

日米「物価格差」収れん、為替安定化に

同時下落で日本化共有、米実質金利上昇はドル下支え

2020/5/18

コロナ打撃で日米の物価は同時下落となっており、物価変動率格差の収れんはドル/円の安定化を支援する。企業物価では4月に日本の最終財が前年比-3.2%となる一方、米国の完成品は-5.1%の大幅下落となっており、格差は2015年以來の日本優勢と日本の相対デフレ緩和となってきた（円高抑制）。米国での物価下落はFRBにマイナス金利などの緩和圧力となり、ドルの上値の重さや潜在的なドル安リスクは続くが、当座は米国の「金利ゼロ下限フロア」に対しての物価下落余地が実質金利上昇を通じたドルの下支え要因となる。

政府コロナ新委員、100兆円の株式介入枠提言

「(コロナ打撃により)株価の暴落が長期化すれば、金融システム全体の危機につながりかねない。経済全体への波及を防ぐために、日本銀行などによる株価の下支えは正当化される。株価下落の原因が市場参加者の投機行動ではなく、まったく市場と無関係な感染症であることも、公的資金による株価対策を道義的に正当化する。市場の信頼(コンフィデンス)を回復するために、政策当局が100兆円程度の介入上限額を表明すればメッセージ性は高い」――。

東京財団は今年3月、外部の経済学者などと共同で対コロナの経済政策提言を取りまとめた。その中ではこのような株価対策も盛り込まれたが、共同提言の発起人である小林慶一郎・東京財団政策研究所研究主幹は12日、政府コロナ問題・諮問委員会の新メンバーに任命されている(基本的対処方針等諮問委員会)。

これまでは感染症の専門家が中心だった同委員会だが、「感染防止と経済活動再開の両立」の観点により、小林氏を含めて4人の経済専門家が選出された。今後は不評続きの安倍政権によるコロナ対策の挽回策として、「景気回復の面で、経済専門家の新委員の意見を参考にしていく」(内閣官房関係筋)可能性もあるという。

一方で15日には企業の売上げ収入や採算性(マージン)などに直結する日銀の企業物価指数が、最新4月に前年比-3.7%の大幅下落という厳しい現実が示された(消費税を除く総平均)。前月の-2.0%を含めて3カ月連続の低下となり、マイナス幅は2016年8月以來の大きさとなっている。原油急落の影響が大きいとはいえ、当座の企業収益の大幅下振れやデフレ再燃を警戒させるものだ。

もっとも米国でも4月は生産者物価指数(PPI)が、最終需要ベースで前年比-1.2%の低下となった。2015年11月以來のマイナス幅となっている。コロ

ナ打撃により、日米双方で「デフレ圧力と日本化」リスクが共有されており、物価変動率の格差自体は収れんされてきた。内外価格差が影響を受ける為替相場では、ドル/円の安定化要因となりやすい(米国比で日本の物価下落が強まるとデフレ・円高、物価が相対上昇となると脱デフレ・円安)。

昨年12月には日銀の雨宮正佳副総裁が当時の為替安定状況に関して、「長い目でみると為替レートのトレンドは、両国の物価情勢に大きく影響される」と解説。そのうえで「以前の米国が+2%から+3%のインフレで、日本はデフレという状況と比べると、両国の物価情勢がだいぶ似通ってきたことも背景にある」と説明している。

米国のPPIのうち、より長期の統計実績がある「完成品」は4月に-5.1%の大幅低下となった。それに対して日本の「最終財」は-3.2%となっている。構成目には違いはあるものの、日本-米国の格差は+1.9%となり、2015年11月以來の日本優位へと転じてきた(日本の相対デフレ後退)。

前回の日本優位は2014年11月から観測され、消費税増税要因もあって日本の優位幅は2015年6月にかけて+4%から+5%に拡大した。同期間中にドル/円は、112円から125円超えへとドル高・円安が進展した連動実績を有している。その前では2013年4月から2014年1月にかけて、日本の優位局面が持続した。同時期仲のドル/円も、92円から105円方向にドル高・円安が進行している。

米マイナス金利、トランプ氏敗北が時間猶予にも

為替相場については4月27日、日銀政策会合後の会見で黒田東彦総裁が、世界大恐慌以來とも言われる世界経済の大激震下にあって、「円はドルに対して比較的安定している」、「新興国通貨などで若干円高になっているかもしれないが、現時点で円高リスクが大きいとか、今の為替レートで日本の金融や経済に大きなマイナスが生じているとは思っていない」と楽観姿勢を示した。

もちろん、米国での物価下落と日本化のリスクは、FRBに対してマイナス金利導入などの追加緩和圧力を高めていく。当面のドルの上値の重さや、潜在的なドル安のリスクとして意識されるものだ。

一方でマイナス金利の圧力を高めているトランプ大統領は、国民のコロナ対策不満や経済不安などもあり、大統領選の世論調査で劣勢となってきた。11月の大統領選にかけて失業率の改善低下が限定的となると、トランプ氏の敗北リスクが現実味を増していく。そうなるとトランプ氏の圧力に便乗した市場

の「マイナス金利催促相場」が和らぎ、FRB も追い込まれ導入を先送りさせていく可能性をはらむ。

前出の内閣官房関係者は「日本の 2011 年の東日本大震災と福島原発事故のあとは、当時の菅直人政権による政策不手際もあったが、国民の生活不満や不安が現職政権批判に捌け口として向かった」と指摘。当時の菅首相には退陣圧力が高まっていた経緯があり、トランプ氏の場合も政策努力とは無関係に、人心一新、政権交代を求める世論のムードが高まる、という可能性に注意を払う。

FRB によるマイナス金利導入まで時間が猶予されると、米国では当面「金利ゼロ下限フロア見合いでの物価下落」が持続する。その間に「名目金利－物価変化率」などで算出される実質金利は上昇の圧力が続く。為替相場では FRB による未曾有の緩和策の中でも、ドルの下支えやドルの下落幅抑制の要因となりやすい。

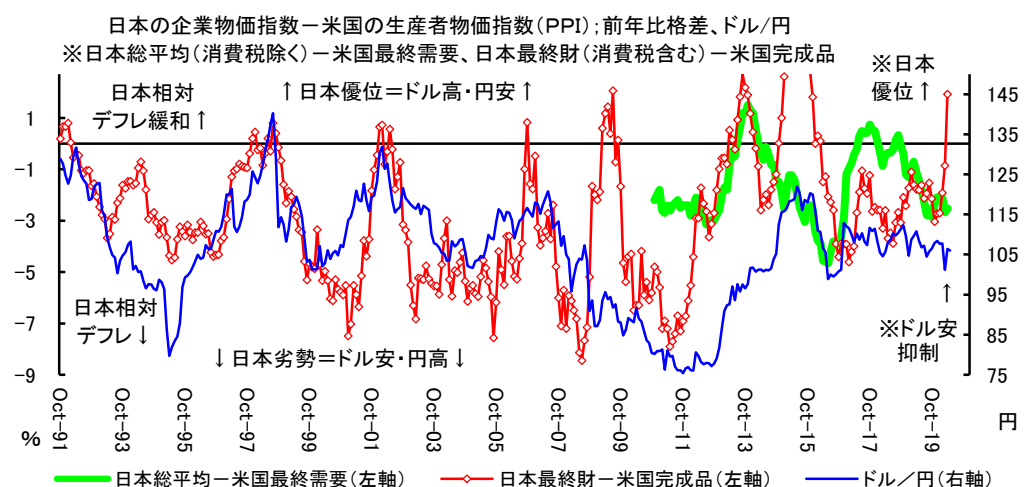
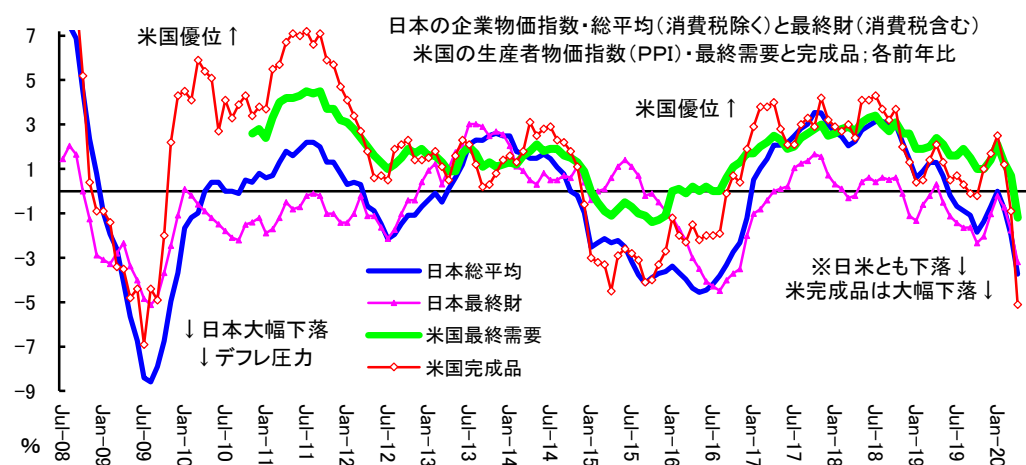
すでに 4 月に米 10 年債金利は月間最低が 0.539% 前後となったが、同じ 4 月の米国「完成品」物価は前年比－5.1% に急低下した。参考の実質金利は、＋5.64% へと跳ね上がってきた。2015 年 10 月以来の

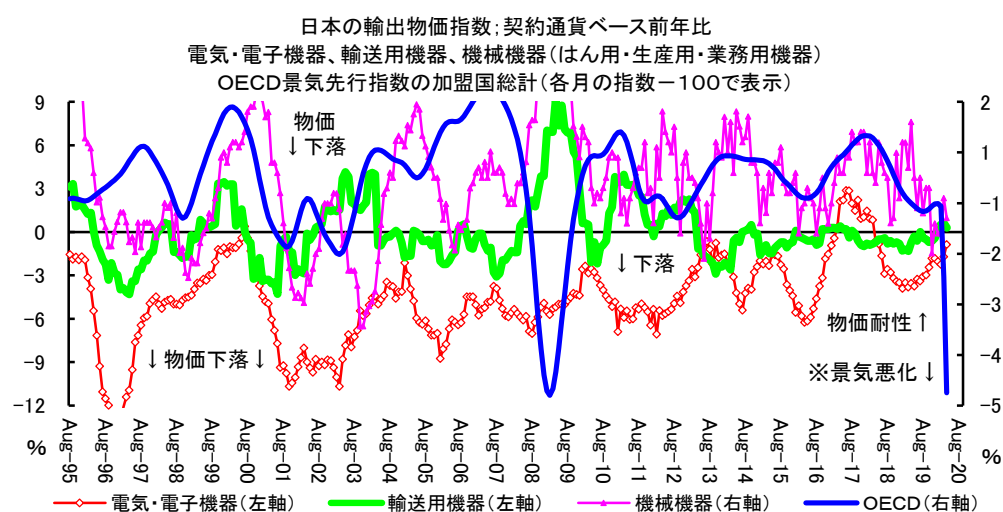
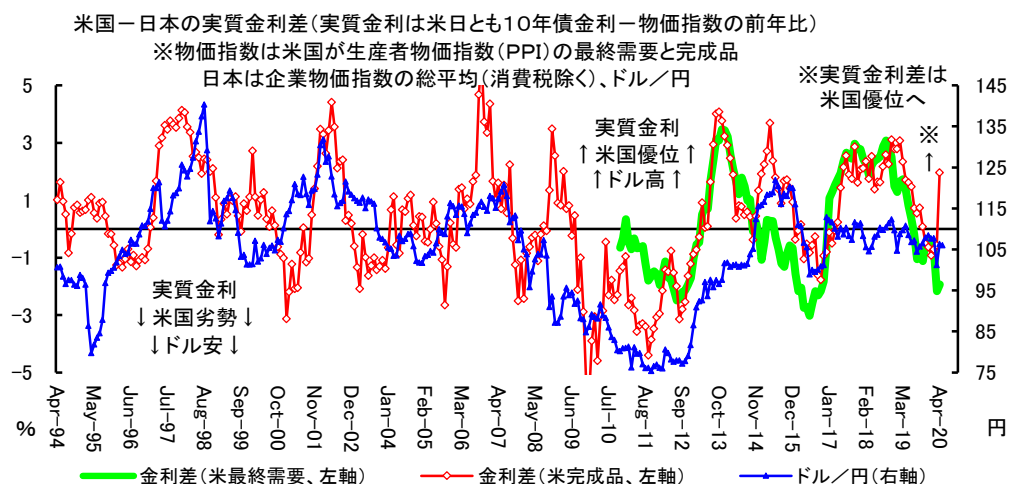
高水準となっている。

日本でも 4 月は 10 年債金利の月間最低が－0.052% に対し、企業物価・総平均（消費税除く）は－3.7% に落ち込んでいる。参考の実質金利は＋3.68% に上昇している。それでも「米国－日本」の実質金利差では、＋1.74% の米国優位となってきた。同じ統計の比較ベースでは、2018 年 6 月以来の米国優位となっている。過去実績に沿えば、ドル/円でのドルの下支え要因となりやすい。

一方、4 月の日銀・企業物価指数では、世界景気の急変動に対して必要最低限の需要継続、オンリーワンの高付加価値化の努力進捗が示された業種も散見された。

為替影響が中立であり、海外の需要動向や日本の輸出産品の価格抵抗力が反映される輸出物価指数の「契約通貨ベース」では、前年比で輸送用機器が＋0.3% とプラス化を維持している。電気・電子機器も－0.9% と 2 月の－2.2% をボトムに逆行改善となっているほか、はん用・生産用業務用機器は－0.8% となり、1 月の－1.1% からは低下幅を縮小させている。





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自身でお願いします。