで低下し、完全雇用と言われた状況でも CPI が制御不能な騰勢を見せることはなかった（それどころか 2019 年はむしろ利下げしている）。足許の賃金情勢などを見ても、今の米国で非線形にインフレ率が跳ねる展開が到来するようには見えない。現行の CPI を押し上げているベース効果や供給制約は年後半に剥落する公算である。また、政策運営上、CPI よりも重視される個人消費支出（PCE）デフレーターに関しダラス地区連銀が算出するトリム平均を参照にすれば、インフレの趨勢はコロナショック以前を上回れていない（図）。広範な財・サービスに一時的な要因が作用している現状を踏まえれば、トリム平均などが示唆するインフレの趨勢は参考にすべきであるし FRB も同じ考えだろう。インフレ懸念はあくまで一時的という FRB の説明に違和感はない。



（資料）macrobond、※上位31%と下位24%の品目を除き、残りの平均値を算出

しかし、いくら口頭でインフレ懸念は一時的だと説明しても、「市場との対話」において肝心要となるドットチャートが早期利上げを予感させる内容に修正された以上、市場参加者の注目は量的緩和の段階的縮小（テーパリング）とこれに伴う利上げ時期に集中せざるを得ない。ドットチャートはあくまで政策メンバーの予想中央値であって「次の一手」を約束するものではないというのが大本営発表だが、政策メンバーの投票で政策が決まるのだから市場がこれを無視するのは難しい。今回のインフレ指標のように基礎的経済指標がドットチャートの強気を裏付けるような内容で出てくれば、当然、市場参加者は政策運営のタカ派傾斜を確信する。現在、金融市場ではインフレ懸念の高まりなどを背景に正常化プロセスが始まるという予想が勢いを増しているが、それはドットチャートを通じて FRB 自身が作った風景でもある。「インフレは一時的」という情報発信で市場を落ち着かせたい FRB は「鏡に映った自分」に悪戦苦闘しているように見えてならない。

こうした状況はブラインダー元 FRB 副議長が「自分の尾を追う犬」と皮肉った状況であり、ドットチャートが「市場との対話」においてノイズになっている状況と読める。ドットチャートの問題点は前回の正常化プロセスでも指摘されており、中長期的にその存続を含めて議論すべきなのかもしれない。

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に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7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版（ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～）
2021年7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版（ 2021年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～）
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は？
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の賞味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～）
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2021年5月分）
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～）
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	週末版(米5 月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～）
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021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
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力～）
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～テーパリングが必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーパリングはあるのか？
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、テーパ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プレビュー～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政策理事会プレビュー～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	米金利に連られたユーロ圏金利～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(下が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？～一過性のまやかし～）