

みずほマーケット・トピック(2025 年 2 月 18 日)

円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」

長期金利の指標となる 10 年物国債利回りは遂に 1.40%に到達。円安インフレに呼応するように日銀が利上げを割り当てるとの観測は日増しに強まっている。この点、円建ての輸入物価指数の動きを把握しておくことは有用。1 月の輸入物価指数は円建てで同+2.3%と 2 か月連続で前年比で上昇している。年明け以降に原油価格が反転上昇した影響もあるが、1 月のドル/円相場は前年比で+7%弱も上昇しており、円安発・輸入物価経由のインフレ圧力は確実に高まっていると考えるべき。この点は 1 月の利上げでも意識されているところであり、1 月声明文では「このところの為替円安等に伴う輸入物価の上振れもあって…」との表現が挿入された。ちなみに円建て輸入物価指数の前年比変化率が 2 か月連続で上昇したのは昨年 7~8 月以来。つまり、サプライズ利上げが植田ショックを引き起こした当時を彷彿とさせるほど、円安インフレの圧力は強くなっている。半ば通貨防衛色を帯びつつある日銀の政策運営について各種経済・金融指標を丹念に精査し、利上げの織り込みを検討するのはあまり建設的ではない。身も蓋もないが、会合直前のドル/円相場の水準が最も重要になっている印象は否めず。

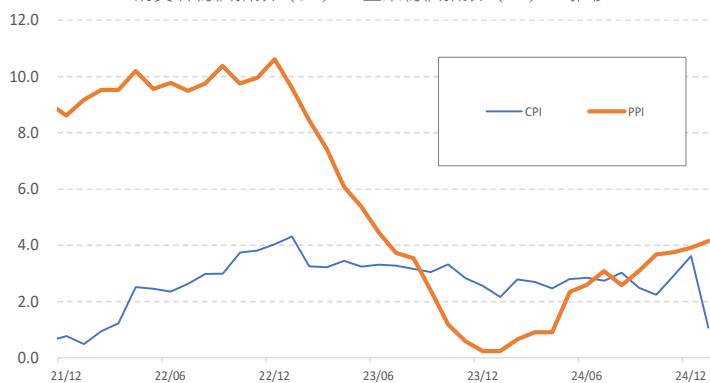
～経済の上流で高まるインフレ圧力～

昨日の国内債券市場では長期金利の指標となる新発 10 年物国債利回りが 1.385%と 2010 年 4 月以来、約 15 年ぶりの高水準をつけ、今朝は遂に 1.40%に到達している。円安インフレに呼応するように日銀が利上げを割り当てるとの観測は日増しに強まっている。この点、円建ての輸入物価指数の動きを把握しておくことは有用である。いくら国民や市場参加者の体感として円安が騒がれても、国内物価への波及が限定的であれば金融政策を動かす理由にはならない。一方、円安の動きが穏当であっても、前年比で見た円建て輸入物価が押し上げられるような状況は国内のインフレ圧力に直結するため、金融政策を動かす理由になる。

この点、先週 13 日に公表された 1 月国内企業物価指数 (PPI) は興味深いものであった。まず、1 月 PPI は前月比 +0.3%、前年比+4.2%となり、特に前年比変化率に関しては前月 (12 月) から +0.3%ポイント加速していることが目立った。なお、+4%台の PPI は 2023 年 6 月以来の大きさである。政府による燃料油補助金が縮小されたことで石油・石炭製品のプラス寄与が存在感を高めたが、米価格を中心に高止まりしている農

林水産物の寄与も無視できないものになりつつある。図示されるように、物価の上流とも言える PPI

(%, 前年比) 消費者物価指数 (CPI) と企業物価指数 (PPI) の推移

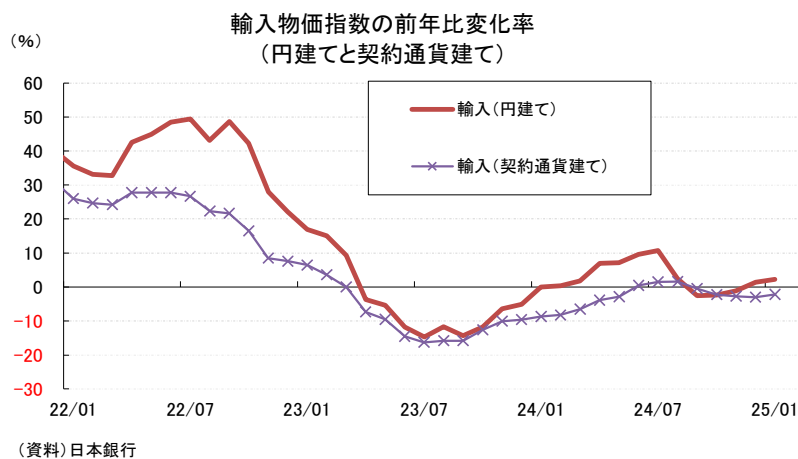


(資料) macrobond

は過去 1 年間で明らかに騰勢を強めており、真っ当に考えれば下流に位置する消費者物価指数 (CPI) の上昇圧力も避けがたいものになっていくと予見される。

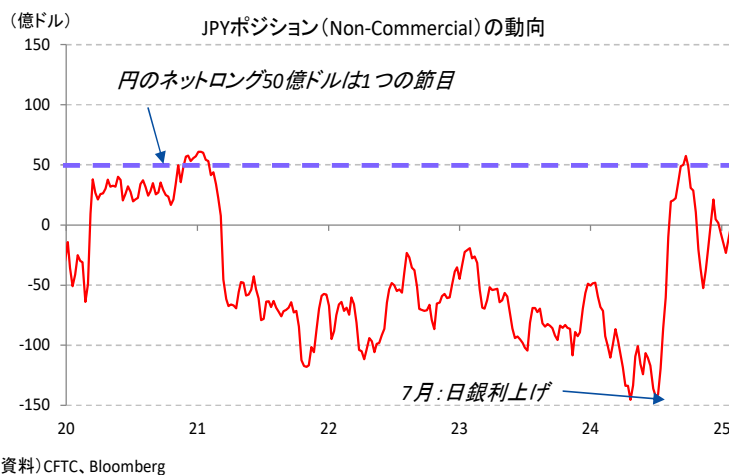
～円安インフレは引き続き利上げの理由に～

より注目したいのは、合わせて公表された輸入物価指数だ。これは契約通貨建てで前年比▲2.2%、円建てで同+2.3%だった。12 月分はそれぞれ同▲3.0%、同+1.4%だったので、やはり上昇圧力が見いだせる。より具体的には契約通貨建てでは 5 か月ぶりに下落幅が縮小しており、円建てでは 2 か月連続で前年比が上昇している。大きな要因は年明け以降に原油価格



が反転上昇したことで「石油・石炭・天然ガス」のマイナス寄与が縮小したことが挙げられるものの、円建て輸入物価指数に限って言えば、円安の影響が大きいと言わざるを得ない。1 月のドル/円相場(東京市場 ドル・円 スポット 17 時時点/月中平均、日本銀行)は 156.42 円であり、これは昨年 1 月の 146.59 円よりも+7%弱も円安・ドル高水準にある。円安発・輸入物価経由のインフレ圧力は足許で明確に認められる。この点は日銀も意識しているところであり、利上げした 1 月の声明文では「このところの為替円安等に伴う輸入物価の上振れもあって…」との表現が挿入されている。

ちなみに円建て輸入物価指数の前年比変化率が 2 か月連続で上昇したのは昨年 7～8 月以来である。つまり、サプライズ利上げにより令和版ブラックマンデーないし植田ショックと呼ばれる大混乱が起きた当時を彷彿とさせるほど、円安インフレの圧力は強くなっている。もはや遠い昔の話に思えるが、1 年前の今頃はまだマイナス金利を採用していたゆえ、その清算を今になって求められる状況とも言え



るかもしれない。過去の本欄でも論じたが、半ば通貨防衛色を帯びつつある日銀の政策運営について各種経済・金融指標を丹念に精査し、利上げの織り込みを検討するのはあまり建設的ではないように思える。極論すれば、会合直前のドル/円相場が 160 円台で定着していたら市場の利上げ期待は非線形に跳ね上がるはずであり、これを囃し立てるような投機の円売りも湧いて出てくるだろう。その状況に至った場合、日銀の利上げは不可避であり、「何を置いてもまず円安抑制」というインセンティブが優先されるだろう。現状では投機的なポジションははっきりと円買いに傾斜している

ことから、警戒すべきはこの巻き戻しに伴う円安であることも念頭に置きたい。前項図の通り、IMM 通貨先物取引のポジションにおいて円のネットロングが+50 億ドルまで接近し、持続するのは稀である。

2 月入ってからは原油価格が落ち着いており、恐らく契約通貨建て輸入物価指数に関しては、はっきりと下落基調が続くのではないかと予想するが、円建て輸入物価指数は原油価格の下落幅よりもドル/円相場の上昇幅の方が大きいため、押し上げが続く可能性がある。下落する契約通貨建て輸入物価指数と上昇する円建て輸入物価指数の「ねじれ」は円安インフレそのものであり、「次の一手」を押し量る上で重要な計数となる。

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

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
2025年2月17日	本邦10～12月期GDPを受けて～鮮明になるインフレ税～
2025年2月14日	週末版(窮屈になりそうなECBの政策環境～追加関税とユーロ安～)
2025年2月13日	ドイツ総選挙の展望～重いメルケルの「負の遺産」～
2025年2月12日	デジタルに規定されるサービス赤字10兆円時代の足音
2025年2月10日	為替需給から整理する日米首脳会談
2025年2月7日	週末版(円高の背景整理～その持続性を疑う～)
2025年2月5日	関税相場と円相場～日米首脳会談を控えて～
2025年2月4日	「需給ギャップ」は利上げしない理由になるか？
2025年1月31日	週末版(ECB政策理事会を終えて～極めて大きくなる欧米格差～)
2025年1月30日	FOMCを終えて～近づく「利下げの終わり」～
2025年1月28日	一抹の不安を感じる大統領と財務長官の齟齬
2025年1月27日	日銀会合を終えて～円安次第、変わらず～
2025年1月24日	週末版
2025年1月23日	ユーロ安の影響に言及したラガルドECB総裁
2025年1月22日	ワンノッチは解消されたのか～日銀プレビュー～
2025年1月21日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年12月分)
	就任演説を受けて～気になる原油価格の今後～
2025年1月17日	週末版
2025年1月15日	「NISA貧乏」もインフレ税の結果
2025年1月14日	サービス収支赤字の長期試算～赤字▲10兆円の常態化か？～
2025年1月10日	週末版
2025年1月9日	円金利上昇でも円安～恐れていた事態～
2025年1月8日	早速、パリティ割れを視野に捉えるユーロ/ドル相場
2025年1月7日	ブラックスワンとしての「ブラザ合意2.0」を考える
2025年1月6日	25年、円相場見通しポイント整理
2024年12月24日	家計金融資産の現在地～進んだ「貯蓄から投資」～
2024年12月20日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～円相場は1月まで持つのか～)
2024年12月19日	FOMCを終えて～やはり高そうな中立金利～
2024年12月18日	ドル覇権への挑戦と第二次トランプ政権
2024年12月16日	スイスフランと円の差を考える～貿易収支の大きな違い～
2024年12月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年11月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～目指すは中立金利以下か？～)
2024年12月11日	本邦大手保険会社の海外企業買収報道を受けて
2024年12月10日	続・円相場の需給環境について～25年ポイント補足～
2024年12月9日	2025年見通しのポイント～金利編その②～
2024年12月6日	週末版(流動化する欧州政治とユーロ相場～内憂外患そのもの～)
2024年12月5日	2025年見通しのポイント～金利編その①～
2024年12月3日	2025年見通しのポイント～需給編その②～
2024年12月2日	2025年見通しのポイント～需給編その①～
2024年11月29日	週末版
2024年11月28日	英国ISAと新NISA、資本逃避を巡る似て非なる悩み
2024年11月27日	目標にすべきではない「実質賃金の上昇」
2024年11月25日	2年ぶりに注目されるユーロ/ドルのパリティ割れ
2024年11月22日	週末版(史上最大の妥結賃金も利下げ路線に影響なし～ユーロ圏7-9月期妥結賃金を受けて～)
2024年11月21日	混迷が極まるドイツの政治・経済情勢
2024年11月19日	ECB政策理事会議事要旨を受けて～12月利下げの読み筋～
2024年11月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年10月分)
	日銀にとって「渡りに船」となる好調な個人消費
2024年11月15日	週末版
2024年11月14日	「家計の円売り」は腰折れたのか？
2024年11月13日	内外物価格差で感じること～欧州を訪れて～
2024年11月12日	トランプ2.0で「仮面の黒字国」が主張すべきこと
2024年11月11日	弱まる「実需の円売り」vs. 強まる「投機の円売り」
2024年11月8日	週末版(ナローパスに嵌まるFRB～「トランプ2.0はインフレ2.0」～)
2024年11月1日	週末版
2024年10月28日	総選挙を終えて～「デフレ脱却」はもう刺さらず～
2024年10月25日	週末版(政治不安とトリプル安～政局不安で「日本売り」なのか？～)
2024年10月23日	アコード修正という物価高対策～最もイージーな一手～
2024年10月22日	投機の円ロングはあと半分～問題はその後～
2024年10月21日	衆院選を受けた金融市場の想定～メインとリスク～
2024年10月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて～対照性強まるユーロとドル～)
2024年10月17日	インフレ率「0%超」目標をどう受け止めるか？
2024年10月16日	スルーされた台湾有事～やはりなかった「リスクオフの円買い」～
2024年10月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年9月分)
	不透明過ぎる11月FOMC～1年後が気がかり～
2024年10月11日	週末版
2024年10月10日	世論が望むのは「デフレ脱却」ではなく「インフレ脱却」
2024年10月9日	失速が目立ってきたユーロ圏の経済・金融情勢
2024年10月8日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2024年10月7日	円の基本シナリオに変更の必要は？～雇用統計を受けて～
2024年10月4日	週末版
2024年10月3日	日銀短観(9月調査)と日銀の「次の一手」
2024年10月2日	外貨準備構成通貨の近況について(2024年6月末時点)
2024年10月1日	「石破カラー」は当面お預け～「3年でデフレ脱却」の不安～
2024年9月30日	石破政権が市場にもたらすのは希望か、失望か
2024年9月27日	週末版(145円到達と日銀の「次の一手」～それでも「時間的な余裕はある」～)
2024年9月25日	家計資産の外貨比率は過去最高～避けたい日本版トラスショック～
2024年9月24日	改めて考える日銀10月利上げの難易度
2024年9月20日	週末版
2024年9月19日	FOMCを終えて～思い出される糊代論と今後～
2024年9月18日	自民党総裁選～各候補の立ち位置と変わらぬ前提～
2024年9月17日	円高の背景にある需給改善～金利差に限らず～
2024年9月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2024年8月分)
	週末版(ECB政策理事会を終えて～予定通りも25年以降の不透明感強く～)
2024年9月11日	ECB政策理事会プレビュー～問題は2025年以降～
2024年9月10日	衰えなかった家計部門の投資意欲～資産選別の兆候も～
2024年9月9日	デジタル赤字にまつわる誤解～米国独り勝ちというバイアス～
2024年9月6日	週末版
2024年9月5日	ドイツ産業空洞化とユーロ相場について
2024年9月4日	いよいよ注目され始めたドイツの産業空洞化
2024年9月3日	大混乱から1か月～市場は安定を取り戻したか？～
2024年8月30日	週末版