

日米「通貨安」許容度、円安に余地残存

ドル一段安は米株バブル、インフレ覚醒、実質賃金悪化に

株式会社ジャパネコノミックスパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2017/7/24

為替相場はドル安、対ドル以外の円安となっているが、日米の政策的な「通貨安」許容度という点では円安のほうに許容余地が残存している。米国でのドル一段安は株高などの資産バブルを助長させるほか、原油相場の安定化とあいまって、先行き微妙なインフレを覚醒させる。さらに米国では賃金低迷が続くなか、ドル安発の物価上昇は実質賃金の悪化を通じて家計に打撃となってしまう。米 FRB にとっても過度なドル安は慎重な利上げ戦略のノイズとなり、利上げ加速が景気と金融市場を壊す危うさをはらむ。

ドル安でも賃上げ不透明、悪い物価上昇の懸念

「ムニューシン米財務長官は資金調達の特権家でもあり、ドルの信認維持と安定化には細心の注意を払っている。就任後からの『短期的にはドルが強過ぎる懸念はあるが、長期的に強いドルが望ましい』との考えは揺るぎのないものだろう」――。

先ごろ米ワシントンを訪ねてきた米金融大手幹部はこのような指摘を行う。ムニューシン氏は初の外遊となった3月の欧州訪問で「短期的にはドルの強さで特定の問題が生じる可能性があるが、私が注目するのはドルの長期的側面や世界の安定した準備通貨としての重要性だ」、「長期的に最大の利益としてドルの強さは良いことであり、長期的なドルの強さは準備通貨への信頼の表れだと思う」などと発言した。

その中で現在はドルの総合力を示すドル実効指数（インターコンチネンタル取引所算出）が20日から昨年8月以来の安値を更新し、今年1月の直近高値からは－10%近い下落となってきた。ムニューシン氏が懸念してきた「短期的なドルの強さ」は是正されつつあり、今後は「長期的なドルの強さ」という政策的な考え方に見合う適正レベルの模索が焦点となる。

現状はまだ強過ぎたドルの修正による「良いドル安」となっているが、米国株市場では20日、ドル安が一つの好材料となる形で S&P500 とナスダックが改めて過去最高値を更新してきた。米 FRB による3月14－15日開催の FOMC では、「一部メンバーは株価に関して、標準的なバリュエーションの指標と比較して非常に高い水準と捉えた」という割高警告がなされている。そこから米国株は続伸となっているが、現状からドル一段安となれば火に油を注ぐ形となり、米国の株高バブルを増幅させるリスクをはらむ。

おりしも米ウォールストリート・ジャーナル紙は

19日、「ドル安による『金融緩和』が心配な理由」と懸念を示した。年初からのドル大幅安や金利低下を受け、米国市場は金融システムを通じた資金の緩和状態に向かっている。このため「金融緩和を見込む投資家と金融引き締めを目指す FRB の間での綱引きが起きる可能性がある」（同紙）。

もちろん、ドル安が米国の企業収益を底上げさせ、先行き賃上げへと波及していけば、FRB が懸念する賃金低迷の改善要因となっていく。しかし、賃上げ波及までにはタイムラグがあるほか、現在は複合的な構造要因で賃金が低迷している。ドル安でも賃上げには不透明感があり、その前に「ドル安による悪い物価上昇」へ先行直面する可能性は排除できない。資産バブルの再膨張リスクと合わせて、米国の政策当局による現状からのドル安許容レベルを狭めていくものだ。現段階からの過度なドル安は FRB による慎重なペースでの利上げシナリオのノイズとなり、利上げ加速となれば景気と金融資本市場を壊す危うさをはらむ。

米住宅指標悪化、資材コストの上昇懸念が影響

しかも米国では物価下落を促してきた原油相場が、6月の1バレル＝42ドルで底入れへと移行してきた。米国のシェール企業などによる生産削減と在庫調整の始動などもあり、14日以降は46－47ドルへとレンジを上昇修正させている。

米国では物価指標の低迷が続いているものの、最新7月のフィラデルフィア連銀製造業景況指数では販売価格の6カ月先予想が29.7となり（6月は28.7）、5月の22.9での先行底入れが観測されている。同じ7月のNY連銀指数では販売価格の現状判断が11.0となり、6月の10.8から上昇。やはり5月の5.4への急低下を経て、先行上昇へと転じている。

ドル安と資源安定化による悪い物価上昇の予兆としては、最新7月のNAHB（全米ホームビルダー協会）住宅市場指数で、「資材コストの上昇に対する懸念」（同協会）が指数を悪化させた。指数は64と予想の67や前月の66を下回り、8カ月ぶりの低水準となっている。

過去実績でいえばドル指数が前年比で頭打ち反落となったあと、6カ月から1年の時間差を経て米国のPCEコア・デフレーターには押し上げ圧力が遅行波及してきた。現在は月間の高値比較で4月に前年比＋6.45%でドル高がピークアウトしたあと、7月は21日時点で－1.08%と2016年9月以来のマイナスに転じている。前回のドル指数の前年比マイナスは2016年3月から観測されたが、PCEコア・デ

フレーターは同月の前年比+1.55%をボトムとして、今年2月には+1.78%へと運行上昇した実績を有している。

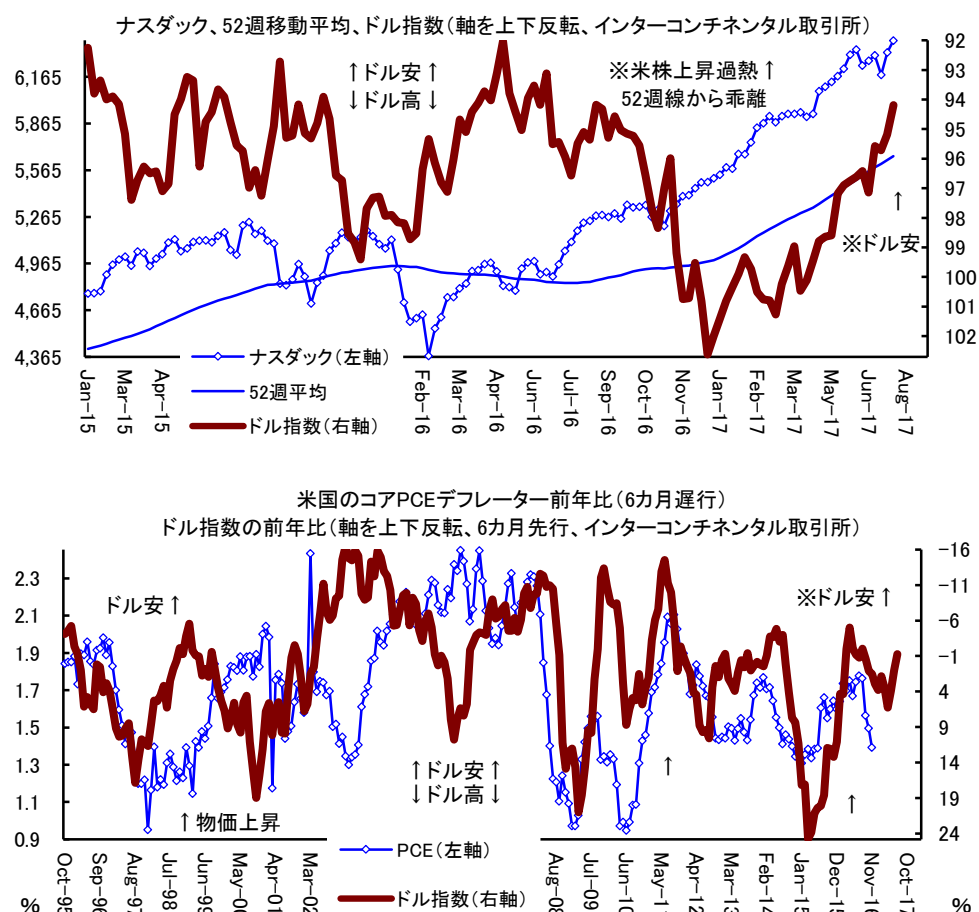
また、米国経済は賃金低迷や経済対策の遅延などでも、過度な減速が抑制されている一因として「良い物価下落」があった。賃金低迷でも「賃金前年比ー物価前年比」で算出される実質賃金は底上げされており、5月時点では実質賃金が差し引き+1.0%前後と2015年12月以来の高水準となってきた。

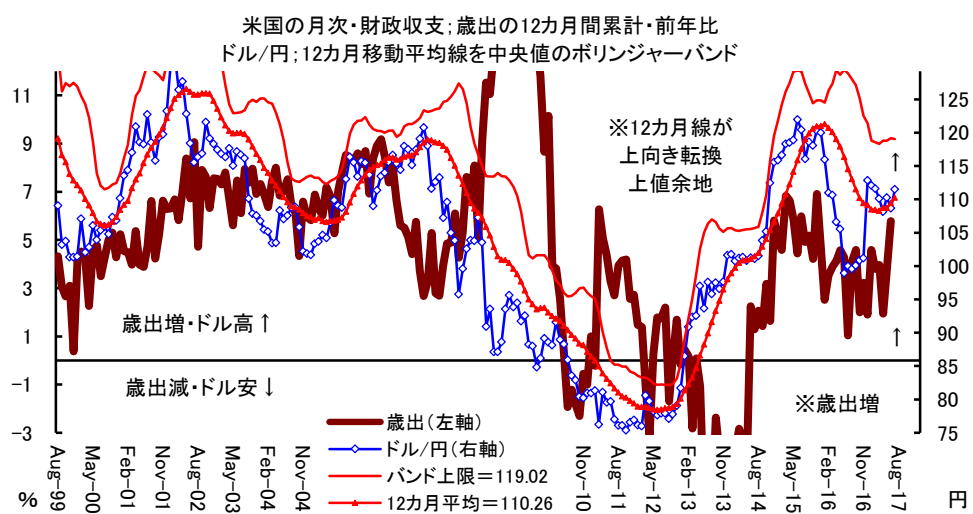
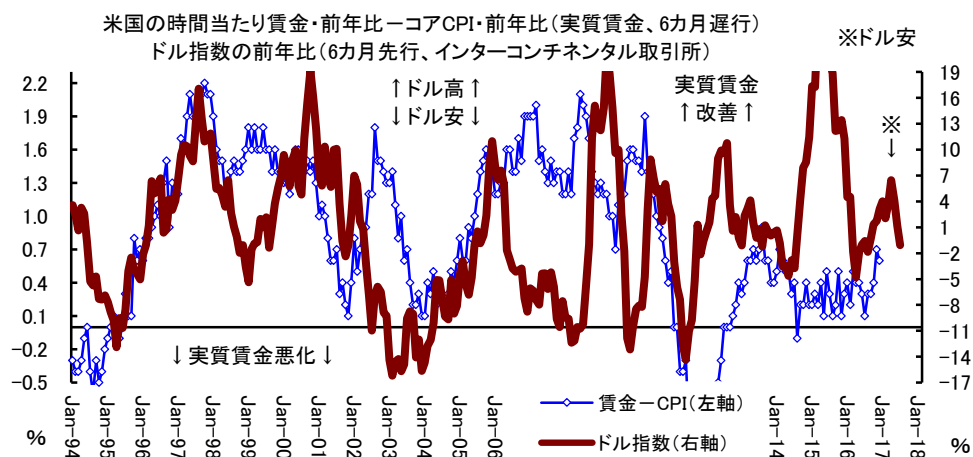
しかし、このまま賃金低迷が続いたり、賃金改善の前にドル安発の物価上昇が先行進展していくと、実質賃金が悪化へと転換していく。トランプ大統領はドル安による輸出復活と国内の雇用増加を目論んでいる部分もあるが、2009年以降のドル安局面における米国、2012年以降の円安局面における日本を見ても、通貨安だけで輸出と雇用・賃金が簡単に改善する時代環境ではなくなっている。

この点でいえば日本でも依然として、円安による悪い物価上昇や輸出・賃金の伸び悩みリスクが残されたままだ。しかし、日米の政策的な「通貨安許容度」と潜在的なインフレのリスクでは、あくまで相

対比較として、1) 米国ではFRBが利上げ局面に入るなど、デフレ・リスク自体は大きく後退している、2) 米国では完全雇用が進む一方、日本に比べれば若年層人口が増加している、3) 米国では日本以上に株価・不動産などの資産バブルが過熱しているーといった違いがある。日本はまだデフレのリスクが残っており、円安はプラス面、マイナス面を差し引きしてもデフレ完全脱却のプラス面が大きい。

しかも米国は日本以上に海外勢による国債保有率が高く、財政赤字ファイナンスも海外勢に依存している。その中で米国ではトランプ政権の財政出動以前に、財政収支では歳入で税収が伸び悩む一方、歳出は社会保障などの義務的経費が増加傾向にある。その中でFRBは9月からバランスシート縮小（償還国債の再投資停止など）を予定しており、ドルと米国債の信認維持は重要さを増してきた。一方で米国での歳出増加自体は財政デフレを緩和させるもので、過去には使途はともかく歳出の前年比増加は、米国の景気とドルの下支え要因となってきた経緯がある。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複製もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様自身でお願いします。