

みずほマーケット・トピック(2024 年 4 月 11 日)

「でこぼこ道」か「再燃の入口」か～米 3 月 CPI を受けて～

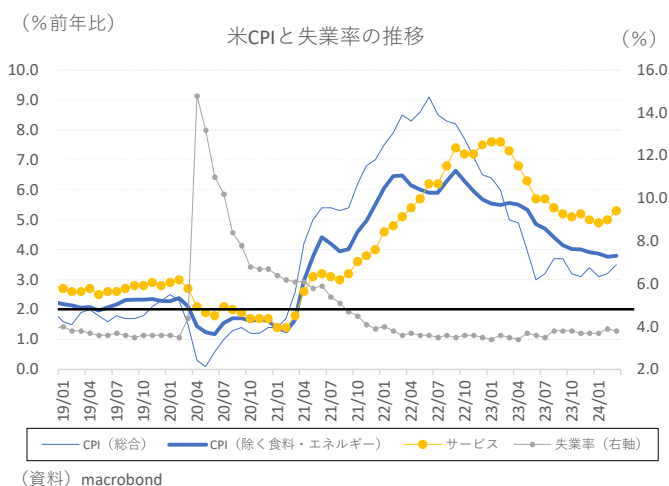
円相場は対ドルで、遂に 90 年 6 月以来となる 153 円台まで下落。米 3 月消費者物価指数(CPI)の加速を一過性の振れと見なすかどうかは今後の争点。パウエル FRB 議長はインフレ収束への道のりについて「a bumpy path(でこぼこ道)」と表現してきた経緯がある。上振れたと言ってもまだ 1 か月分であり、まだ「でこぼこ道」の範疇だと抗弁する余地はある。しかし、今回の CPI 押し上げには原油高の影響が可視化され始めた部分もある。原油高が一過性ではないとすれば、CPI の強含みも一過性ではない。今後、「でこぼこ道」の一環ではなく「インフレ再燃の入口」と見なす論調が勢いを得てくる可能性も。3 月の CPI 上振れについて言えば、自動車保険の騰勢が効いており、これが持続性を持つとは思えないことからパウエル議長のスタンスは大きく変わらないだろう。むしろ、心配されるのは原油高が日本の輸入金額を押し上げる程度。既に前年比で+10%も上昇している原油価格が続けば、年間の輸入金額は 10 兆円以上増える可能性。金利・需給両面から円安圧力が強まる 2022 年の再来となってしまうのか。

～「でこぼこ道」or「再燃の入口」～

昨日の円相場は対ドルで、遂に 1990 年 6 月以来となる 153 円台まで下落した。米 3 月消費者物価指数(CPI)が 2 月の前年比+3.2%から同+3.5%へ予想以上に加速したことを受けた動きだが、これを一過性の振れと見なすかどうかは今後の争点になる。元よりパウエル FRB 議長はインフレ収束への道のりについて「a bumpy path(でこぼこ道)」と表現してきた経緯がある。上振れたと言ってもまだ 1 か月分であり、まだ「でこぼこ道」の範疇だと抗弁する余地はあるだろう。しかし、今回の CPI 押し上げにはガソリン価格と電気代が効いており、原油高の影響が可視化され始めた部分もある。原油高が一過性ではないとすれば、CPI の強含みも一過性ではない。だからこそ、これを「でこぼこ道」の一環ではなく「インフレ再燃の入口」と見なす論調が今後勢いを得てくる可能性に構えたい。

～少なくとも自動車保険は「でこぼこ道」の一環～

今のところ、「インフレ再燃の入口」である可能性を完全否定する材料はない。だが、今回に限って言えば、「でこぼこ道」の一環とさせる要素はある。例えば、食料・エネルギーを除くコアベースでは今月、同+3.8%と横ばいだったが、その中身を見るとサービス価格が前月の同+5.0%から同+5.3%へ加速したことが目に付いた(図)。サービス価格の加速幅(+0.3%ポイント)は 2022 年 12 月以来、15 か月ぶりの大きさである。これをけん引していた

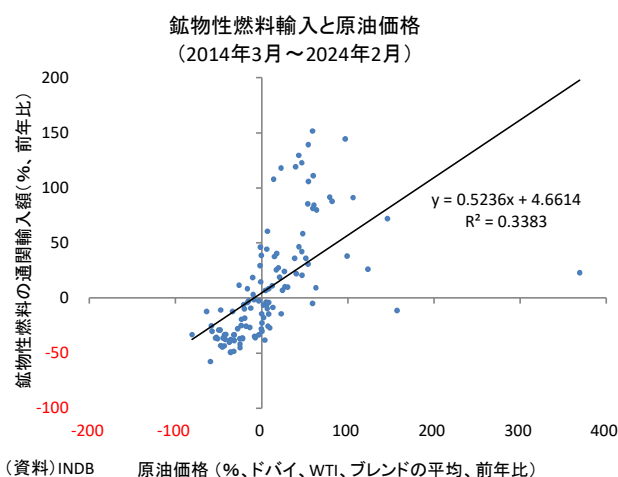


項目として家賃(同+5.7%)・医療サービス(同+2.1%)・輸送サービス(同+10.7%)が挙げられ、寄与度としては家賃が大きいのはいつも通りである(帰属家賃の寄与度は 1.5%ポイント)。しかし、前月比の伸びで見ると、とりわけ輸送サービスの強さが際立つ。これは自動車保険(同+22.2%)の強さを反映した動きだ。寄与度でも自動車保険は 0.564%ポイントと帰属家賃に次ぐ大きさだ。

しかし、自動車保険の上昇が持続性を持つのか。そうではないだろう。車両価格の変動や自然災害の発生等を踏まえた上で、ラグを持ちながら自動車保険料は上がるはずである(保険料とはそういうものだ)。パンデミックの最中で自動車生産が停滞し、代替需要で中古車価格が上昇したことの影響などが今になって顕現化し始めていると理解するのがフェアだろう。こうした状況の評価するならば、現時点で、パウエル議長が今回の CPI を「でこぼこ道」の一環とする可能性はまだ高い。

～原油高はこのままいけば年間+10 兆円相当の輸入上振れ～

ドル/円相場への影響に関して言えば、原油価格上昇はインフレを押し上げ、FRB の利下げを遅延させるという金利の観点からはもちろん、本邦輸入金額を押し上げ貿易収支赤字を拡大させるという、需給の観点からも円安圧力は強まる。本日時点で原油価格は 1 バレル＝約 86 ドルで昨年 4 月(約 78 ドル)対比で約+10%ほど高い。例えば過去 10 年の関係に基づき+1%の原油高は鉱物性燃料を約+5%程度押し上げると仮定してみよう(図)。日本の輸入金額の約



4 分の 1 が鉱物性燃料であるため、1%の原油高で輸入金額は約+1.3%、10%ならば約+13%増加することになる。1 年前(2023 年 4 月)の輸入金額は約 8.7 兆円、この約 13%は約+1.1 兆円だ。1 兆円の上振れが 1 年続けば 10 兆円以上の輸入金額上振れになる。もちろん、かなりラフなイメージだが、円安にもかかわらず輸出数量を顕著に伸ばせない日本にとって、原油価格上昇は著しい収支悪化を促す。過去最大となった 2022 年の貿易収支赤字を思い返せば多くの説明を要しない。

本欄では 2024 年は金利・需給の 2 大要因のうち、前者に関してはようやく円安圧力が収束する年になるのではないかと考えてきた。しかし、原油価格の騰勢を契機に再び金利・需給両面から円安圧力に見舞われる 2022 年のような展開を想定すべきかどうかという瀬戸際に立たされている。「貿易収支赤字が再拡大する」、「FRB が利下げできない」という前提は「中期為替相場見通し」の埒外であり、月末においても状況が変わらなければ予想の上方修正は検討せざるを得ない。

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

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
2024年4月10日	過去最高ペースだった「家計の円売り」～Q1を終えて～
2024年4月9日	対内直接投資のキーワードは「資本はアジア、業種は金融・保険業」へ
2024年4月8日	独歩安だった円相場～第1四半期振り返り～
2024年4月5日	週末版
2024年4月4日	ECBは6月利下げに向けて第一関門突破
2024年4月3日	外貨準備構成通貨の近況について(2023年12月末時点)
2024年4月2日	デジタル強国アイルランドの存在感をどう考えるか？
2024年4月1日	デジタル赤字は日本だけの問題なのか？
2024年3月29日	週末版
2024年3月27日	円安・円高双方のリスクになる連続利上げ
2024年3月25日	23年末資金循環統計を受けて～株・外貨共に過去最高目前～
2024年3月22日	週末版(FOMCを受けて～少なくなるドル/円相場の「押し目」)
2024年3月21日	「債券市場への優しさ」が助長した円安～日銀決定を受けて～
2024年3月18日	「噂で売って、事実でも売り」になりそうな円相場
2024年3月15日	週末版(「家計の円売り」は3月も続くのか？～試される個人投資家の芯～)
2024年3月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年2月分)
2024年3月13日	春闘と円高リスク～「異例の買上げムード」というリスク～
2024年3月12日	最近の国際収支の状況について～CFでは初月赤字～
2024年3月11日	最大の円高リスクは日銀の連続利上げ
2024年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月まで材料なし～)
2024年3月6日	世界の株価指数から見えるもの～中進国の容疑～
2024年3月5日	ユーロ圏の賃金・物価情勢～妥結賃金は年内4%台か～
2024年3月1日	週末版(マイナス金利解除と円相場の関係性～ドル/円相場、数少ない押し目の考え方～)
2024年2月27日	ユーロ圏の現状と展望～金利と需給から～
2024年2月26日	日経平均株価上昇の理由～インフレの帰結～
2024年2月22日	週末版
2024年2月21日	1月貿易収支を受けて～24年も円売り優勢変わらず～
2024年2月20日	日独GDP逆転の本質～為替要因だから良いのか？～
2024年2月16日	週末版
2024年2月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年1月分)
	本邦10～12月期GDPを受けて～総崩れ～
2024年2月14日	「新時代の赤字」と原油と同質性
2024年2月13日	投信経由の対外証券投資～進む資産運用立国の未来～
2024年2月9日	週末版
2024年2月8日	仮面の黒字国～戻らぬ円とデジタル農奴～
2024年2月7日	PPPやREERをどう解釈すべきか～インフレ調整という未来～
2024年2月2日	週末版(ソフトランディングと賃金減速～正当性を帯びる「夏」の重要性～)
2024年2月1日	FOMCを終えて～為替市場が狙う「次の獲物」～
2024年1月29日	日本円の現在地～独歩安で始まった2024年～
2024年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「夏」がキーフレーズ～)
2024年1月24日	日銀金融政策決定会合～織り込んで円安の怖さ～
2024年1月23日	ECB政策理事会プレビュー～勝利宣言はまだ～
2024年1月22日	「家計の円売り」と「損保のレバトリ」の違い
2024年1月19日	週末版
2024年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年12月分)
	「貯蓄から逃避」で進む円の独歩安～現状整理～
2024年1月17日	「新時代の赤字」の定点観測と今後の需給イメージ
2024年1月16日	マイルド・キャピタルフライト(後編)～需給への評価～
2024年1月15日	マイルド・キャピタルフライト(前編)～家計の円売り～
2024年1月12日	週末版
2024年1月11日	ユーロ圏インフレ率の近況～再浮揚の読み方～
2024年1月10日	震災と旅行収支の関係について～2011年からの教訓～
2024年1月9日	米大統領選挙の考え方～メインシナリオを覆すか～
2024年1月5日	週末版(能登半島地震の影響について～構造変化を経て「普通の通貨」になった円～)
2024年1月4日	24年、持つべきイメージは「長期円安局面の小休止」
2023年12月22日	週末版(本邦の家計金融資産動向について～外資性資産比率は「根雪」のイメージで～)
2023年12月20日	日銀金融政策決定会合～解除時期と円相場への影響～
2023年12月18日	2024年、円需給の考え方～円転率や貿易収支が課題～
2023年12月15日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「利上げ→利下げ」の考え方～)
2023年12月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年11月分)
	FOMCを終えて～突然変わった節目、日銀への影響も～
2023年12月13日	最近の需給環境について～24年も脆弱性は残る～
2023年12月12日	12月日銀会合の行方～政治的観点、2000年との比較～
2023年12月11日	24年ドル/円見通し外観～「主戦場の変化」を確認する年～
2023年12月8日	週末版(円高と植田発言の読み方～チャレンジの真意～)
2023年12月7日	ECB、シュナーベル発言の読み方～拡大解釈を警戒～
2023年12月6日	対内直接投資の胎動と今後への展望
2023年12月4日	24年、円高シナリオの鮮度～130円割れはあれど～
2023年12月1日	週末版(ユーロ圏11月消費者物価指数の読み方～「最後の砦」となるサービス業～)
2023年11月28日	ユーロ圏経済とECB金融政策の現状と展望
2023年11月24日	週末版(貿易赤字国が迎える米利下げ～通貨高は当たり前ではない～)
2023年11月21日	円高とPPPの考え方～収斂するのか、しないのか～
2023年11月20日	過去最安値に肉薄する円の名目実効相場(NEER)
2023年11月17日	週末版(本邦10月貿易統計を受けて～繰り返される23年と同じ言説～)
2023年11月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年10月分)
	1年ぶり2度目のCPIショックをどう評価すべきか
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プレビュー～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リスク～ユーロ安考察～
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	カネ関連収支でも拡がるサービス赤字
2023年10月11日	赤字が拡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