

みずほマーケット・トピック(2024年7月16日)

## 復活しつつある「インフレの輸入」～利上げへの追い風～

ドル/円相場は先週まで滞留していた 161 円台から 157 円台へ急落。政府・日銀による為替介入と思しき動きが値を押し下げているとの観測は根強い。死線を潜り抜けた大統領候補というストーリー性がトランプ氏の追い風になる見方が強まる中、市場ではトランプ氏勝利後のリフレトレードを織り込むような雰囲気が強まっているが、ドル/円相場の上値は重い。米国におけるインフレ圧力がピークアウトしているのは事実であり、米金利低下に応じたドル売りはある程度、正当性がある。よって、現時点で円高へ振れること自体、不思議ではない。だが、日本経済が円安経由のインフレ圧力に晒されるという状況は当面不変でもある。仮に、ドル/円相場が 150 円まで戻したとしても前年比 5%以上の円安水準だ。さらに輸入物価指数の水準に着目すれば、パンデミック以前対比で 4～5 割切り上がったままであり、海外から押し寄せるインフレ圧力は確実に大きく、しかも持続性を伴っているというのが国民の実感に近いだろう。一部報道であるように、今や利上げによって円安圧力を緩和することが景気対策とも見なせる状況がある。

## ～円安経由のインフレ圧力は当面健在～

ドル/円相場は先週まで滞留していた 161 円台から 157 円台へ急落している。政府・日銀による為替介入と思しき動きが値を押し下げているとの観測は根強い。週末 13 日にはトランプ氏が選挙活動中に銃撃を受け、間一髪で一命を取り留めるという衝撃的なニュースもあった。死線を潜り抜けた大統領候補というストーリー性がトランプ氏の追い風になる見方が強まる中、市場ではトランプ氏勝利後のリフレトレード<sup>1</sup>を織り込むような雰囲気が強まっている。

トランプ氏の一件が報じられる直前までは米国におけるディスインフレ傾向がテーマになりつつあった。米 6 月消費者物価指数(CPI)で確認したように、米国におけるインフレ圧力がピークアウトしているのは事実であり、米金利低下に応じたドル売りはある程度、正当性がある。よって、現時点で円高へ振れること自体が不思議な地合いとは言えない。とはいえ、日本経済が円安経由のインフレ圧力に晒されるという状況は大きく変わりそうにない。仮に、ドル/円相場が 150 円まで戻したとしても前年比で見れば 5%以上の円安水準であり、輸入物価経由で国内のインフレ圧力が高まる展開が予見される。例えば先週 10 日に発表された本邦 6 月企業物価指数(PPI)を見るとそうした状況は良く分かる。6 月 PPI



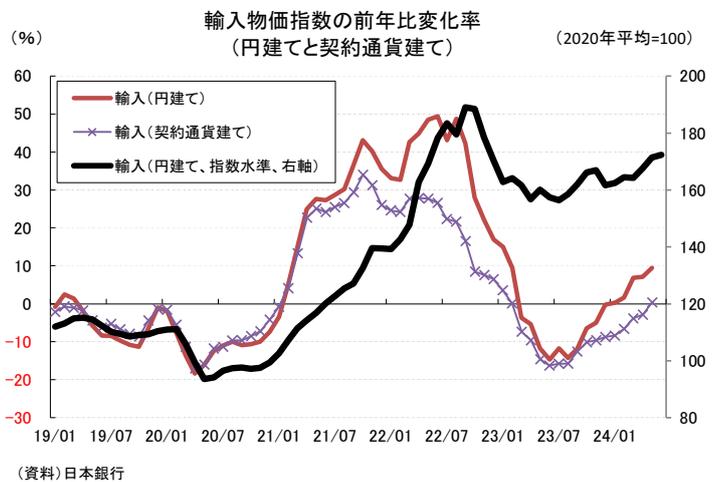
<sup>1</sup> 詳しくは本欄 2024 年 7 月 8 日号「米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～」をご参照下さい。

は前年比+2.9%と5月の同+2.6%から+0.3%ポイントも加速している。

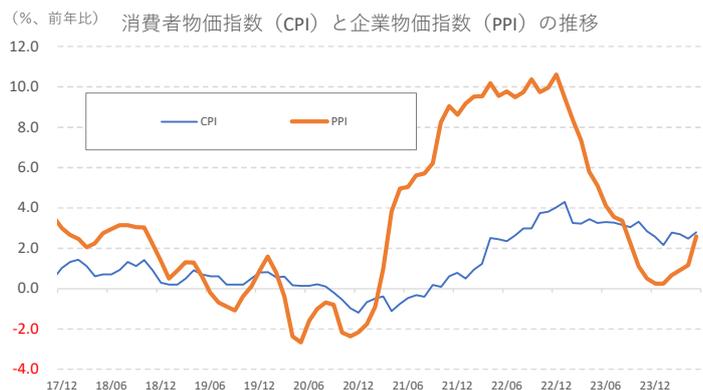
既報の通り、加速の直接的な理由は、電気・ガス代補助金が6月請求分から半減されているためであり、電力・都市ガス・水道は5月の同▲7.2%から同+0.1%へ、12か月ぶりのプラスに転化している。政府は2024年5月(請求は6月)までは「電気・ガス価格激変緩和対策」で補助金拠出を行ってきたが、6月(請求は7月)はこれが半減している。また、7月(請求は8月)以降はこれが完全撤廃されるため、6月PPIで見られたような前年比の押し上げは7月、8月とさらに強まることになる。その後8月から10月まで(11月請求分まで)は「酷暑乗り切り緊急支援」が決定しているため、これが再びPPIの押し下げに繋がるだろうが、2023年夏から秋・冬にかけてはPPIが前年比で大きく下がっていた時期でもあるため、電力・都市ガス・水道の項目は当面、押し上げ項目となる。

### ～輸入物価指数は19年対比で4～5割高い～

なお、国内へのインフレ圧力波及という観点からは輸入物価指数の動きに注目が集まる。年初来でドル/円相場も原油価格も上昇傾向にあるため、円建て・契約通貨建ての双方で輸入物価指数は強含んでいる。前年比で見れば、円建てでは今年2月に11か月ぶりのプラス圏に浮上し、契約通貨建てでは今回(2024年6月)、15か月ぶりのプラス圏に浮上している。明らかに輸入物価を通じたインフレの輸入が進む状況にある。そもそも、2023年を通じて輸入物価指数の変化率こそ落ち着いていたが、指数水準で見ればパンデミック前の2019年平均が111.5だったのに対し、2023年平均は161.2、2024年1～6月期平均は167.4と4～5割切り上がったままだ(右図・上)。過去3年程度の実情に関して言えば、海外から押し寄せるインフレ圧力は確実に大きくなっており、しかも持続性を伴っているというのが国民の体感ではないか。現状、電力・都市ガス・水道は元より、農林水産物(+0.2%→+1.2%)のほか、化学製品(+0.8%→+1.7%)や金属製品(+3.2%→+3.6%)でも前年比で加速が見られ始めている。資源高・円安の影響が既に経済の上流工程に表れ始めており、これが徐々にCPIへ浸透してくる展開を懸念すべき状況と見受けられる。



(資料)日本銀行



(資料) macrobond

### ～景気対策としての日銀利上げ～

日銀の政策運営に照らせば、ヘッドラインの数字だけを踏まえれば、より利上げしやすい物価情

勢が実現することになる。しかし、文字通り、それらは輸入されたインフレであって、国内需要の逼迫に駆動されたホームメイドインフレではない。ということは、来たるべき利上げは実体経済へのダメージを覚悟した上での利上げとならざるを得ない。この点については当然、政治・経済的に逆風の中での利上げという話にはなるだろう。だが、7月14日付の日本経済新聞は「円安対応、次は日銀か『消費が弱いから利上げ』の現実味」と題し、「日銀内に『個人消費が低調なのは物価高のせいなのだから、その原因である円安にもっと強い姿勢で臨むべきだ』との意識が芽生え始めた」と報じている。歴史を振り返れば、低い成長率の下での利上げや通貨防衛(自国通貨買い為替介入)は、追い込まれた新興国による定番の政策運営でもあったことは思い返したい。

最近の円高地合いを踏まえ、「円安がピーク時から緩和されから利上げしなくてもよくなった」とか、「個人消費が弱いから利上げをすべきでない」とかと言った温いエクスキューズが通るような状況ではもはやなく、利上げによって通貨安の圧力を少しでも和らげておくべきというのが今の日本が置かれた状況に思える。金利面からの円売りを少しでも押し返しておく努力こそ、迂遠に見えて効果的な景気対策になるというのが今の日本経済の実情に思える。その意味で、上記日経報道で言及されているような日銀の基本姿勢には同意できる部分大きい。

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](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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

発行年月日	過去6か月のタイトル
2024年7月12日	週末版(金利差に騒がない大事さ～問題は投機が去った後～)
2024年7月11日	株価、「真正正銘のバブル超え」の読み方
2024年7月10日	最近の円相場の需給環境について
2024年7月8日	米大統領選挙、現時点の解釈～為替市場の視点～
2024年7月4日	円安功罪論について～総論と各論を分けるべし～
2024年7月3日	短観(6月調査)が意味するもの～利上げは可能か～
2024年7月2日	フランス政局の行方と金融市場への影響
2024年7月1日	24年上半年を終えて～円は真正正銘の最弱通貨～
2024年6月28日	週末版
2024年6月27日	家計金融資産の現状～外貨比率は最高値更新へ～
2024年6月25日	「隠れ円安」への正しい理解～実効円安を見る努力を～
2024年6月24日	為替政策報告書～日本のリスト入りは形式上の不備～
2024年6月21日	週末版(欧州委員会による財政是正措置勧告～フランス極右政党 vs. 欧州委員会～)
2024年6月19日	本邦5月貿易収支を受けて～思ったよりも減らない赤字～
2024年6月18日	久しぶりの欧州政治騒動～27年まで波乱無しが基本に～
2024年6月17日	日銀金融政策決定会合を終えて～上がる期待値～
2024年6月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年5月分)
	週末版
2024年6月13日	FOMCを終えて～中立金利上昇と為替見直し～
2024年6月12日	既に前年実績を超えてしまった「家計の円売り」
2024年6月11日	懸念される旅行収支黒字の頭打ちという未来
2024年6月10日	円相場の需給環境について～4月までの総括～
2024年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利下げ局面入りへ～)
2024年6月5日	証券投資は巻き返すか？～収益率で考える未来～
2024年6月4日	敢えて考える対内直接投資促進の「負の側面」
2024年6月3日	強含む経済指標に囲まれるECB～ユーロ相場の考え方～
2024年5月31日	週末版
2024年5月29日	虚しく響く「33年連続、世界最大の対外純資産国」の肩書き
2024年5月28日	「This time is different」は利上げ予告か～内田講演～
2024年5月27日	加速したユーロ圏妥結賃金とECBブログの言い分
2024年5月24日	週末版
2024年5月23日	金利差縮小でも円安修正は進まず～議事要旨を受けて～
2024年5月22日	「もしたう」で注目される欧州の立ち回り
2024年5月21日	ユーロ圏経済の近況～「底入れ」という不都合な真実～
2024年5月20日	垣間見えたECBの「次の一手」～ECB理事インタビュー～
2024年5月17日	週末版(色濃くなるスタグフレーションの様相～窮屈になる日銀の政策環境～)
2024年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年4月分)
	円安抑止の処方箋～即効性と持続性のトレードオフ～
2024年5月14日	通貨政策化する金融政策～定着する「為替との戦い」～
2024年5月13日	1～3月期国際収支統計～需給改善を確認～
2024年5月10日	週末版
2024年5月9日	遂にインフレ税が始まったのか？～円安と債務～
2024年5月8日	FRBの「次の一手」と円相場の予想パスについて
2024年5月7日	円安抑止の処方箋～NISA国内投資枠～
2024年5月2日	週末版(レバトリ減税について～「5%の摩擦」に拘るべき～)
2024年4月30日	日銀が回避した為替との戦い、今後のリスク
2024年4月26日	週末版
2024年4月25日	トランプ氏と為替～結局、何も考えていない？～
2024年4月23日	世界経済の下方シフトの背景にあるもの～IMF分析～
2024年4月22日	ドル高是正の国際協調に機は熟せず～G20とドル高～
2024年4月19日	週末版
2024年4月18日	IMF世界経済見直しを受けて～またも「分断」はテーマに～
2024年4月17日	前途多難な貿易収支～待たれる電源構成の変化～
2024年4月16日	最悪のシナリオは米利上げ再開～中東リスクと円安
2024年4月15日	依然赤字圏のCFベース経常収支～原油価格騰勢の足音～
2024年4月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年3月分)
	週末版(ECB政策理事会を受けて～6月利下げはほぼ既定路線へ～)
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～
2024年4月10日	過去最高ベースだった「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