

みずほマーケット・トピック(2022 年 12 月 20 日)

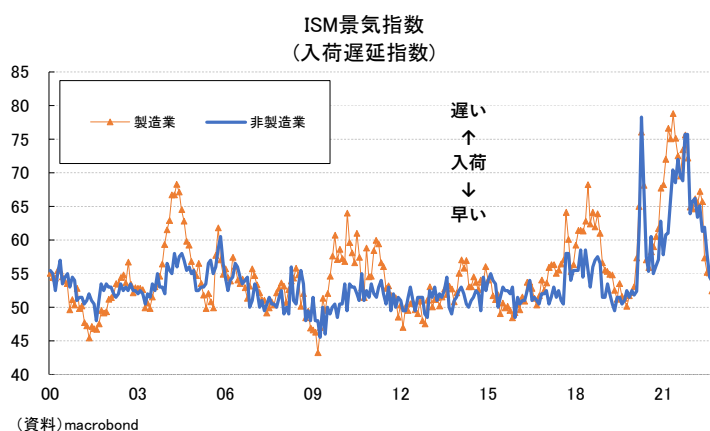
米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか

今後の消費者物価指数(CPI)に関し「7%から 5%に下がる方が、5%から 3%になるよりも恐らく容易」といった市場の見方が報じられている。筆者も同様の問題意識を抱いている。サプライチェーン寸断による供給制約や資源価格上昇の影響が剥落する過程で 10%に迫っていたインフレ率が急減速するというのは元々想定されていた話。だが、中銀が不安視するのは一般物価が押し上げられる中、人々のインフレ期待が高止まりし、企業の価格設定も値上げが常態化し、これに合わせて名目賃金も引き上げられるという展開。こうなるとインフレ自体が持続性を帯びる。仮に、パンデミックを経て雇用・賃金市場の構造が変化している場合、「モノ」に関する目詰まりは解消されても、「ヒト」に関する目詰まりはある程度残る可能性がある。今後、CPI がどこかで下げ止まるとすれば、そうした雇用・賃金情勢の「壁」に直面した時だろう。それが CPI で見て 3%なのか 4%なのか。いずれにせよ CPI が 10%弱から 4~5%まで減速する過程で形成された市場予想を自明の前提とすることに関して、もう少し慎重な議論はあっても良いはず。

～米インフレ急減速を当然視する風潮に警鐘～

過去の本欄や『中期為替相場見通し』でも繰り返し論じている通り、筆者は巷説に溢れている「2023 年は円高の年」という想定を多少は疑う必要があると思っている。FRB の金利調節がテーマである来春までは確かに米金利の低下に応じてドル売りが生じやすいが、利上げが止まった後はどうなるのか。広がった金利差は放置され、FRB がハト派に転じれば金融市場のボラティリティは低下する。大きな金利差と低いボラティリティの下で円高が進むというのは少なくとも経験が無い話である。また、本欄では想定外の円安リスクとして米国のインフレが思ったほど減速せず、したがって FRB の利上げが持続性を伴ってしまうケースも警戒すべきだと述べてきた。

この点、昨日のブルームバーグで報じられた世界最大の資産運用会社ブラックロックのストラテジストによるコメントが興味深いものであった。同ストラテジストはインフレ急減速を期待するムードに異を唱え、特に今後の消費者物価指数(CPI)に関して「7%から 5%に下がる方が、5%から 3%になるよりも恐らく容易」とのコメントしていた。筆者も同様の問題意識を抱いている。サプライ

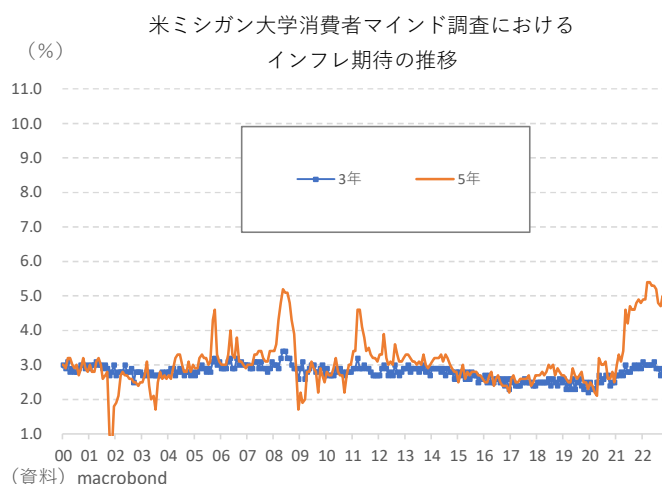


チェーン寸断による供給制約や資源価格上昇の影響が剥落する過程で 10%に迫っていたインフレ率が急減速するというのは元々想定されていた話ではある。しかし、FRB や ECB など各国中銀

が不安視するのは一般物価が押し上げられる中、人々のインフレ期待が高止まりし、企業の価格設定においても値上げが常態化し、これに合わせて名目賃金も引き上げられるという展開である。こうなってくるとインフレ自体が持続性を帯びる。前頁図に示すように、既に ISM 製造業景気指数（入荷遅延）が示す供給制約は概ね正常化が完了しており「モノ」に関する目詰まりは解消されているようにも見える。この影響は確かに、今後のインフレ指標の下押しに波及してくるはずである。

～米インフレ、問題は 3%からの道筋～

一方、ISM 非製造業景気指数が示す供給制約の状況にも顕著な改善が認められてきたが、ここにきてブレーキがかかっているようにも見える。非製造業はサービス業、すなわち「ヒト」に依存している。ここに関する供給制約はまだ製造業に比べれば改善の余地が残されており、賃金の騰勢に繋がっている状況が透ける。上述のストラテジストも「根強い労働者不足や賃金上昇、在庫減少」をインフレ高止まりの理由に挙げているが、およそ人が足りない状況で賃



金が下がるということはありません。もし、郊外へ移住する人が増えたり、接触型のサービス業への従事を避けたりする人が増えるなど、パンデミックを経て労働市場の構造が根本的に変化しているならば、人手不足の解消が期待したほど進まず名目賃金も思ったより下がらない懸念はある。今後、CPI がどこかで下げ止まるとすれば、そうした雇用・賃金情勢の「壁」に直面した時だろう。それがCPI で見て 3%なのか 4%なのか、あるいは 2.5%なのか。具体的な水準に議論はあろうが、無視できない論点である。例えば、FRB が注視しているミシガン大学消費者マインド調査におけるインフレ期待は 3 年先について 3%程度、5 年先について 5%弱というイメージある(図)。

いずれにせよ CPI が 10%弱から 4～5%まで減速する過程で形成された市場予想を自明の前提として本当に大丈夫なのか。目標である 2%への収束は本当に来春に見えてくる話なのか。利上げによる景気のオーバーキル懸念を踏まえ「春に利上げ停止」は一応のメインシナリオとして筆者も据え置いているが、不安が尽きない前提ではあるように思っている。

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12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分)
	FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか？
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているか？～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグフレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか？
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を讀むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃を前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メロニー新政権、現実路線への修正は可能なのか？
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分)
	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題
2022年9月12日	動き出す家計部門の外貨運用～金融教育の先に～
2022年9月9日	週末版(ECB政策理事会を終えて～スタグフレーションとの闘いに挑むECB～)
2022年9月7日	金利差が本当にテーマになるのはこれから
2022年9月6日	ノルドストリーム1の再開延期とユーロ安
2022年9月5日	円安更新はどこまで続くのか～140円台突破を受けて～
2022年9月2日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～50bpか75bpか～)
2022年8月29日	ジャクソンホール経済シンポジウムを受けて
2022年8月26日	週末版(劣化する欧州経済の現状～読めないエネルギー供給とドイツのリセッションリスク～)
2022年8月24日	水際措置の緩和の評価～問題は上限ではない～
2022年8月23日	パリティ割れと欧州のインフレ動向について
2022年8月22日	顕著になる鎖国政策の副作用
2022年8月19日	週末版
2022年8月18日	過去最大を更新し続ける貿易赤字
2022年8月17日	生産者物価指数(PPI)と交易条件と円相場
2022年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年7月分)
	本邦4～6月期GDP～形ばかりの「コロナ前」回復～
2022年8月15日	独経済は不況の淵に～ライン川の水位低下～
2022年8月12日	週末版
2022年8月10日	独ライン川の水位低下とユーロ安リスク
2022年8月9日	2022年上半期の国際収支統計を受けて
2022年8月8日	ECBの再投資柔軟化はどこまで可能なのか？
2022年8月5日	週末版(ドル/円相場の近況をどう考えるか～歴史的な大相場は調整も非常に大きい～)
2022年7月29日	週末版(米4～6月期GDPの読み方～リセッション判断は尚早～)
2022年7月27日	IMF世界経済見通し(7月改定)を受けて
2022年7月25日	ドル/円相場の近況をどう評価するか？
2022年7月22日	週末版(ECB政策理事会を終えて～前門のインフレ、後門のリセッション、TPIという二番煎じ～)
2022年7月20日	ECBは7月+50bp利上げに舵を切るのか
2022年7月19日	パリティ割れの背景整理～歴史に学ぶ教訓～
2022年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年6月分)
	週末版(ユーロ圏景気とユーロ相場の展望～ユーロ安でこざるインフレ抑制～)
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
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ピング構想～遂に始まる加盟国の階層化～)