

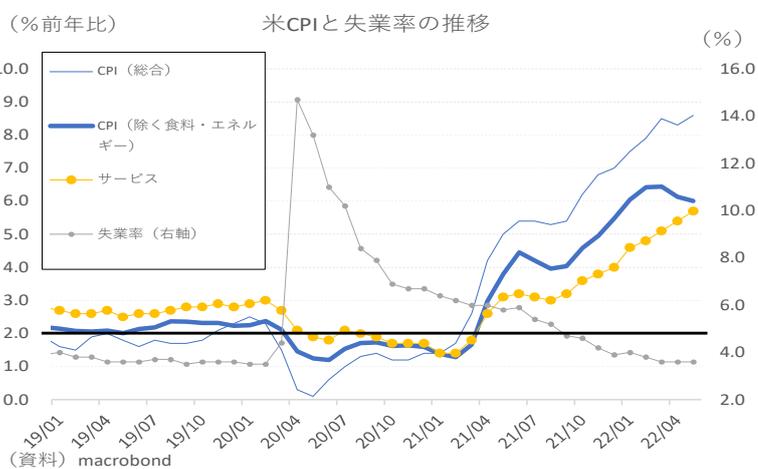
みずほマーケット・トピック(2022年6月13日)

米5月CPIから予見される「円だけマイナス金利」の未来

米5月消費者物価指数(CPI)は前年同月比+8.6%と前月(同+8.5%)から減速を見込んでいた市場予想の中心(同+8.3%)を上回り、40年5か月ぶりの伸び幅を更新。エネルギー、食料、住宅などが騰勢を強めており、平均消費性向の高い貧困層の生活苦は大きなものになりそう。それは米政治的にインフレが依然課題であり続ける事実を示唆する。FRBの重視するPCEデフレーターはCPIよりもやや緩やかだが、結局、+2%を大きく超える以上、両者の差が当面の金融政策運営に大きな意味を持ってくる状況とは言えず。CPIを受けて7月FOMCの利上げ幅は+75bpだという観測も浮上。正常化プロセスに終点が見えづらい中、米金利先高観がドル高を促す地合いは変わりそうになく、FRB以外の中央銀行も恐らくはその方向感を共有することになる。しかし、日本銀行は少なくとも現行体制の間は動きそうにない。下半期、ECBやSNBの動き次第では「円だけマイナス金利」が1つのテーマとして浮上する。それは円を売ったかった人々の背中を押すということが容易に想像される。135円を通過点とする地合いを予想したい。

～想定外の加速～

先週10日発表された米5月消費者物価指数(CPI)は前年同月比+8.6%と前月(同+8.5%)から減速を見込んでいた市場予想の中心(同+8.3%)を上回り、40年5か月ぶりの伸び幅を更新した。エネルギーが同+34.6%、食品が同+10.1%と商品価格の騰勢が主導している印象は依然として強いものの、CPIの60%を構成するサービス価格も同+5.7%と加速しており、エネルギー関連を除くサービス

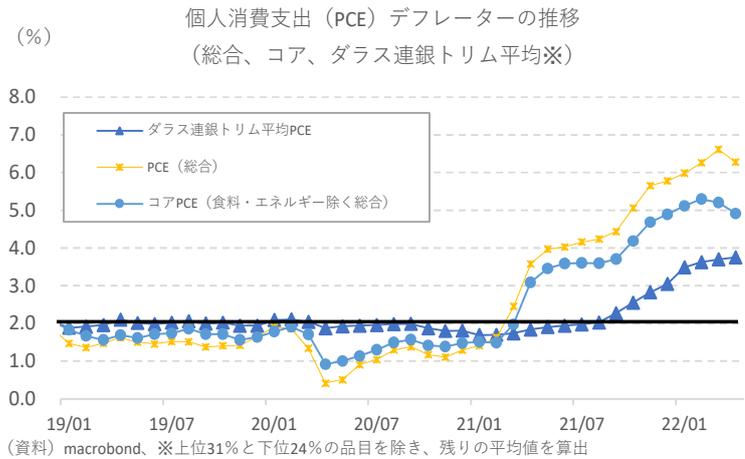


ス(この場合でもCPIの57%を構成)も同+5.2%とやはり勢いを感じる(図)。失業率が低位安定する中、米国でははっきりと賃金上昇が起きてはいるものの、一般物価の上昇には追いついておらず、実質所得環境の悪化が家計部門の消費・投資意欲を削ぐ展開が懸念される。

なお、従前注目される住居費も同+5.5%と高止まりしており、日常生活維持にかかるコストが確実に増している。当然、平均消費性向の高い貧困層を中心にインフレへの不満は溜まり、それがバイデン政権の支持率に直結する。経済・金融情勢は元より、政治的にもタカ派路線を緩めるわけにはいかない状況と言える。敢えて前向きな材料を見出すとすれば、食料・エネルギー除くコアベースでは同+6.0%とこれも市場予想の中心(同+5.9%)を超えていたものの、図示されるように、総合ベ

ースと比較すればピークアウト感がはっきりしている。

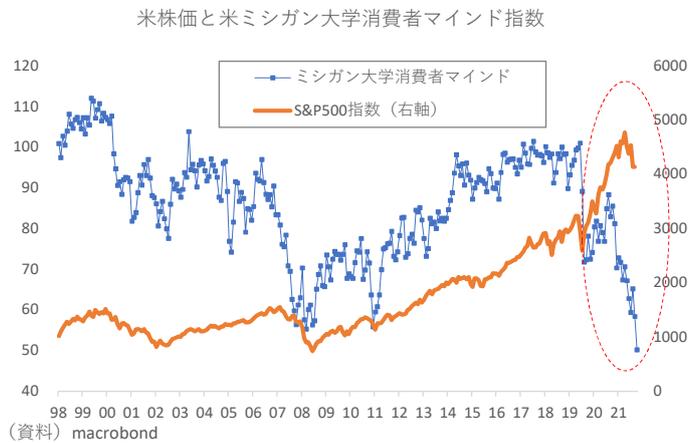
これは、FRB が CPI よりも重視する個人消費支出 (PCE) デフレーターも同様であり、これは総合、コアともにピークアウトしている(図)。また、ダラス連銀の公表するトリム平均 PCE デフレーター¹も、ピークアウトとは言い切れないが今年に入ってから伸び鈍化が明らかである(図)。PCE デフレーターは CPI よりもカバー範囲が広く実態を正確に捉えると言われることから、FRB の金融政策運営では



CPI よりも重用される計数である(CPI は個人の直接的支出しか把握できないが、PCE は医療保険など間接的支出も把握する)。その PCE デフレーターに関して言えば、期待外れではあるにせよ、4 月以降に想定されたインフレ率の鈍化自体、起きていないわけではないことは覚えておきたい(5 月分はこれから分かるが)。なお、カバー範囲の違いもあり、足許で騰勢を強める家賃の影響力は CPI で大きくなりやすいという事情もある。もちろん、いずれの計数で見ても+2%を大きく超えている以上、両者の差が当面の金融政策運営の在り方に大きな意味を持つてくる状況とは言えない。

～株価は最初に下がりやすい～

また、同日に公表された米 6 月ミシガン大学消費者マインド指数は 50.2 とこれも市場予想の中心(58.1)大きく下回り、過去最低を更新している。ここもとの株価急落はこうした消費者心理の悪化と平仄が合う(図)。米国の家計金融資産の 30%以上が株式であることを踏まえれば、株価急落が逆資産効果を通じて個人消費を冷やすす路が懸念される。通常、景気減速(最悪の場合はリセッション)が現実化する際、一番最初の段階で株価の調整が始まり、



その後、その後に実体経済の悪化が始まる。それは逆資産効果の働きやすい米国経済では容易に想像できる経路でもある。なお、現実には景気減速が明確化し始め、失業率が顕著に上向きになればインフレ抑制への問題意識も和らぎ、恐らくは FRB がハト派に転じるとの期待から株価は上がりやすいと思われる。つまり、実体経済の顕著な悪化が始まる頃には株価が上がっている可能性が高い。なお、年内に中立金利(2.50%)付近まで引き上げられ、(理論的には)そこからが本当の引き締め効果を持つという FRB の立場が正しければ、実体経済の顕著な悪化が始まるのは年明け以

¹ 上位 31%と下位 24%の品目を除き、残りの平均値を算出。

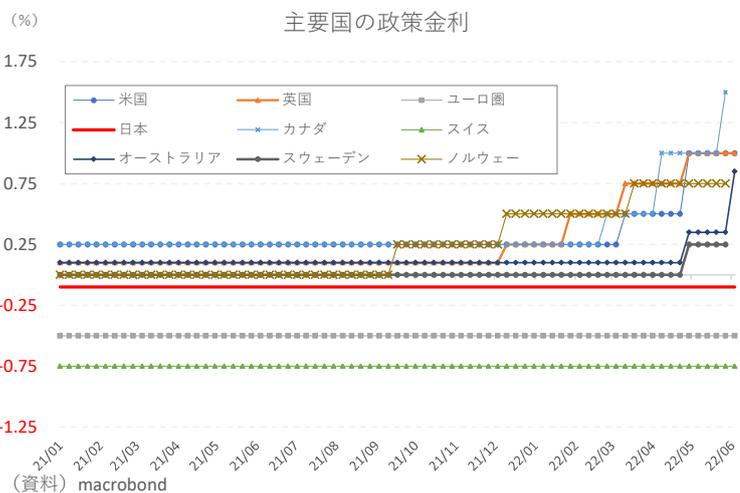
降になる。株価にとってはここから半年間が最大の苦境ということになるだろうか。なお、それ以前に景気減速が始まるならば、現在想定される 2.50% という中立金利設定は高過ぎるという話である。

～補強されやすい円売り～

為替相場の観点からは円を手放す流れが継続しやすい。今回の結果を受けて今週 14～15 日の FOMC における利上げ幅は+50bp ではなく+75bp だという観測も浮上する。1 度、+75bp にしたものを+50bp に戻すのは相応の理由があるため軽々にその決断はできないであろうし、足許の利上げが効果を発揮するのが半年から 1 年後であることを思えば、単月指標を受けて利上げ幅を拡大することも危うい。一方、+8%前後にまで及んだインフレ率を中立金利(2.50%)以下で鎮圧するのは普通に考えれば難しそうであり、まずは足早に 2.50%超えを目指すという姿勢にも正当性はある。FRB の正常化プロセスに終点が見えづらい中、米金利先高観がドル高を促す地合いは容易に変わりそうになく、FRB 以外の中央銀行も恐らくはその方向感を共有することになりそうである。

しかし、周知の通り、日本銀行は少なくとも現行体制の間は動きそうにない。下半期に入れば、ECB やスイス国立銀行(SNB)がマイナス金利解除に動くことが予想され、その場合は高確率で「円だけマイナス金利」が 1 つのテーマとして浮上する。この際、本当に円が調達通貨として売られ、他通貨が買われたかどうか重要ではない。「円だけマイナス金利」という客観的で分かりやすい構図が円を売りたい人々の背中を押すということが容易に想像される。その上で日本の貿易赤字が収まる気配はなく、インバウンド全面解禁も原発再稼働も消極的なのだとすれば、円売り超過の需給環境が変わる理由がない。金利・需給両面に照らして「ファンダメンタルズに照らして円安」の地合いが仕上がる。

こうした現状を前提とすると、FRB の正常化プロセスが挫折することくらいしか、円安地合いは収まる契機が見当たらない。しかし、足許の物価情勢を見る限り、それは近い将来の話ではなさそうである。135 円を通過点として 140 円付近を視野に入れる展開を予想したい。



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6月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げ幅拡大も示唆～)
2022年6月9日	黒田発言をどう解釈するか～リフレの終幕と実質GDI～
2022年6月8日	金利が説明力を持ち始めているか～133円台を受けて～
2022年6月7日	要請経済の継続はトリプル安に～参院選と金融市場～
2022年6月6日	ECB政策理事会プレビュー～サプライズがあるとすれば～
2022年6月3日	週末版(旅行収支と円相場との需給～制限ありきではインバウンドの影響なし～)
2022年6月2日	変容しつつあるユーロ圏物価情勢の現状と展望
2022年5月31日	31年連続、「世界最大の対外純資産国」の読み方
2022年5月27日	週末版(ドル/円相場と理論的な尺度について～もはや参考にしづらいPPPからの乖離～)
2022年5月26日	ブログで政策修正を図ったECBの真意～その②～
2022年5月25日	ブログで政策修正を図ったECBの真意
2022年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年4月分)
	週末版(円安相場は終わりなのか?～先行きは夏場以降の政治次第～)
2022年5月19日	本邦1～3月期GDPを受けて～「成長を諦めた国」～
2022年5月17日	ECB、「行動の夏」が意味するところ
2022年5月16日	円のREERは変動相場制以前の水準へ
2022年5月13日	週末版
2022年5月12日	米4月CPIと今後の考え方について
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～世界の外準準備運用～
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