

みずほマーケット・トピック(2023 年 2 月 20 日)

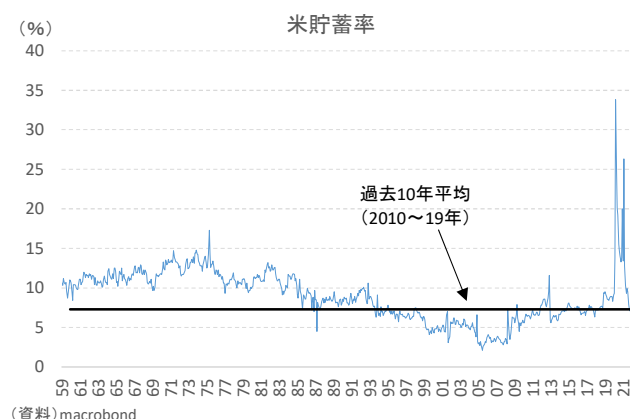
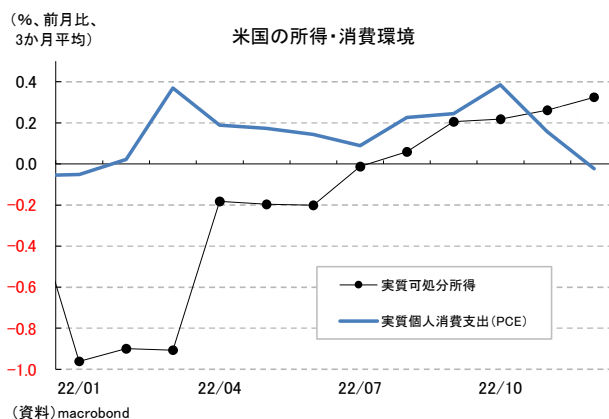
現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～

奇しくも本欄で想定した通りの展開が続いている。本欄では米国の利下げ織り込みは性急すぎることに、円安の背景には巨大な需給の歪み(貿易赤字)があることなどを背景に巷説で支配的な円高予想とは距離を置いてきた。本年最初のレポートで筆者は金融市場の大前提として「FRB の利上げは春で終わる」という事実があり、その事実が崩れた場合のドル/円相場高止まりも警戒すべきだと論じた。1 月雇用統計が極めて強い内容になって以降、「米利上げは 5 月で終わらないかもしれない」という思惑は徐々に強まっている。米国の実質所得環境は徐々に改善しており貯蓄率も顕著に下がるなど家計部門における需要状況は堅調さが見て取れる。インフレ警戒とこれに応じた利上げ継続の必要性を主張する FRB からの情報発信は数多く見られており、一部高官は+50bp への再拡大まで口に出している。利上げ幅の再拡大まで示唆される状況で早期利下げ観測を念頭に置いた米金利低下とドル安をメインシナリオとするのは無理筋であり、引き続き本欄ではドル/円相場の高止まりと 140 円台への復帰を基本シナリオとしたい。

～米実質所得環境は改善中～

奇しくも本欄で想定した通りの展開が続いている。本欄では米国の利下げ織り込みは性急すぎることに、円安の背景には巨大な需給の歪み(貿易赤字)があることなどを背景に巷説で支配的な円高予想とは距離を置いてきた。本年最初のレポート『2023 年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい』で筆者は金融市場の大前提として「FRB の利上げは春で終わる」という事実があり、仮にその事実が崩れて「春以降もFRB が利上げを持続する場合、そもそも1～3 月期の押し目(円高・ドル安)は期待できない」と述べた。もちろん、まだ年初1か月半しか経過しておらず、確定的なことは何も言えないが、1 月雇用統計が極めて強い内容になって以降、「米利上げは 5 月で終わらないかもしれない」という思惑が徐々に強まっている。

雇用統計上の平均時給(1 月は前年比+4.4%)と消費者物価指数(CPI、1 月は同+6.4%)を用いて簡便に計算される実質賃金

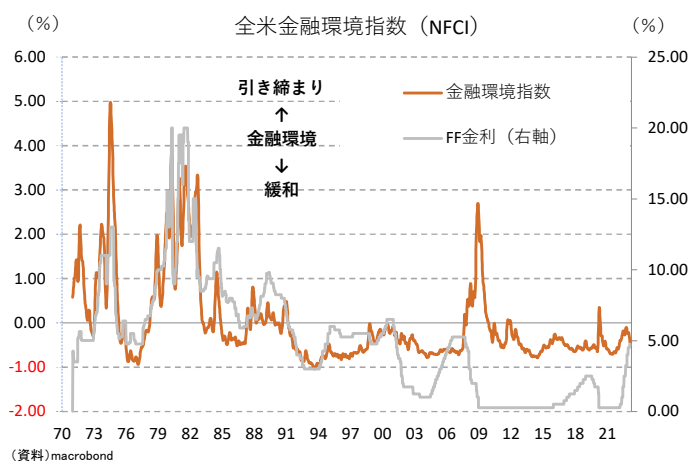


は依然としてマイナス圏にあるが、GDP 算出時に用いられる実質可処分所得は基調的に上向いている(前頁図・上)。簡便な方法を用いた実質賃金も CPI のヘッドラインが既にピークアウトしている以上、プラス圏に浮上してくるのは既定路線であろう。実質所得環境が既に最悪期を脱している以上、インフレ抑制の観点からは消費・投資意欲の復元は警戒すべき対象となる。ちなみに貯蓄率(貯蓄÷可処分所得)もコロナ直前の10年平均を大きく割り込んでいる(前頁図・下)。家計部門の需要動向を見る限り、インフレ抑制が上手くいっているとは言い難い。

～緩和を示唆する NFCI～

また、シカゴ地区連銀の公表する全米金融環境指数(NFCI: National Financial Conditions Index)は利上げとともに引き締めの状況に傾いてきたものの、依然として緩和的であることを示唆するマイナス圏内にとどまっている。

「CPI が緩む→ハト派観測が強まる→株価上昇」という相場展開は NFCI の押し下げに寄与するため(株価上昇で緩和的、下落で引き締めの算入される)、FRB はタカ派寄りの情報発信を持続せざるを得ない。周知の通り、米国の場合、家計金融資産の30%以上が株式であり、株価上昇は資産効果を通じて消費・投資意欲を焚きつける経路が警戒される。「株高はインフレ期待を押し上げる」という主張が説得力を持つのが米国経済であり、インフレ抑制を企図する FRB としては放置できない論点である。この点は昨年¹の本欄でも強調してきたものであるし、実際にパウエル FRB 議長もインフレ情勢に予断を持つべきではないとやはり強調していたが、市場は耳を貸さなかった。確かに、2021 年 11 月末に突如として「インフレは一時的ではない」と翻意した経緯があるため、信認が失われることにも一理はある。しかし、現状では FRB の情報発信が事実在即しているという印象が強い。



～+50bp への復帰まで示唆される状況～

先週だけでもインフレ警戒とこれに応じた利上げ継続の必要性を主張する FRB からの情報発信は数多く見られている。例えば 17 日にはボウマン FRB 理事が「特にインフレに関して、必要とされる状況に至っていない」、「さらに大きな進展が見られ始めるまで FF 金利の引き上げ継続が必要になる」と述べたことが報じられている。また、同日にはメスター・クリーブランド連銀総裁も +25bp の利上げを決定した 1 月 FOMC について「+50bp 引き上げる説得力ある論拠はあった」と利上げの不十分さを説いている。さらに、ブラード・セントルイス連銀総裁も 17 日、「3 月会合で +50bp の利上げを支持する可能性を排除しない」と、利上げ幅の再拡大を示唆している。もちろん、こうした発言一色というわけでもなく、ハーカー・フィラデルフィア連銀総裁のように「個人的な見解では、われわれ(の利上げ)はまだ終わっていないが、近い可能性がある(2 月 14 日の講演)」と述べる高官も存在

¹ 2022 年 11 月 16 日号『FRB は今、何を考えているか?～蘇る平均インフレ目標～』をご参照下さい。

する。

しかし、事実として基礎的経済指標が強含んでいる以上、+50bp への再拡大は可能性が低いとしても、+25bp の利上げを停めるには至らないだろう。まして、2023 年の為替相場に関して多くの市場参加者が円高・ドル安を予想してきた背景には早期利下げ観測台頭という前提があったはずだ。この点については現状、かなり実現が怪しくなっていると言わざるを得ない。少なくとも早期利下げが到来するよりも、ターミナルレートが 6% に到達するリスクの方が高いようにも見受けられる。金融政策の持つ遅行性を踏まえれば、単月の経済指標で利上げ幅の拡大・縮小を逡巡することが適切とは思わないが、利上げ幅の再拡大まで示唆される状況で早期利下げ観測を念頭に置いた米金利低下とドル安をメインシナリオとするのは無理筋であり、それは筆者が年初来で懸念してきた展開でもある。引き続き本欄では FF 金利の高止まりとこれを材料とする円キャリー取引の隆盛を契機として、年内の 140 円台復帰を念頭に置いた円安・ドル高シナリオを基本としたい。

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
2023年2月17日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分)
	日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見直し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活？～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRBハト派の併存は可能なのか？
2023年1月20日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に？～)
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月18日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか？～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版
2023年1月5日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月23日	週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)
2022年12月21日	日銀の政策修正に関する論点整理～日銀Pivot～
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
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	水際対策完全撤廃の前に論点整理
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	伊メロニニ新政権、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～)