

みずほマーケット・トピック(2025年6月23日)

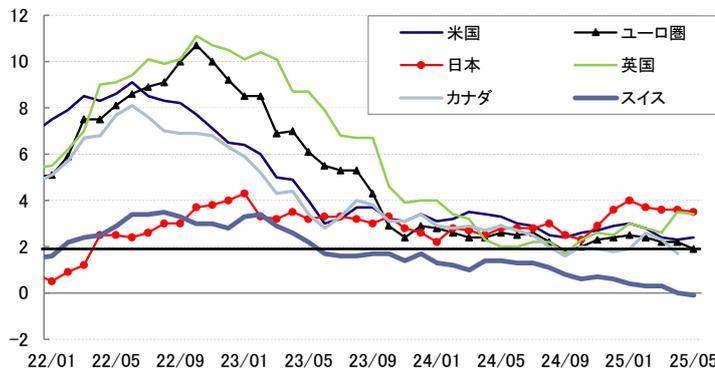
目立ってきた日本の高インフレと中東リスクへの不安

日本の5月消費者物価指数(CPI、コア)は2年4か月ぶりの伸びを記録。現状、植田日銀総裁は基調的な物価上昇率について「2%をやや下回っている」との発言を繰り返すものの、国際的に見ても日本のCPIは目立って高い。日銀の公表する基調的なインフレ率も明確に浮揚しつつある。徐々にではあるが、金融政策の現状維持を貫くにあたって「基調的には2%に達していない」との主張が苦しい状況となっていないだろうか。さらに時悪くも中東情勢が悪化の一途をたどっており、これに伴い原油価格も騰勢を強めている。この状況が続けば「2022年型の円安」が再現されるのかが注目される。また、22年3月に始まった本格的な円安局面では黒田前総裁が「円安は日本経済全体にとってプラス」と連呼し続けたことが火に油を注いだ側面もあった。今回、植田総裁が「基調的な物価上昇率は抑えられている」と連呼し続けると、当時のように円売りを煽ってしまう可能性も。「投機の円買い」の大きさも3年前との違いとして警戒したい。

～厳しくなってきた日銀の物価判定～

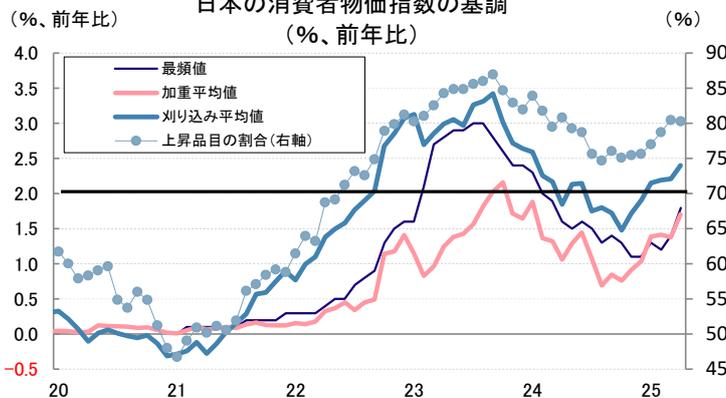
先週20日に公表された5月消費者物価指数(CPI)は変動の大きい生鮮食品を除く総合(以下コアCPI)が前年同月比+3.7%と3か月連続で伸び幅の拡大が見られている。伸び幅としても2023年1月以来、2年4か月ぶりの大きさを、2%超えは38か月連続であった。周知の通り、コメ価格の騰勢が関連費目(外食関係や加工食品など)にも波及した結果である。報道では身近な品目である「すし」や「おにぎり」の大幅上昇が特筆されている。先週、17日の日銀政策決定会合後、植田日銀総裁は会見で基調的な物価上昇率について「2%をやや下回っている」と従前の発言を繰り返し、ビハインド・ザ・カーブに陥る(≒利上げが遅きに失している)リスクについても「そういう状況にはない」と明言している。しかし、CPI(ここでは総合)を国際比較した場合、+3.5~+4.0%で推移する日本の状況は欧米対比でも目立って高いものだ(図・上)。また、「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」

(%、前年比) 主要国のCPIの推移(%、前年比、総合)



(資料)Bloomberg

日本の消費者物価指数の基調 (%、前年比)

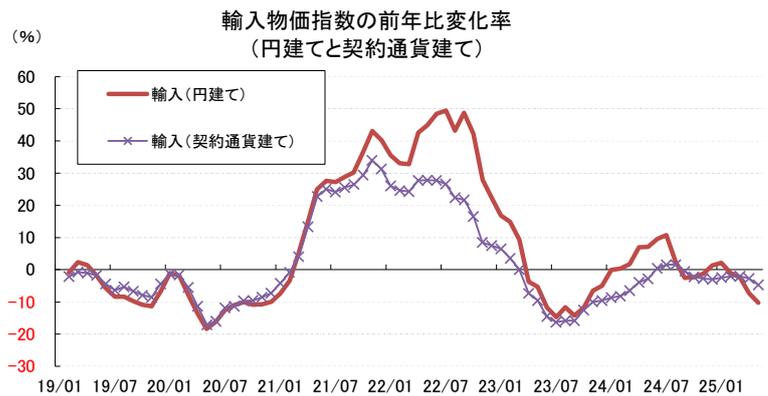


(資料)日本銀行

も今年に入ってから明確に浮揚している(前頁図・下)。こうした状況を踏まえ、目下行われている都議選では物価高対策が争点化しており、7月に控える参院選も恐らく同様の政策議論に支配されるはずである。また、食料・エネルギーを除くベースであるコアコアCPIは+3.3%であり、一般サービスも外食や家事関連サービスの騰勢を背景に+1.7%と前月(+1.5%)から加速しており、賃金を巻き込んだ一般物価の騰勢はやはり進んでいる。徐々にではあるが、金融政策の現状維持を貫くにあたって「基調的には2%に達していない」との主張が苦しい状況となりつつあるようにも見える。

～警戒される「2022年型の円安」～

さらに時悪くも中東情勢が悪化の一途をたどっており、これに伴い原油価格も騰勢を強めている。この状況が続けばどうなるかは火を見るよりも明らかだろう。まず、輸入物価指数は円建て・契約通貨建ての双方で押し上げられることになる。現状では前年比マイナスが定着しているところであり、これが日銀の利上げ意欲を抑制する一因にもなっていたが、そうした「利上げしない理由」は1つ頓挫することになる。



(資料) 日本銀行

恐らく主要海外中銀は原油価格の騰勢を理由に利下げを停止させるだろうから、日銀が利上げを温存すれば「日銀の相対的な低金利水準」がクローズアップされ、それ自体が円売りを焚きつけることが予想される。まさに 2022 年のロシア・ウクライナ戦争開戦を受けて目にした光景である。現状はこうした 2022 年型の円安が再現されるのかどうかの瀬戸際と言えるだろう。

3 年前の光景を思い返せば、今後の植田総裁による情報発信は極めて重要になる。2022 年 3 月に始まった本格的な円安局面の直接的な原因は「戦争に伴う資源高(この時は原油と天然ガス)」だったが、黒田前総裁が「円安は日本経済全体にとってプラス」と連呼し続けたことが火に油を注いだ側面もあった。今回も戦争行為で原油価格が上昇する状況だが、いつまでも「基調的な物価上昇率は抑えられている」と連呼し続けると、当時のように円売りを煽ってしまう可能性はある。また、「投機の円買い」は歴史的な水準に積み上がったままであり、一度売り方向に崩れ始めれば大きな値幅が警戒される点も、当時との大きな違いだろう。得てして中東リスクや核戦争といったテーマは持続性が短いケースが多く、こうした発想はあくまでリスクシナリオにはなる。しかし、先月まで取りざたされていた第二次プラザ合意などよりは遥かに現実的なリスクに感じられる。

国際為替部

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.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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2025年6月20日	週末版(FOMCを終えて〜ドル/円相場への含意〜)
2025年6月18日	買かれなかった「べき」論〜優しさの代償は？〜
2025年6月16日	中東事変とドル/円相場への影響〜円売り優勢〜
2025年6月13日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年5月分) 週末版(変わるドル凋落相場の背景〜米国主導ではなく他国主導に〜)
2025年6月12日	日銀会合プレビュー〜「もう関与しない」を示す時〜
2025年6月11日	円の基礎的需給環境について〜暴落後の挙動〜
2025年6月10日	新しい対内直投目標の読み方〜「骨太の方針」〜
2025年6月9日	為替政策報告書を受けて〜年金運用への注文？〜
2025年6月6日	週末版(ECB政策理事会を終えて〜利下げ局面の終わり？〜)
2025年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)の読み方
2025年6月3日	ECB政策理事会プレビュー〜利下げは当然視できる？〜
2025年6月2日	欧州再軍備と欧州版ハミルトン・モーメント
2025年5月29日	IEEPA違法判決はゲームチェンジャーになるか？
2025年5月28日	34年ぶりの首位陥落〜24年末対外純資産について〜
2025年5月26日	懸念通りの米EU交渉〜日本との違い〜
2025年5月23日	週末版(ユーロ相場の現状について〜堅調に潜むリスク〜)
2025年5月22日	円金利上昇と為替相場についての所感
2025年5月21日	赤澤ベッセント会談3.0〜争点化する自動車〜
2025年5月19日	米国債格下げの影響〜急性的ではなく慢性的〜
2025年5月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年4月分) 週末版
2025年5月15日	懲りないドル安ナラティブ〜3度目の光景〜
2025年5月14日	円の基礎的需給環境について〜25年1〜3月期〜
2025年5月13日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて〜その②〜
2025年5月12日	経産省「デジタル経済レポート」を受けて〜その①〜
2025年5月9日	週末版(米英合意を受けて〜むしろ心配になる米EU交渉〜)
2025年5月8日	FOMCを終えて〜デュアルマンドートの拮抗〜
2025年5月7日	逆「アジア通貨危機」観測の考え方
2025年5月2日	週末版(日銀会合を終えて〜「何もわからず、何も決められず」の状況〜)
2025年4月28日	EUの対米戦略について〜「デジタル赤字への課税」も〜
2025年4月25日	週末版
2025年4月24日	不確実性極まるIMF報告〜WEOとGFSR〜
2025年4月23日	最強通貨の地位が続くスイスフランからの教訓
2025年4月22日	加藤・ベッセント会談プレビュー〜為替は争点なのか？
2025年4月18日	週末版(ECB政策理事会を終えて〜6月スタッフ見通しの重要性を強調〜)
2025年4月17日	マールアラゴ合意の読み方〜40年前の再現は不可能〜
2025年4月15日	日本の構造変化vs. 国際金融体制の再編
2025年4月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年3月分) 日米通商交渉プレビュー〜論点の検討〜
2025年4月11日	週末版(リスクシナリオの高まり〜不穏なベッセント発言〜)
2025年4月9日	トランプ大統領は「カーブ効果」に耐えられるのか
2025年4月8日	残された望みは「緊急協調利下げ」か？
2025年4月7日	インバウンド需要はピークアウトするか？
2025年4月4日	週末版(正論を掻き消す時代の振り子〜デタラメ過ぎる関税根拠と為替政策報告書〜)
2025年4月3日	厳しい対米貿易の展望〜輸出は減り、輸入は増える〜
2025年4月2日	トランプ時代の「為替政策報告書」の意味を考える
2025年4月1日	1〜3月期の為替市場外観〜割を食うユーロ圏〜
2025年3月28日	週末版(世界に広がるスタグフレーションシナリオ〜25%自動車関税の行方〜)
2025年3月25日	インフレに適應する家計部門〜「貯蓄」から「逃避」〜
2025年3月24日	インフレか、デフレか〜FOMCを終えて〜
2025年3月21日	週末版(日銀会合を終えて〜「史上最大の円ロング」、2つの先行き〜)
2025年3月18日	「暖かい水」が流れ込むユーロ圏の近況について
2025年3月17日	日銀会合プレビュー〜現状維持が基本に〜 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年2月分)
2025年3月14日	週末版(史上最大だった対外直接投資〜厚くなる日本の「仮面」〜)
2025年3月12日	過去最大の円ロングに勝算はあるのか？
2025年3月11日	テーマ化する「欧州の再軍備」〜EUの場合〜
2025年3月10日	テーマ化する「欧州の再軍備」〜ドイツの場合〜
2025年3月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて〜拡張財政路線の足音〜)
2025年3月5日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る〜後編〜
2025年3月4日	トランプ発言を受けて〜「円安はするい」の一点張り〜
2025年3月3日	ロ・ウ開戦後3年間の円相場を振り返る〜前編〜
2025年2月28日	週末版
2025年2月27日	欧米デカップリングに対するECBの見解
2025年2月25日	ドイツ総選挙レビュー〜「壁の内側」では何も変わらず〜
2025年2月21日	週末版(不安漂う米国の消費者マインド〜追加関税の副作用〜)
2025年2月20日	トランプ就任1か月、金利・為替はどう動いたか 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2025年1月分)
2025年2月18日	円建て輸入物価で読む日銀の「次の一手」
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〜