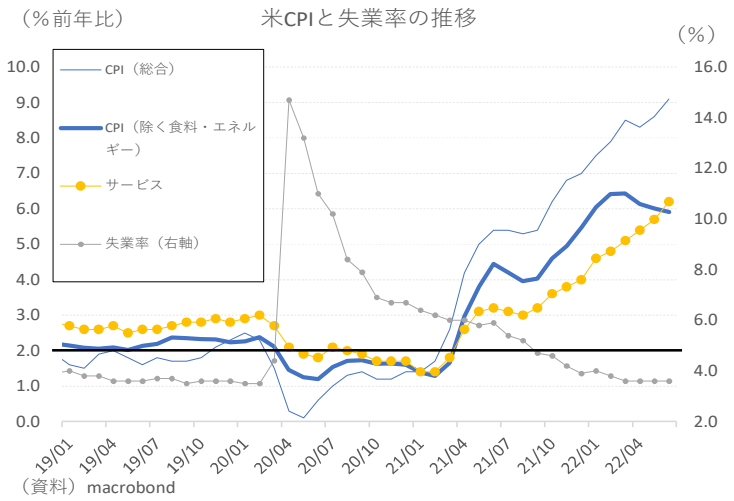
みずほマーケット・トピック（2022 年 7 月 14 日）

米インフレ加速も住宅市況には変調の兆しも

米 6 月消費者物価指数（CPI）は前年同月比+9.1%と約 40 年半ぶりの高い伸びを記録。コアベースのピークアウトは確認されるものの、サービス物価の加速が続いている以上、金融政策にもたらす示唆は「さらなる引き締めが必要」で不変。この結果を受け 7 月 FOMC の利上げ幅を+100bps と見込む向きが増えており、ドル高の余波で対ユーロでは約 20 年ぶりのパリティ割れが発生。ひとえに「単月の経済指標を受けて利上げ幅を機動的に修正する」という従前の政策運営がこうした市場予想の形成に繋がっており、当面の高官発言で市場期待に牽制が入るのか注目したい。なお、インフレ高進に合わせて大幅利上げが行われた結果、米住宅ローン金利も前年比で倍程度の水準まで急騰している。これと整合的に販売件数はピークアウトしており、今後の販売価格は下落が基本シナリオ。但し、そうした展開となっても、CPI に反映されるまではラグがある。年内の FRB の基本姿勢が修正されるような展開にはなりづらいだろう。

～2023 年の米経済減速まで円安に～

昨日発表された米 6 月消費者物価指数（CPI）は前年同月比+9.1%と市場予想の中心（同+8.8%）を上回り、1981 年 11 月（同+9.6%）以来、約 40 年半ぶりの高い伸びを記録した。前月比でも+1.3%と 5 月分（同+1.0%）から加速しており、利上げによる景気減速の兆しは物価面からはまだ確認されない。なお、食料・エネルギー除くコアベースは前年同月比+5.9%と 6 か月ぶりに 6%を割り込んでおり、2 月以降ピークアウトしているようにも見える（図）。もっとも、賃金動向に規定されるという意味で注目のサービス物価で加速が続いている以上、金融政策にもたらす示唆は「さらなる引き締めが必要」で不変だろう。

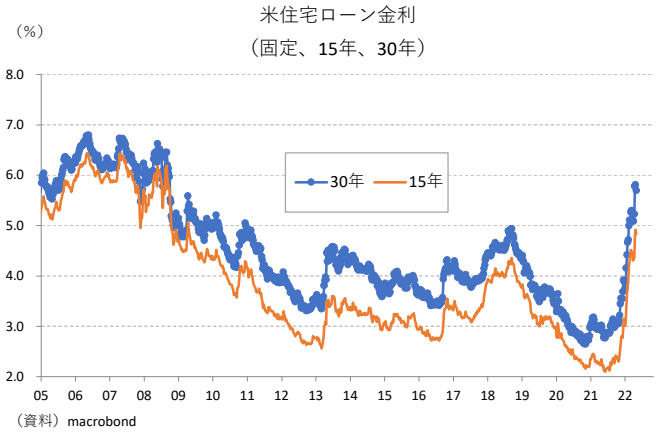


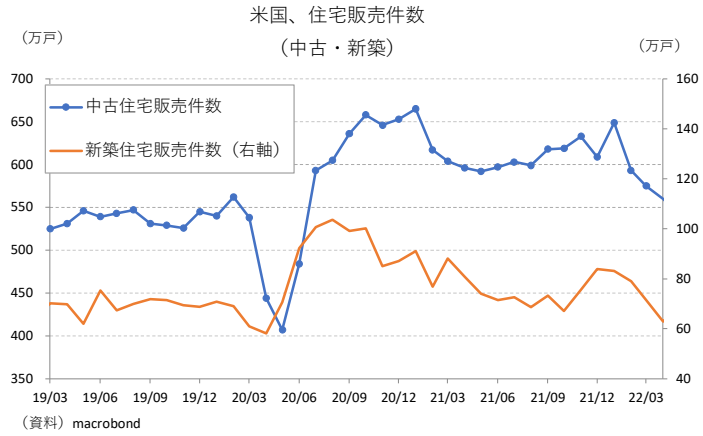
この結果を受けて今月 26～27 日に開催される FOMC の利上げ幅は+75bps ではなく+100bps だという観測が優勢になっており、これが米金利とドルの上昇を促している。為替市場では対ユーロで約 20 年ぶりのパリティ（1 ユーロ=1 ドル）割れ、対円でも 137 円台後半まで押し上げられている。ひとえに「単月の経済指標（とりわけ最近では CPI）を受けて利上げ幅を機動的に修正する」という従前の政策運営がこうした市場予想の形成に繋がっている。本日予定されるウォラーFRB 理事の講演などからその確度を探ることになる。金融政策の効果が 1 年後に現れるとすれば、今年の大幅利上げは 2023 年の米国経済の大幅減速（もしくは後退）に直結する。裏を返せば、それが可視化

されるまで金利・為替市場では現状の相場つきが続くと考えるのが無難だろう。昨日報じられたように、参院選後の岸田政権もコロナの感染症分類を引き下げることを拒否し、過剰な防疫政策を続行させる意思を表明している。日本が低成長を脱する意思も兆しも無い以上、需給・金利の両面から円を評価できない地合いは続かざるを得ない。年度内の円安継続という『中期為替相場見通し』のメインシナリオは続行である。

～遅々たる歩みながら住宅市況には変調も～

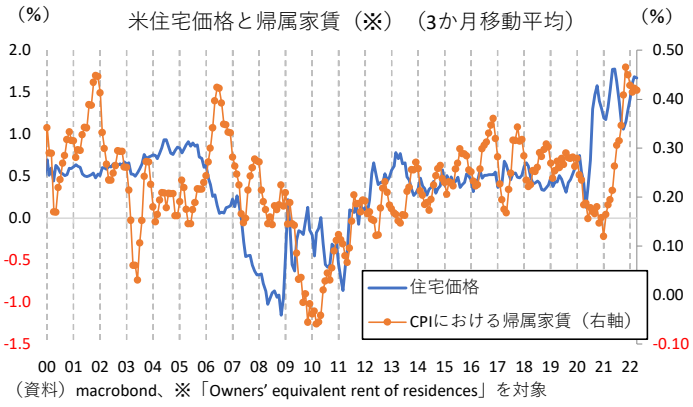
なお、インフレ高進に合わせて政策金利が鋭角的に引き上げられれば当然、米国債利回りの上昇を通じて住宅ローン金利にも反映される。現状、米住宅ローン金利は前年比で倍程度の水準まで急騰している(右図・上)。これと整合的に新築・中古共に住宅販売件数は昨年末頃を境にピークを打っている(右図・下)。供給制約で販売価格が高止まりしやすいところ、住宅ローン金利の急騰も重なっているため、販売件数の減少傾向は恐らく続く可能性が高いだろう。経済分析上では知られた経験則ではあるが、米国経済における住宅投資の割合は 3～5%程度であるものの、これに付随して期待される耐久財・半耐久財消費(自動車や冷蔵庫、洗濯機など)の存在を考慮すれば、その浮沈が景気の転換点になりやすい。米国に対する景気後退観測が出ているのは根拠がない話ではなく、既に住宅投資を起点とした消費・投資意欲の減退が不安視される兆候は確かにある。後述する帰属家賃と CPI の関係に鑑みても、住宅関連指標は CPI や雇用統計と同じくらい重要な基礎的経済指標ではないかと思われる。





～CPI と帰属家賃の今後～

話を CPI に戻せば、住宅価格の趨勢は CPI の 3 割を占める帰属家賃の動きに大きな影響を与える。右図に示すように、これは 2021 年末頃にピークアウトが見受けられる。食料・エネルギー価格がここから大きな上昇にならないのだとすれば、元々ベース効果の剥落が期待できる秋口には総合ベースの CPI もはっきりと減速を確認できるはずである



（昨年は春と秋に商品市況が騰勢を強めているので、今年、その季節性が再現されない限りは前年比は下振れやすくなる）。

もっとも、前頁図に示される通りではあるが、住宅価格に関しては「加速」が止まっただけで際立って「下落」しているわけではなく、今のところ「高止まり」という表現が腑に落ちる。また、仮に住宅価格が十分に下がったとしても、そこから数か月のラグを伴って CPI に顕著な低下をもたらすことを考えると年内の FRB の姿勢を大きく変えるほど、インフレ情勢が劇的に落ち着くことは考えにくい。また、リスクシナリオもある。それは住宅市況にまつわる供給制約が悪化するという展開だ。米住宅市場の供給制約はパンデミックおよびウクライナ危機にまつわる建設資材の不足に加え、コンテナや港湾労働者、トラック運転手などサプライチェーンに携わる物的・人的な供給が間に合っていないという事情が指摘される。これらが顕著に解消せず、むしろ悪化するようなことがあれば、いくら利上げで需要を削り落としてもインフレ圧力（ここでは住宅価格上昇）は収まらない。米住宅市況の先行きに関しては、供給が徐々に回復する一方、需要が確実に落ち込むことで住宅価格も下がりやすいというのが基本シナリオとなるが、そうではない供給側のトラブルがこれ以上本当に起きないのかどうかは気にしておく必要がある。

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
2022年7月12日	やはり顔を出し始めた新規感染者主義
2022年7月11日	リフレ政策の今後～悲報との因果関係はなし～
2022年7月8日	週末版（世論に効き始めた物価上昇圧力～日銀がスケープゴートにされる可能性～）
2022年7月7日	ユーロ相場急落の背景～ECBハト派化より重要なこと～
2022年7月5日	やはり反対していたドイツ～緊急政策理事会～
2022年7月4日	世界の外貨準備状況～22年3月末時点～
2022年7月1日	週末版（2年9ぶりのAPP停止と域内債券グループ化構想～遂に始まる加盟国の階層化～）
2022年6月28日	家計金融資産は動き出すか～22年3月末の状況～
2022年6月27日	世界は通貨高競争へ～逆・近隣窮乏化策の始まり～
2022年6月24日	週末版（週末版（ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～））
2022年6月22日	「ドル高の裏返し」とは言い切れない円安の近況
2022年6月21日	タカ・ハト両面を演じるECB～難しいナローパス～
2022年6月20日	疑似的な通貨危機の様相を呈する日銀運営
2022年6月17日	週末版（ECB緊急政策理事会の読み方～落ち着かないラガルド流～）
2022年6月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2022年5月分）
	FOMCを終えて～円安地合いは固まるばかり～
2022年6月14日	悲惨指数を感じなかった日本人
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
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」のブレーキが重要～）
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～ルーブルにも負ける円～
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	経常赤字は新常態なのか？～「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～