

■ 米インフレ指数が弱めの背景とその影響を考える

目下の市場の関心は、何より本日（11日）のNY時間に発表される8月の米消費者物価指数（CPI）の結果に集中。足元で米連邦準備理事会（FRB）が「インフレ（物価）」より「雇用」の方をより重要視している模様であることは間違いないのだが、今月に入ってからすでに8月の米雇用統計の厳しい結果が明らかになっているうえ、一昨日（9日）には昨年4月から今年3月までの雇用データに“年次改定”を施した結果が公表されており、米雇用の現状が想定していた以上に厳しいものであることについては「FRBも重々承知のことであろう」と市場も受け止めている。

結果、もはや短期金融市場では9月を含めて年内に「2回」の米利下げ確率を完全に織り込み、「3回」の確率も75%程度は織り込んでいる。また、一部からは9月の米利下げは0.5%ポイントとなる可能性までもが指摘されており、まさに市場の見方は「一変」してきている。

なにしろ、8月の米雇用統計発表時には前々月（6月）分の非農業部門雇用者数（NFP）の伸びがパンデミック以来で初めての「減少」に改定・修正されたのである。また、今回の“年次改定”では1年間の非農業部門雇用者数（NFP）の前月比増の累計数値が91.1万人も下方修正されるという現実を目の当たりにした。そのマイナスインパクトは相当なものを受け止めねばなるまい。

つまるところ、米雇用の悲惨な現状を考えれば可及的速やかに複数回の米利下げを年内にも実施しなければならないということになるが、その政策判断にあっては米インフレの状況をも十分に考慮する必要があるということであり、本日発表の米CPIが事前予想を下回る弱めの結果であったような場合は、想定される年内米利下げの累計“幅”がそのぶん拡大することとなる。

その意味では、昨日（10日）発表された8月の米生産者物価指数（PPI）というのも大いに参考となるものであった。既知のとおり、その結果は事前の市場予想を大きく下回るものとなり、発表直後は一時的にもドルが強く売られる場面があったものの、ほどなく持ち直すこととなった。

米PPIという一つの重要な米インフレ指標の結果に対する市場の見立ては、おそらく「関税の影響が経済全体に波及するまでには想定していた以上の時間がかかっている。」よって、足元は実際以上に物価が弱めに出ている」といったものであろう。実際、ここにきて貿易に関わる米企業の利益率の縮小が傾向として明らかになっており、関税発動前に駆け込みで蓄えた在庫が払底してきているのに価格改定が追いついていないという実情も目に浮かぶ。

仮に8月の米CPIが想定より弱めに出た場合は、やはり同様に米企業が御売り段階や小売り段階で利益を削っていると捉えられることになり、そうであるとするならば「遅ればせながらも、これからインフレが加速する」か「米企業の収益が悪化して分かりやすく米株価が下落する」こととなろう。

昨日の米PPIの弱い結果がドル売りに歯止めをかけることとなったのも、いずれ遅れて関税の影響は米物価（インフレ）に現れ、それはFRBの利下げ判断にとって障害になるとの見方が市場に燦っているからであろう。

その結果、足元のドル/円の値動きは意外なほどの底堅さを発揮している。米利下げが年内3回も行われる可能性があると思われているなか、一部のメディアから「日銀は年内利上げの可能性を排除しない姿勢」などと伝わり、その部分だけを捉えればもっとドル安・円高方向に相場がなびいてもおかしくはなさそうなものではある。

一方で、ドルは対ユーロでも弱含みの展開を続けており、本日行われる欧州中央銀行（ECB）理事会では利下げサイクルの終了が示唆される可能性さえあるとされる。それでも一段のドル安・円高が進まないのは、やはり石破首相の退陣で10月4日に行われることが決まった自民党総裁選の行方を見定める必要があるとの判断からであろう。総裁によっては日銀が利上げ判断を遅らせる可能性もあると見ている市場は、ひとまず様子見せざるを得ない。

つまり、当面のドル/円はなおもレンジ内での値動きとなりやすく、基本は突発的な上昇が見られたときに「148円台後半で146円台前半を下値の目安にして戻り売りを仕掛ける」のが有効ということになるものと個人的には考える。

（09月11日 10:20）