

米物価上昇でも緩和重要、「ドル安定化」重み ドル安は物価上昇・資源高・米債安・格差打撃に

米国では物価が上昇する一方、雇用回復に向けてFRBの超金融緩和は長期化が重要になっており、政治的・政策的に「ドルの安定化」が重みを増している。現状からのドル安は一段の物価上昇と原油などの資源一段高、格差悪影響（低所得者層に打撃）、インフレ警戒や海外勢のドル安懸念などによる米国債投資の減退（米債価格下落で金利は上昇）といった弊害を増幅させる。18日にはイエレン米財務長官がインフラ投資財源として増税を示唆するなど、悪い財政悪化とドル安への間接配慮も見られ始めた。

過去はドル高がインフレ抑制で緩和持続可能に

「通常の景気後退のレベルを超え、第2次世界大戦時のレベルに近い規模のマクロ経済対策は、過去一世代に経験することがなかったようなインフレ圧力を引き起こす可能性がある」、「リセッションを招かずに急激なインフレを抑制することは、これまでよりさらに困難ではないか」――。

このほど元米財務長官であるサマーズ米ハーバード大学教授は、ワシントン・ポスト紙への寄稿でこのような警告を発している。

現在の米国では需給ギャップの大幅悪化や雇用低迷、IT革命深化などもあり、サマーズ氏の警告のようなインフレ・リスクは尚早だ。それでも短期的には供給制約やコロナワクチンの進展期待、原油などの資源上昇を受けて、物価上昇の圧力が高まっている。一方でFRBは雇用回復のため、超金融緩和策を長期化させる必要がある。その中でインフレ制御の安全弁として、政治的・政策的に「ドルの安定化」が重要性を増してきた。

中長期的にもサマーズ氏が憂慮する「リセッションを招かずに急激なインフレを抑制させる」ため、景気ブレーキのリスクをはらむ緩和縮小の前段階として、適度なドル高は重みを増す可能性がある。おりしも18日にはイエレン米財務長官が大規模なインフラ投資計画について、「財源の一部を賄うため増税が必要になる」と発言した。微妙ながらも悪い財政赤字や米国債の価値毀損、それに伴うドル安加速などの面でのインフレに対し、間接配慮を示している。

現在の米国では予想物価指標であり、期待インフレ率を示すブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）が大きく上昇してきた。デフレ後退や物価正常化支援などのプラス面がある一方、緩和長期化を阻む障害としても注視されている。

2008年のリーマン・ショック以降におけるFRB緩和局面でも、完全雇用進展の前段階でBEIが前の

めりで先行上昇する場面があった。当時は市場原理や微妙な政策要因などで、緩和持続下でも2011年前後からドルが底入れへと転換。ドル/円でいえば2012年後半からドル高が進展した。その後はドル高がインフレ抑制の一因として寄与し、FRBは2015年12月の利上げまで「忍耐強く」実質ゼロ金利を長期化させることに成功している。

2000年以降のITバブル崩壊や対テロ戦争などによる景気悪化でも、利下げ前後で原油高などによってBEIが上昇する局面があった。当時も複合要因により、利下げの中でもドル高の場面が見られている。それが原油高やBEI、インフレを抑制する一因となり、雇用回復のための利下げを継続可能とさせている。

もちろん、イエレン現財務長官によるドル相場へのスタンスは、「市場原理に委ねる」という立場だ。それでも当座のドル安定化に関しては、18日のような財政配慮メッセージのほか、米財務省とFRBの実質協調による市場主導の米金利上昇の一定容認、FRBの資金供給や量的緩和のペースダウン、財務省と政権による米国企業の海外利益・生産の国内回帰促進策、米国製コロナワクチンの増産と海外販売積極化など、政策手段は多種多様に残されている。

ドル安・輸入物価上昇はドル高・輸入物価下落に

すでにバイデン大統領は昨年9月、大統領選の公約として米国企業の国内回帰を促すため、海外生産に「懲罰税」を課す新税制案などを打ち出している。

FRBの量的緩和ペースにしても、あくまでテクニカル要因ながら、FRBの総資産は9週前比で最新2月17日週に+2.6%と、前週の+2.8%や昨年末の+3.0%から鈍化してきた。昨年6月の+60%をピークとして、年明け以降は+2%台で低位横這い化となっている。FRBによる米国債などの資産買い入れ縮小を示すもので、底流部分で米国債金利の上昇（債券価格は下落）とドル持ち直しの一因となっている。

もともと米金融大手幹部などは、「米バイデン新政権でのイエレン財務長官による『当座の財政赤字を気にしない』大きな行動や、FRBによる『一定のインフレ上昇は気にしない』超緩和策の長期化コミットメントにとり、政策遂行の障害となるのはドル安」と指摘してきた。

ドル安の行き過ぎは輸入物価上昇などを通じ、低所得者層には打撃となる悪い物価上昇を招く。バイデン政権が最重要課題とする「格差配慮」には逆効果となるものだ。

すでに18日には最新1月の米輸入物価は前月比

+1.4%と市場予想の+1.0%を大きく上回り、2012年3月以来の大幅な伸び率となっている。エネルギー価格の上昇のほか、「昨年からドルが主要な米貿易相手国の通貨に対して弱含んだことが反映された」（ロイター通信）。

同じく18日には1月の米住宅着工件数が、前月比-6.0%と5か月ぶりに減少している。一因としては木材価格の上昇を受けた住宅価格の上昇があり、針葉樹材の価格は1月に前年比+73%と過去最大の伸びを記録した。先行きドル安が進むとコロナ影響による供給制約とあいまって、資源・素材価格を一段と上昇させる。低所得者層のみならず、雇用回復が遅れる米国の家計全般に打撃となってしまう。

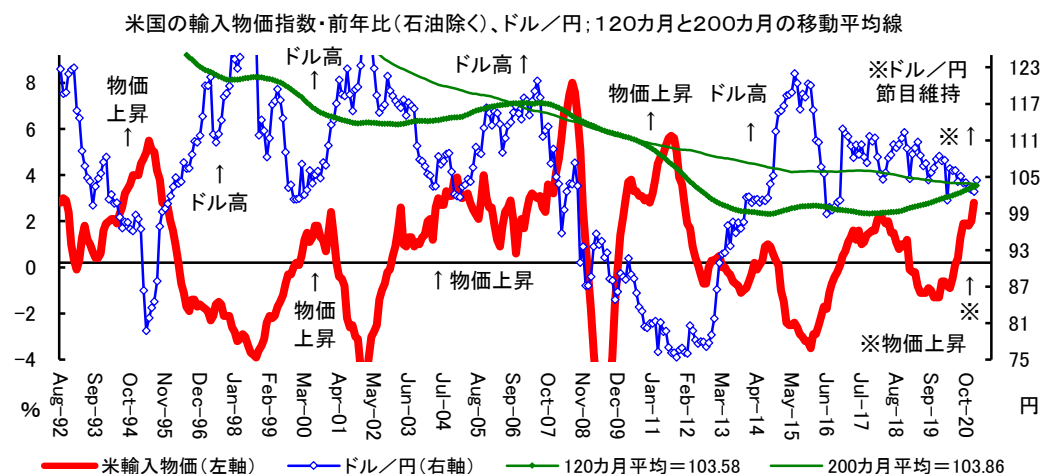
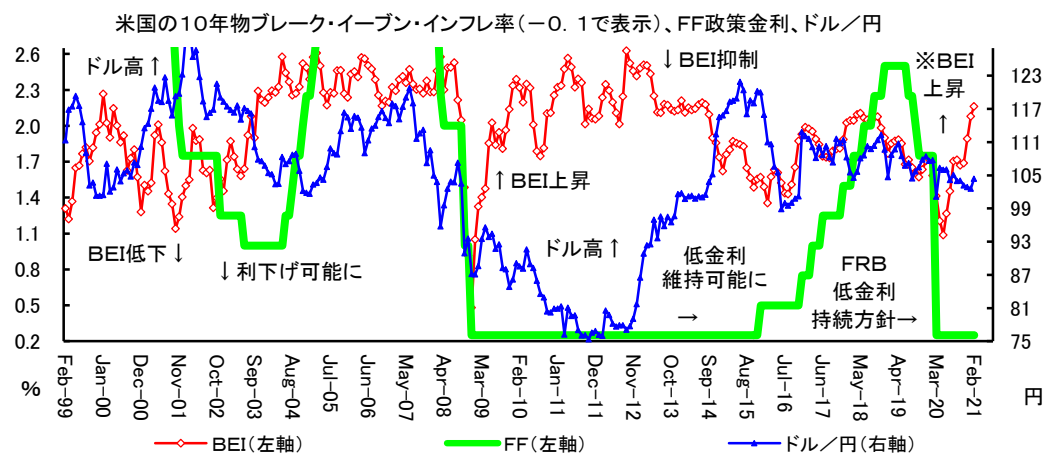
ブルームバーグ調査の米消費者信頼感指数では、「所得階層別」の過去実績として、ドル高局面で低所得者層の信頼感が改善し、ドル安局面で悪化する相関関係が見られてきた。単純に米国の景気が良い時にドル高、悪い時にドル安が進むという要因があるとはいえ、最新2月14日週はドル高と同時進行で低所得者層の信頼感が改善している。

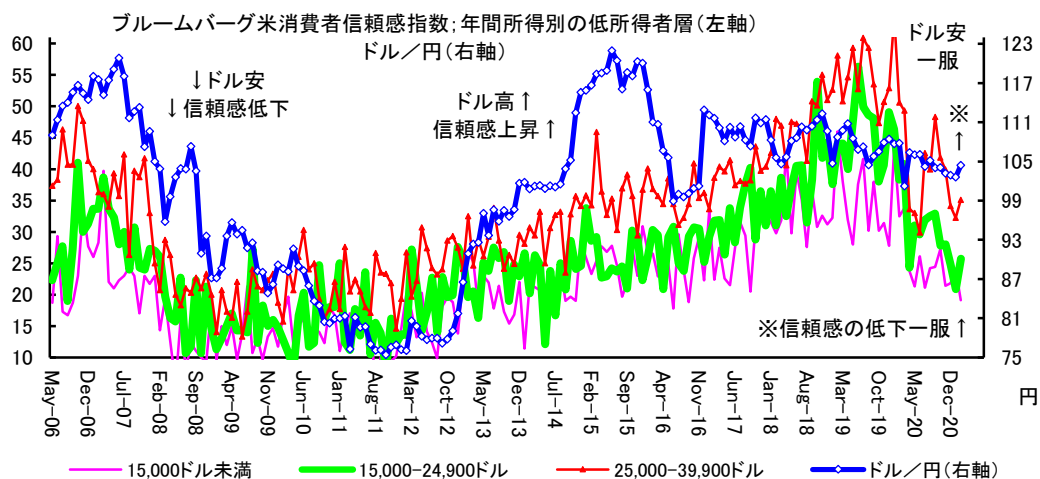
しかも現在はバイデン新政権が環境重視策を掲げ、化石燃料向け補助金の削減や、カナダの油田と米メキシコ湾岸の製油所を結ぶパイプラインの建設認可

を取り消す中で、寒波打撃による原油供給の障害に直面してきた。資源相場は上昇となり、企業の生産活動や家計にも打撃となっている。その中でドル安は、先行き資源エネルギーの価格を一段と押し上げ、価格安定化への不透明感が残る再生エネルギーへの円滑シフトを妨げる障害となってくる。

過去の米国では物価とドルの関係について、「市場原理」と「政策対応」の両面で行き過ぎが是正される相互補完のバランス機能が観測されてきた。現在のように昨年からドル安の累積効果や資源高などで輸入物価から物価上昇の圧力が掛かってきた場合、市場発の米国債金利上昇や、物価上昇と裏表の米国景気回復、場合によってはFRBの政策対応などでドルが上昇へと転換。それが輸入物価などの物価を押し下げるといふ、循環連鎖パターンが繰り返されている。

双方の相互影響による変化は、1年前後のタイムラグで観測されてきた。今回の場合、米国の輸入物価（石油を除く）前年比は、昨年12月の-1.5%をボトムに上昇となり、最新の今年1月は+2.6%と2011年12月以来の大幅プラスとなってきた。物価上昇から1年が経過する中で、時間差を経たドルの底入れや反発への影響作用が注目される。





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。