

米国「実質金利」下げ渋り、ドル下支え

資源安・ドル高で物価抑制、中国減速時はドル指数高

株式会社ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2020/2/17

米国では金利低下ペースが鈍化する一方、物価上昇は抑制されていることで、実質金利（金利－物価変動率）が下げ渋りとなってきた。為替相場ではドルの下支え要因となりやすい。1月以降は資源下落とドル実効指数の再上昇が同時進行しており、世界景気減速とあいまって米国の物価下落圧力となる。当座は肺炎打撃による中国混乱と米国の連鎖打撃が警戒されるが、過去実績として中国の減速は安全逃避や米国の経常収支改善、中国依存度の高い欧州の悪化などにより、ドル指数は高確率で上昇となってきた。

米国の実質金利、18年以降の低下一服

「人口の高齢化で経済成長が鈍化し、グローバルゼーションなどの影響で物価上昇が抑制される中、根強く低迷している米国のインフレ率を押し上げるためには新たな措置が必要となる」――。

米サンフランシスコ連銀のデーリー総裁は10日、改めて構造的なインフレ低下圧力に警戒感を示した。11日にはパウエルFRB議長も議会証言で、「雇用が増え続けても、物価上昇圧力が高まりにくい状態が持続する」と予測している。

その中で最新1月の米CPI（消費者物価指数）では、食品・エネルギーを除いたコアの前年比が+2.3%となった。11月から3カ月連続での横這いとなり、昨年8-9月の+2.4%を直近ピークとして物価が抑制されている。内訳では根強い自動車販売の循環減速などにより、中古車価格が前月比-1.2%と4カ月連続のマイナスとなったほか、医療用品が-0.6%と昨年9月以来のマイナスになっている。

米国では同じ1月に10年債金利が1.5%方向に急低下したが、コアCPIの上昇鈍化により、「米10年債金利の月間最低－コアCPI前年比」で算出される実質金利は下げ渋りとなってきた。具体的には-0.80%となっている。12月の-0.61%からは小幅に低下しているが、昨年8月の-0.96%や9月の-0.97%をボトムとして下げ渋りに移行している。2018年10月の+0.94%を直近最高とした低下トレンドが、底入れへと向かい始めた。

米国株の上昇ペース鈍化や調整下落の材料となる一方、為替相場ではドルの下支え要因となりやすい。前回の実質金利の低下基調は、2016年7月の-0.88%で底入れとなった。連動する形でドル/円は同月前後の99円でドルが底入れとなり、年末にかけて118円超えへドル高モメンタムが点火されている。その前では2012年5月の-0.77%で、米実質金利の低下に歯止めがかかった。ドル/円は約4カ月後の77円台で底入れを形成。2015年にかけて、125円超

え方向への長期ドル高トレンドが形成されている。

今回の場合、現状からの名目金利の上昇や物価下落の度合いは抑制されるため、「実質金利の持続的な上昇によるドルの上値余地拡大」には制約がある。それでもドルの総合力を示すドル実効指数については、中国発の新型肺炎打撃による安全逃避のほか、1) 中国依存度の高い欧州経済の再減速と緩和強化圧力（ユーロ安）、2) 米FRBによる短期債購入（実質的な量的緩和）の7月にかけての終了見通し、3) トランプ米大統領による再選に向けた経済対策の期待余地――などにより、底堅さと下限上がりの基調が見込まれる。

FRBの短期債購入についてはNY連銀が13日、翌日物のレポ取引（債券を担保に資金を供給するオペ）を通じた資金供給額の上限を14日以降1200億ドルから1000億ドルに引き下げる方針を示したばかりだ。

中国景気とドル指数、正反対の逆相関

米国の物価については、1月以降の原油などの資源相場下落とドル実効指数の再上昇が先行き押し下げへと作用していく。WTI原油相場は2月から1バレル=50ドル割れ場面が見られているが、過去に原油は2018年7月の75ドルから、同年11月以降に50ドル割れという下落があった。その前後で米コアCPI前年比は、+2.4%から+2.0%への下落実績が見られている。2017年の50ドル割れ局面でも、その前後でコアCPIは+2.3%から+1.7%への下落が時間差で観測された。

米国での実質金利の低下一服は、昨年後半からの利下げ効果などによる株高と、住宅を始めとした内需復調のペースを鈍化させるものだ。それでも米国では人手不足や非製造業サービス分野の底堅さなどで、雇用環境は底堅さが保たれている。米国の内需の逆風耐久力がサポートされやすい。

最新1月に平均時給は前年比+3.1%となり、前月の+3.0%から小幅に上昇した。それに対して同じ1月にコアCPIは、前年比+2.3%の上げ渋りになっている。結果、家計の余裕度合いを示す「平均時給－コアCPI」（実質賃金）の前年比格差は+0.8%の時給優勢となっている。

同格差は2018年以降、+0.7%から+1.4%での安定軌道が堅持されており（賃金>物価）、2007-2012年や2013-2014年時などのマイナス局面（賃金<物価）からは家計環境が安定的に改善されている。昨年についても貿易摩擦や世界減速に対して、米国の内需の打たれ強さを支援した。今年前半についても実質賃金のプラス維持環境は、肺炎打撃などに対しての米国の内需バッファとなりやすい。

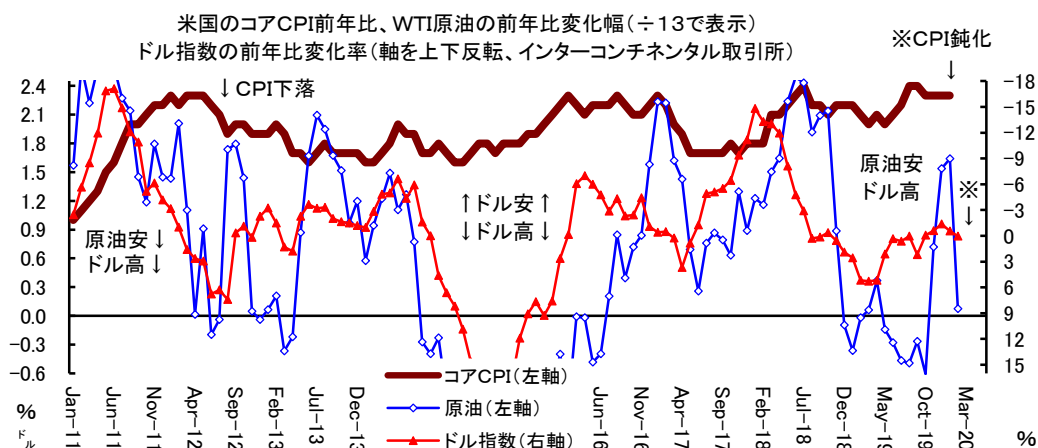
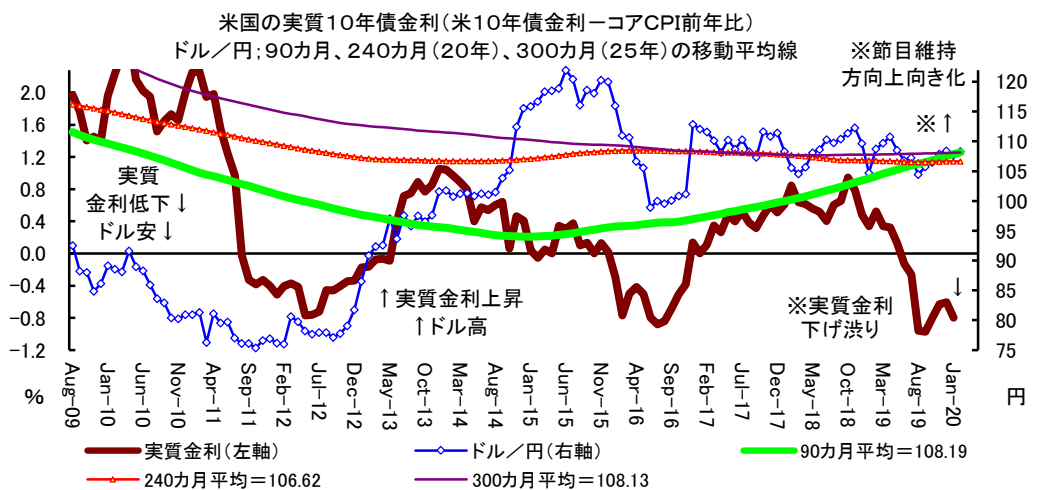
しかも同じ1月に米10年債金利は、1.50%方向に急低下する場面があった。やはり家計の余裕度合いを示す「平均時給・前年比-10年債金利の月間最低」格差は、+1.6%の時給優位になっている（賃金>金利）。前月の+1.3%から拡大しているほか、昨年5月以降は+1%超えが定着しており、2007年以降では最良の環境となってきた。底流部分でクレジットカードや自動車、住宅など各種ローン需要を下支えているほか、再膨張してきた家計債務の負担を軽減させている。

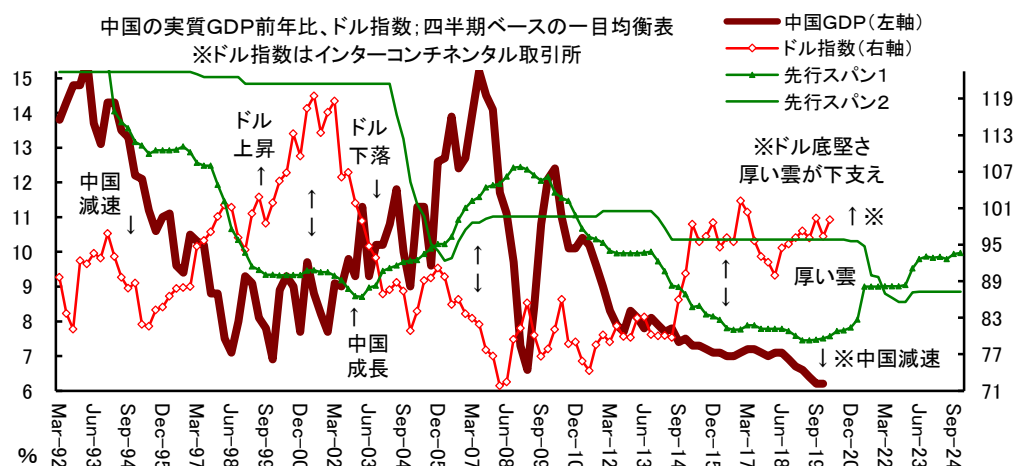
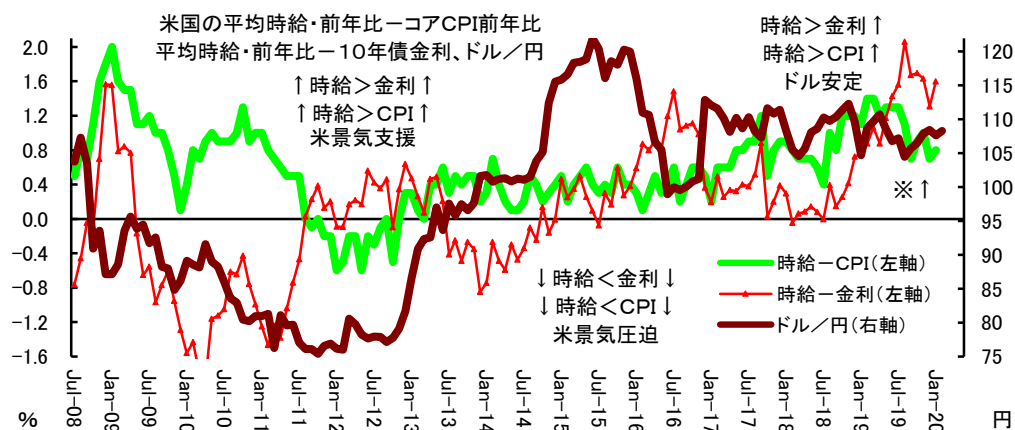
もちろん、米国経済の先行きは新型コロナウイルスによる中国の景気悪化や世界再減速などが重石になっていく。一方でドル実効指数については過去実績として、「中国減速時にドル高」という逆相関が高確率で観測されてきた。

背景としては、1) 安全逃避によるドル需要や米国内での資金滞留（国際的な証券・直接投資フローの停滞＝世界ドル拡散の減退）、2) 景気悪化と裏表の

中国での経常収支悪化（不均衡是正で米国の経常収支は改善）、3) 中国減速に脆弱な欧日・アジアに対しての米国の内需の底堅さ、4) 中国発の物価下落圧力の米国波及（インフレは通貨安、低インフレは通貨高の要因。米国の実質金利を押し上げ）、5) 資源安と裏表のドル高——といった要因がある。

実際に中国の実質GDP前年比とドル指数（インターコンチネンタル取引所算出）の比較では、正反対の動きが示されてきた。1995年前後から1998年のアジア通貨危機に至る中国減速の局面ではドル高、中国がBRICsブームなどに連動し、急成長を遂げた2002年以降にドル安が加速されている。さらにはリーマン・ショック後の中国による政策総動員を受けた景気回復時の2009-2011年にドルは低迷、2012年以降の中国反動減速や、2018-19年の貿易摩擦打撃などによる中国減速時がドル高という「逆相関」の関係が繰り返されている。





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、複写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ご自身でお願いします。