

みずほマーケット・トピック(2022 年 5 月 12 日)

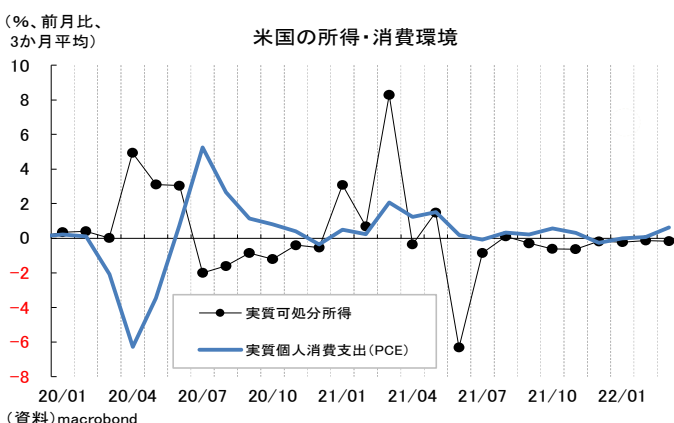
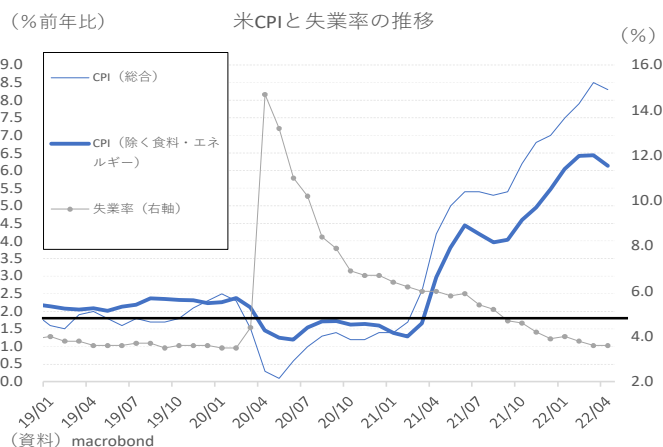
米 4 月 CPI と今後の考え方について

注目された米 4 月消費者物価指数(CPI)は総合ベースおよびコアベースで加速。米 CPI の加速は昨年春(4 月以降)および昨年秋(10 月以降)の 2 段階にわたって起きている。よって、ここから半年間におけるインフレ率の伸び鈍化は予め想定されたものだが、既にウクライナ危機を経て資源価格全般が押し上げられておりヘッドラインの伸び率自体はどうしても高くなる。失業率の低位安定が示す通り実体経済の需要は非常に強く、FRB は金融引き締めで需要を押し下げて縮小均衡を図るしかない状況は続きそう。なお、インフレを品目別に見ると住宅や自動車といった昨年来注目されている物価は依然として高止まりしている。その上で航空運賃の加速などが著しく、これは米国のインフレ率が供給制約に伴う「財」中心から旅行や外食などに象徴される「サービス」中心にシフトしていることを示していると見られる。4 月の IMF 春季経済見通しでも指摘されていた事実だが、米国のインフレはその他地域のそれと比べて「もはやエネルギー主導ではない」という怖さを抱えている。ECB が FRB に追随しない最大の理由もそこにある。

～実質所得環境の悪化が継続中～

注目された米 4 月消費者物価指数(CPI)は総合ベースでは前年比+8.3%、食品とエネルギーを除くコアベースでは同+6.2%といずれも市場予想の中心(それぞれ同+8.1%、同+6.0%)を上回った。米 CPI の加速は昨年春(4 月以降)および昨年秋(10 月以降)の 2 段階にわたって起きている。ここから半年間におけるインフレ率の伸び鈍化は予め想定されたものだが、既にウクライナ危機を経て資源価格全般が押し上げられておりヘッドラインの伸び率自体はどうしても高くなる。失業率の低位安定が示す通り実体経済の需要は非常に強い(図・上)。片や、戦時下で供給能力が回復する見込みはない。その結果、金融引き締めで需要を押し下げて縮小均衡を図るしかないのが今の FRB が置かれた厳しい状況である。

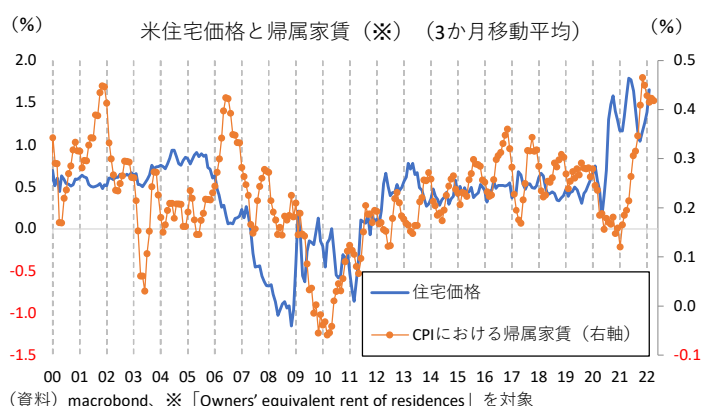
現在の米国では総合ベースで 8%前後のインフレ率が続く一方、平均時給は 5~6%



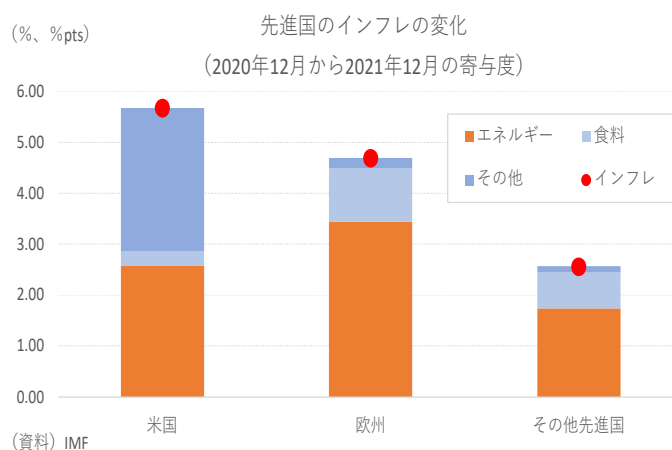
程度にとどまっている。結果、実質所得環境は悪化が続き、人々の消費投資意欲は衰える。前頁図(下)に示すように、実質可処分所得は昨年9月以降、趨勢的に前年比でマイナスが続いている。こうした所得環境にかかわらず辛うじて消費が増勢を保っているのは、米国特有の「所得以上に消費する」という文化の賜物だろう。5月6日に発表された米3月消費者信用残高は年率換算で前月比+14.0%と大幅に拡大している。とりわけクレジットカードなどの「リボルビング払い」ローンが同+35.3%と急増しており、これは1998年4月以来、約24年ぶりの大きさである。こうして家計債務が積み上がることも経済の不均衡を大きくするものでありFRBにとって抑制すべき対象となる。

～「財」から「サービス」へシフトする米国のインフレ～

昨年来、住宅価格上昇がCPIの4分の1を占める帰属家賃を高止まりさせる影響が注目されてきた。4月CPIにおける帰属家賃は3月の同+0.4%から同+0.5%へ若干加速しており、落ち着きはまだ確認できない。住宅価格自体が昨年中頃にピークを付けていることから(図)、帰属家賃がCPIを押し上げる構図も徐々に後退していくことが期待されるが、現状程度ではFRBの警戒は解けないだろう。また、もう1つの注目項目である自動車関連では新車が同+0.2%から同+1.1%へ加速しており、中古車も同▲3.8%から同▲0.4%へと下落幅が大きく縮小している。住宅や自動車など過去1年のCPIを支えてきた項目の存在感はまだ健在と言わざるを得ない。



一方、ここにきて新たに伸びの目立つ項目として航空運賃(Airline fares)があり、2月は同+10.7%、3月は同+18.6%と2ケタの伸び率を記録した上で加速している。これは米国のインフレ率が供給制約に伴う「財」中心から旅行や外食などに象徴される「サービス」中心にシフトしていることを示している。財の物価は供給制約と共に落ち着く見通しが立つものの、事実上、賃金の「塊」であるサービスの物価は一度上がり始めると緩やかにしか落ちない。この点は4月のIMF春季経済見通しでも指摘されていた事実であり、米国のインフレはその他地域のそれと比べて「もはやエネルギー主導ではない」という怖さを抱えている(図)。



こうしたインフレ状況を受けてFRBが従前の姿勢を変えるとは考えられず、先行きの成長に賭ける株式市場が動揺するのも至極当然の展開と言える。裏を返せば、4月の政策理事会後の会見において、FRBの正常化プロセスになぜ追随しないのかと問い質されたラガルドECB総裁が「(両者

を比較することは)リンゴとオレンジを比較するようなものだ (comparing apples and oranges)」と一蹴した背景にはこうしたインフレ構造に関する根本的な差異があったことを知っておくと分かりやすい。

市場営業部
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
2022年5月11日	インバウンド解禁と円安抑制の関係性
2022年5月10日	「資産所得倍増プラン」の危うさ～為替・金利への影響～
2022年5月9日	「中銀の財務健全性」と「通貨の信認」について
2022年5月6日	週末版(FOMCを終えて～「50bps→25bps」のプレーキが重要～)
2022年5月2日	円安を止める3つの処方箋～日銀・原発・インバウンド～
2022年4月28日	週末版
2022年4月27日	ECB、7月利上げ説は本当なのか？
2022年4月25日	円安にまつわるQ&A:よくある疑問の論点整理
2022年4月22日	週末版
2022年4月21日	円の命運はまだ自ら変えられる～需給で円安の修正余地～
2022年4月20日	IMF春季世界経済見通し～戦争が変えるメインシナリオ～
2022年4月19日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年3月分)
	表舞台に引きずり出された日銀の現状と展望
2022年4月18日	本当に恐ろしい円安リスクは「家計部門の円売り」
2022年4月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～勝負は6月会合に～)
2022年4月14日	「インフレで苦しむ」を想像できない日本
2022年4月13日	円安を止めるには～日本要因と米国要因～
2022年4月11日	ECB政策理事会プレビュー～レーン理事に同調～
2022年4月8日	週末版(本邦2 月国際収支統計を受けて～円安の流れを変えられるかは日本次第～)
2022年4月7日	FOMC議事要旨～株価に対し非常に厳しい内容～
2022年4月6日	「日本売り」を認められない論陣をどう評価するか
2022年4月5日	過去最低を更新したドル比率～世界の外貨準備運用～
2022年4月1日	週末版(細る対内証券投資～今後も嫌われそうな日本市場そして円～)
2022年3月30日	日銀とトルコ中銀の類似性～ルールにも負ける円～
2022年3月28日	円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～
2022年3月25日	週末版
2022年3月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分)
	「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ
2022年3月18日	週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)
2022年3月17日	FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～
2022年3月15日	円安相場の考え方～「三歩進んで二歩下がる」～
2022年3月14日	3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～
2022年3月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)
2022年3月9日	経常赤字は新常态なのか？～「債権取り崩し国」へ～
2022年3月8日	賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か？
2022年3月4日	週末版
2022年3月3日	ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか？
2022年3月2日	ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～
2022年3月1日	日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～
2022年2月28日	SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～
2022年2月25日	週末版
2022年2月24日	年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候？～
2022年2月22日	孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解？～
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分)
	円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自傷行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか？
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か？～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～シュルツ政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分)
	続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≠「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分)
	FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本帰報報道
2021年12月13日	4年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて