

みずほマーケット・トピック(2023年11月15日)

## 1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか

注目された米10月消費者物価指数(CPI)は総合、コア共に予想を下回った。市場は米金利低下・株高・ドル安に傾いており、33年ぶりの安値更新を臨む展開にあったドル/円相場も一気に150.10円台まで急落した。今後、為替市場では「もう円安は終わり」との予想が今後勢いづくだろう。昨年経験したCPIショックと全く同じ光景だが、今度こそCPIがゲームチェンジャーになるのか。過去にも論じた点だが、FRBが利下げに転じれば相応の円高は不可避だろう。しかし、どこまで円高が進むかは別問題。これほどの貿易赤字を背負いながら米国の利下げ局面に対峙した経験が日本にはない。歴史的には貿易黒字が常態であったため、米金利が低下すれば素直に「需給で円高」という地合いが実現した。この点、直近では19年7月の利下げ着手が「貿易赤字国として迎える利下げ」という意味で参考になるかもしれない。当時のドル/円相場は利下げ直後に円高に振れたものの、結局は円安に戻ってきた。こうした経験を参考にするならば、24年以降、ありそうな帰結として「FRBが利下げ局面に入り、円高は進んだものの、130円台までしか戻らない」といった展開は十分あり得る。金利と需給、バランスを取った分析を心がけたい。

### ～1年と全く同じ光景～

注目された米10月消費者物価指数(CPI)は前年同月比+3.2%、エネルギー・食品を除くコアベースでも同+4.0%といずれも市場予想の中心を下回った。コアベースに関しては加速するとの予想も多かっただけに、市場のリアクションは非常に大きなものになった。結果を受けて米金利は全期間にわたって低下、FRBの利上げ見通しも消滅し、来春以降の利下げ開始を織り込み始めている。公表前のドル/円相場は151.80円台と33年ぶりの安値更新を臨む展開だったが、一気に150.10円台まで急落した。帰属家賃主導で米国のCPIが押し下げられる展開は元より想定されていた動きだが、▲0.1%ポイントとはいえ、市場予想を下回ったことに市場は大きな意味を見出そうとしている。利上げ停止を確信した為替市場では「もう円安は終わり」との予想が今後勢いづくさうだ。

まったくもって昨年経験したCPIショックと同じ光景である。簡単に昨年のCPIショックを振り返っておこう。昨年11月10日に発表された米10月CPIの弱い結果(市場予想の+7.9%に対し+7.7%)を受けて146円台半ばで取引されていたドル/円相場は1日で141円を割り込んだ。制御不能と恐れられた高インフレが遂に終わりを迎えるという安堵感が一夜にして拡がり、この頃から「2023年は利下げの年」という声も強まった。統計公表前は4.1～4.2%で取引されていた米10年債利回りも11月10日以降は恒常的に4%を割り込むことになる。これが後にCPIショックと名付けられた相場である。昨年9月から10月にかけて政府・日銀が実施した円買い・ドル売り介入は図らずもCPIショックの直前に行われたものであり、結果的に「成功した為替介入」という実績も手に入れることになった。昨年のCPIショックと比較すれば今回は動きは穏当なものだが、きっかけとなった材料(米10月CPI)も、その後の市場反応(米金利低下・株高・ドル安)も全く同じである。その後、米国のイ

ンフレが意外にも粘着的だったこともあり、昨年の CPI ショックはゲームチェンジャーになることはなかったが、「今回こそは・・・」という期待を持つ市場参加者は少なくないと思われる。

### ～2024 年見通しへの影響～

今回の結果はこれから年末にかけて盛り上がる 2024 年の各種資産価格見通しにも大いに影響を持つ。為替市場についてはどのような影響があるだろうか。そもそも 2023 年に関する為替見通しの大勢が円高に傾いたのは、CPI ショックを受けて「FRB の利下げ到来で米金利低下とドル安の時代が来る」という期待が席卷したからだ。裏を返せば、CPI ショックまでは「2023 年も円安は続く」という論陣は相応に勢いがあったと記憶する。今回も当時同様、予想を大幅に転換するアナリストが増えるかもしれない。しかし、そうした米金利主導の雰囲気に流された結果、殆どのアナリストの為替予想が外れたのが 2023 年だったことも忘れてはいけない。

昨年の CPI ショック後のドル/円相場を振り返ると、年明け 2023 年 1 月 16 日に 127.22 円をつけるまで調整は続いた。152 円手前をつけた 10 月下旬から比較して、3 か月弱で約+16%、値幅にして約 25 円の円高・ドル安である。こうした急変動を目の当たりにして、円高見通しへ転換したアナリストの胸中は理解できなくもない。だが、この 127.22 円が(今のところ)年初来安値であり、その後に底打ちしたドル/円相場は 1 年かけて 2022 年の最高値(152 円付近)まで戻ってきた。この背景には①米国のインフレ率が思ったより粘着的だったこと(ゆえに FRB のタカ派姿勢が続いたこと)も当然あるが、筆者は②2022 年から引き継がれた円売り超過の需給構造も一因と考えてきた。

実際のところ、①と②のいずれが円安を駆動したのか定かではなく、本当の答えは FRB の政策転換が実現して初めて分かる。しかし、②を軽んじることはないように、見通しを作りたいと考える。

### ～「貿易赤字国として迎える利下げ」は類例が少ない～

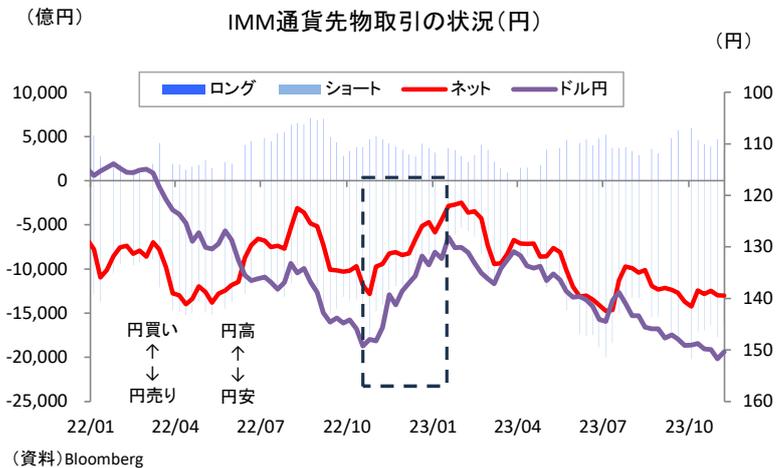
過去の本欄でも述べたように、これほどの貿易赤字を背負いながら米国の利下げ局面に対峙した経験が日本にはない。歴史的には貿易黒字が常態であったため、米金利が低下すれば素直に「需給で円高」という地合いが実現した。直近で FRB が利下げ着手した時期として 2019 年 7 月がある(2020 年にパンデミックが発生する前から米国は利下げしていたことは意外に忘れられがちだ)。この利下げは当時、「約 10 年ぶりの利下げ」と話題になった。当時、日本の貿易収支は 2019 年が▲1.7 兆円、前年(2018 年)が▲1.2 兆円だったので、「貿易赤字国として迎える利下げ」という意味では幾分か参考になるかもしれない。7 月末の利下げを受けて、それまで 108～109 円で取引されていたドル/円相場は翌 8 月、106 円台まで円高が進んだ。だが、9 月以降、円高は続かず 110 円付近まで円安に戻り、12 月末時点の水準は 108 円台後半だった。その後、2020 年以降の世界はパンデミックへ突入し、2022 年からは戦争が始まるなど、平時とは比較できない局面に入ってしまうため、「貿易赤字国として迎えた利下げ」のサンプル数は 2019 年 8～12 月の 4 か月間くらいしかないのが実情である。しかし、その 4 か月間に関しても、またパンデミック対応で米国がゼロ金利に引き戻された 2020 年に関しても、大して円高は進まなかった。この意味は小さくないと筆者は思う。

このような経緯を踏まえると、2024 年以降、ありそうな帰結として「FRB が利下げ局面に入り、円高は進んだものの、130 円台までしか戻らない」といった展開は考えられる。かねて論じているように、FRB の利下げ局面が始まれば円高には必ずなるだろう。問題はどれくらいなるか、だ。今次円安局

面の出発点(113 円)において FF 金利はゼロ金利だった。再びゼロ金利に戻りそうな材料は現状、全くない。筆者は連続的な利下げ局面に入ったとしても 120~140 円や 125~145 円といったレンジ内に収束するだけであり、かつてのような 100~120 円は難しいと考える立場だ。

### ～円売りポジションは CPI ショック時と同等～

結局、昨年 11 月の CPI ショックは前月までに溜まった円売りポジションを解消する契機になったものの(図)、潮流を反転させるには至らなかった。今回の CPI ショックは今度こそ円安局面に終止符を打つのか。ちなみに 2022 年 10 月下旬における円の売り持ち高(対ドル)は▲90 億ドル弱であり、2023 年 1 月に 127 円台を記録した直後には▲20 億ドル弱まで縮小した。本稿執筆時点で最新となる 2023 年 11 月



7 日時点では 2022 年 10 月下旬同様、▲90 億ドル弱の円売り持ち高がある。投機筋の調整に関し、同様の震度を期待するならば、130 円割れを想定できなくもない。ただ、FRB の利上げ停止や利下げ転換は 1 年前に比べて「想定できない事態」ではない。だからこそ今年の CPI ショックは昨年の CPI ショックほどの相場変動を促していないのだと筆者は理解している。

2 年連続の CPI ショックは今度こそゲームチェンジャーになるのか。既に利上げが停止している以上、今回の結果を広義の利下げ局面の始まりと捉え、「今度こそ円高局面が到来する」と予想する向きはやはり増えてくるだろう。しかし、「貿易赤字国として迎える利下げ」をどう整理すべきかはまだコンセンサスが無い。金利と需給のバランスを取った分析と情報発信が重要と考える。

金融市場部  
 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](mailto: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](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11月14日	ユーロ/円、15年ぶりの高値をどう理解すべきか
2023年11月13日	24年は「家計の円売り」元年になるか～外貨資産の現状～
2023年11月10日	週末版(23年度上期経常収支の読み方～CFベースの黒字は10分の1に～)
2023年11月9日	「欧州の病人」は戻って来たのか?～企業の「ドイツ離れ」～
2023年11月2日	週末版
2023年10月30日	150円台定着を受けて～その背景と今後の論点整理～
2023年10月27日	週末版(ECB政策理事会を終えて～再投資停止を阻むイタリア国債利回りの上昇～)
2023年10月26日	ECBレビュー～利上げ代替としてのMRR引き上げ～
2023年10月23日	サービス収支に透ける製造業の行動変化
2023年10月20日	週末版
2023年10月19日	本邦9月貿易統計～起きるべくして起きた23年の円安～
2023年10月18日	再び直面する天然ガスのリスク～ユーロ圏安考察～
2023年10月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年9月分)
2023年10月13日	週末版(日独GDP逆転について～「弱い円」が原因としても・・・)
2023年10月12日	カネ関連収支でも広がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が広がるデジタル関連およびカネ関連の国際取引
2023年10月10日	円安シナリオを延命させる中東リスク
2023年10月6日	週末版
2023年10月5日	「底打ち懸念」も漂う米経済～米金利上昇の考え方～
2023年10月4日	続・インフレを輸入する日本～「人手不足」の波～
2023年10月3日	ユーロ圏のインフレ情勢とECBの「次の一手」について
2023年10月2日	インフレを輸入する日本～インフレ持続性の考え方～
2023年9月29日	週末版
2023年9月26日	円安シナリオを長続きさせる貿易赤字
2023年9月25日	日銀金融政策決定会合～マイナス金利解除の行方～
2023年9月22日	週末版
2023年9月21日	FOMCを終えて～「2024年こそ利下げの年」という危うさ～
2023年9月20日	23年4～6月期資金循環統計～「貯蓄から投資」の胎動～
2023年9月19日	「欧州の病人」は戻って来たのか?
2023年9月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「事実上の利上げ停止宣言」の読み方～)
2023年9月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年8月分)
2023年9月13日	ECB政策理事会レビュー～「見送り+α」の公算～
2023年9月12日	日銀の政策運営に関するQ&A～読売報道を受けて～
2023年9月11日	7月国際収支の読み方～為替需給変わらず～
2023年9月8日	週末版
2023年9月7日	日本の貿易収支が直面する2つの想定外
2023年9月6日	海外出張で体感した内外価格差について
2023年9月4日	BRICS共通通貨は「いつか来た道」
2023年9月1日	週末版(ECB政策理事会議事要旨と8月消費者物価指数について～9月利上げの行方～)
2023年8月30日	夏を終えても変わらなかった円の独歩安
2023年8月28日	ジャクソンホールで浮き彫りになるインフレに対する「当事者」感
2023年8月25日	週末版
2023年8月24日	ユーロ圏経済の悪化とユーロ相場の現状
2023年8月23日	なぜ購買力平価は使えなくなっているのか
2023年8月22日	力強さが続くユーロ圏の雇用・賃金情勢
2023年8月21日	「持たざるリスク」に直面する日本の家計部門
2023年8月18日	週末版(本邦7月貿易収支を受けて～中国不振が阻害する収支改善～)
2023年8月17日	本邦4～6月期GDPの読み方～冴えない内需～
2023年8月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年7月分)
	年初来安値で確認する円の立ち現在地
2023年8月14日	再投資柔軟化から1年～フランスに並んだイタリア～
2023年8月10日	週末版(アマゾン「プライム」値上げの意味するもの～デジタルサービスへの外貨流出～)
2023年8月9日	緩れ持続を約束する実質賃金の低迷～円安の余韻～
2023年8月8日	23年上半期の国際収支統計を受けて～CFベースでは赤字～
2023年8月7日	マイナス金利解除の実現可能性～日銀に迫る円売りゲーム～
2023年8月4日	週末版
2023年8月2日	ユーロ圏経済の近況～経済・物価情勢はECB/ハト派を示唆～
2023年7月31日	日銀会合を終えて～今後の課題は「円売り」による挑発～
2023年7月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～急速に薄らいだタカ派色～)
2023年7月27日	FOMC(7月25～26日)を終えて～現状維持に備え～
2023年7月25日	日銀金融政策決定会合(7月27～28日)レビュー
2023年7月21日	週末版(正常化が近づくインバウンド需要～労働で稼いだ外貨はどこへ行くのか・・・)
2023年7月20日	23年上半期の貿易収支を受けて～構造変化を直視～
2023年7月19日	残る円安・資源高の余波～物価「変化率」だけでなく「水準」も～
2023年7月18日	ICEドルインデックスの100割れをどう読むべきか?
2023年7月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年6月分)
	週末版
2023年7月13日	実効ベースで見た為替相場～最強「フラン」と最弱「円」～
2023年7月12日	円高の読み方～自律反発後にどこまで戻るか～
2023年7月11日	経常収支の正しい読み方～符号ではなくキャッシュフローを～
2023年7月10日	イノベーションボックス税制はBrain freezeの処方箋か
2023年7月7日	週末版(金利差拡大で円安が進まない背景～日本株下落とポジションの偏り～)
2023年7月6日	「投機の円売り」と「夏枯れ相場」～進むキャリー取引～
2023年7月5日	ユーロ圏6月消費者物価指数～雇用・賃金情勢の逼迫～
2023年7月3日	シミュレーション進む「ドル抜きの世界」～COFERの近況～
2023年6月30日	週末版
2023年6月29日	金融政策と通貨政策、動くのはどっちが先か
2023年6月27日	23年3月末時点の「資金循環統計」を受けて
2023年6月26日	「2005-07年の円安バブル」と現在の違い
2023年6月23日	週末版
2023年6月22日	ECBは利上げ停止後に何をすつもりか
2023年6月21日	「Brain freeze(思考停止)」と研究開発サービス赤字
2023年6月20日	「2030年までに対内直接投資残高100兆円」の現実味
2023年6月19日	日本、「監視リスト」除外の読み方～国力低下の象徴～
2023年6月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～we're not at destination～)
2023年6月15日	FOMCを終えて～追い詰められる円高見通しと年内利下げ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年5月分)
2023年6月14日	日銀はいつ動くのか～円安抑止策としてのYCC修正可否～
2023年6月13日	家計金融資産の「開放」は何を意味するか～骨太の方針～
2023年6月12日	FRBは他国・他中銀から影響を受けるのか?
2023年6月9日	週末版
2023年6月8日	本邦4月国際収支統計を受けて～「新しい赤字」の影～
2023年6月7日	ユーロ圏のインフレ期待について～6月会合レビュー～