

米利上げと物価制御、実質金利を押し上げへ 利上げ・物価下落余地が実質金利とドルの上昇余地に

米国では FRB がインフレ制御に向けて利上げ姿勢を強めているが、先行きの利上げと物価押し下げは「名目金利－期待インフレ率（物価変動率）」で算出される実質金利を上昇させる（金利は上方向－物価は下方向）。米国の株価や不動産などの資産価格には重石となる一方、利上げと物価下落の両余地は実質金利とドルの上昇余地残存につながりやすい。当座はインフレ高止まりや米国経済への打撃などが懸念されるが、FRB の努力等によるインフレ鎮静余地は、ドルの価値の先行き改善期待も醸成させていく。

米実質金利は大幅マイナス、正常化の上昇余地

「2021 年の米国ではインフレが急上昇する中で、ある副作用が見逃されがちとなってきた。FRB の金利政策（超緩和策持続）が、過熱する経済にさらに油を注いでいるというものだ」、「FRB はコロナ危機の 2020 年 3 月以降、景気刺激を狙って同金利の誘導目標をゼロ近辺に維持してきた」、「だが、経済モデルにおいて最も重要なのは、インフレ調整後の実質金利である。インフレによって将来の返済の現在価値が減るためだ。経済学者のクリスティーナ・ローマー氏とデービッド・ローマー氏は 2004 年の論文で、実質金利は『金融政策姿勢を判断する最も基本的な指標』と述べている」――。

米ウォールストリート・ジャーナル（WSJ）紙は昨年 12 月、このように指摘しながら、緩和副作用などによる当時の「米実質金利の大幅なマイナス」に懸念を示していた。その後、年明けから FRB は緩和行き過ぎの過熱警戒もあって、利上げなど引き締めペース加速を示唆している。

今後、FRB がインフレ押し下げに向けて利上げを継続させると、政策金利 FF（翌日物）の影響を受ける短期金利を中心として、米国の実質金利は上昇余地が見込まれる（金利は上方向－物価は下方向）。実質金利が「金融政策姿勢を判断する最も基本的な指標」という見立てに沿えば、FRB の引き締め姿勢強化は、米国の実質金利の上昇トレンド入りにつながっていく。

米国の株価や不動産などの資産価格には重石となる反面、利上げと物価下落の両余地は、実質金利とドルの上昇余地残存につながりやすい。過去実績として米国での実質金利上昇は、今年 1 月のような「米株安とリスク回避の円高」といった局面を挟みつつも、基本的にはドル/円でのドル高トレンド固めに寄与してきた。同時に FRB によるインフレ鎮静の努力は、先行きドルの価値改善期待につながり、ドルの先高感を醸成させる（インフレはドルの価値を希

薄化、インフレ修正はドルの価値を向上）。

最近でいえば昨年 12 月時点で米 10 年債の名目金利は月末に 1.51%前後となる一方、米国の CPI（消費者物価指数）は総合の前年比は+7.0%となっていた。単純に「名目金利－物価変動率」による米 10 年債の実質金利は-5.5%の大幅マイナスとなっている。1970 年代以降での最低水準であり、まさに WSJ が懸念を示すような緩和の行き過ぎが示唆されていた。

一方で同実質金利の最近のマイナス修正局面では、2012 年以降の実績として最低でもゼロ%超え、正常化の局面では+0.4%から+2.0%方向の上昇パターンが見られてきた。今回も先行き緩やかな名目金利の上昇と物価の頭打ちを経た低下により、当座はゼロ%方向への上昇余地が注目されやすい。実質マイナス金利の修正上昇余地は、連動する形でドル/円でのドルの伸びシロとなり得る。

今年の場合、FRB の利上げ加速に加えて、コロナ危機に対応した大規模財政出動の反動鈍化もまた、時間差を経て物価を押し下げていく。すでに米国の月次財政収支では、歳出の 12 カ月間累計・前年比が昨年 12 月に+1.6%に縮減してきた。昨年 3 月の+65.7%を最高として、少なくとも財政支出の要因による景気刺激とインフレ押し上げの効果は減退しつつある。

最近の「米 10 年債金利－CPI 総合前年比」による実質金利の大幅マイナスからの修正局面には、リーマン・ショック後の 2011 年以降があった。当時はまだ FRB の引き締め前段階にあったが、資源高の一服などによる CPI の上昇ピークが、実質金利の低下に歯止めを掛けている。実質金利は 2011 年 9 月の-2.0%で大底となっていた。あくまで結果論ながら、ドル/円は翌月 10 月の 75 円台という過去ドル安値でドルが底値を形成している。

米 CPI 急上昇からの低下、過去は前年比ドル高に

当時はその後、2013－2014 年にかけての FRB 緩和見直し移行もあって、実質金利は緩やかに上昇した。ドル/円は複合要因がありながらも、ドル高トレンドが形成されている。当時、FRB は 2015 年 12 月に利上げを開始したが、その 6 カ月前の 6 月に同実質金利は+2.3%にまで切り上がっている。連動する形でドル/円は、125 円超え方向にドル高が進展していた。

リーマン・ショックの前では、同実質金利が 2005 年 9 月に-0.4%に低下する場面があった。当時も FRB による緩和修正と利上げなどもあり、実質金利

は上昇へと転換。2006年10月には+3.3%に上昇した。同期間中にドル/円は、108円台から119円超えと+11円超のドル高が同時進行している。

単純に米国では1970年代以降の長期実績として、インフレ上昇時にはFRBの利上げが実施されてきたほか、インフレ上昇にピークアウト予兆が見えるまで、FRBの利上げは継続されている。結果としてその前後では、米FF金利など短期を中心とした名目金利の上昇と、CPIの押し下げ、それに伴い実質金利は上昇（名目金利－インフレ率）——という循環連鎖パターンが繰り返されている。こうした循環の局面では、基本的にドルが支援されやすい。

もちろん、FRBの利上げやCPIの低下が行き過ぎると、米国経済の悪化懸念や長期金利の低下などで、ドル安・円高の圧力が強まっていく。一方で現在のようなCPIの上昇行き過ぎ過熱が、FRBの物価目標である2%方向へと修正される「良い正常化低下」の局面では、適度なCPI低下を受けた実質金利の上昇や、インフレ鎮静によるドルの価値改善、インフレ低下による通貨高の圧力（デフレは通貨高、インフレは通貨安の要因）などが、ドル高モメンタムを形成させている。

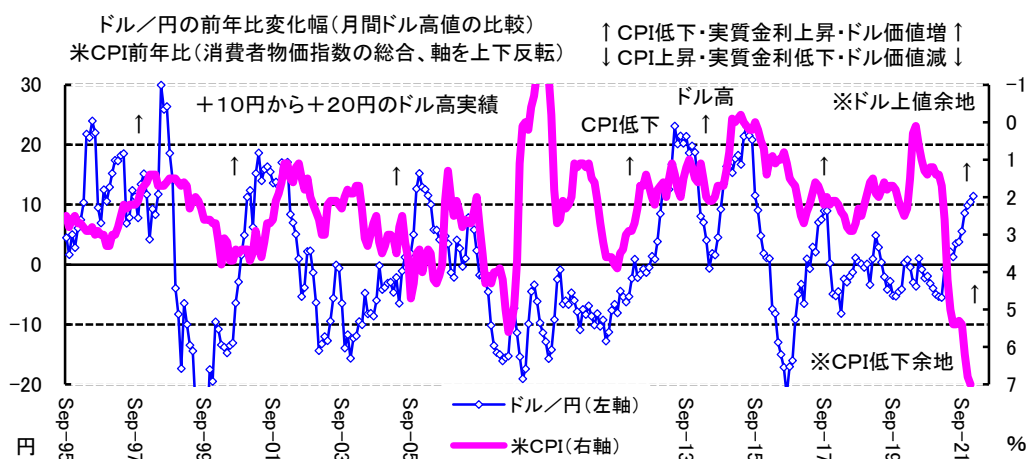
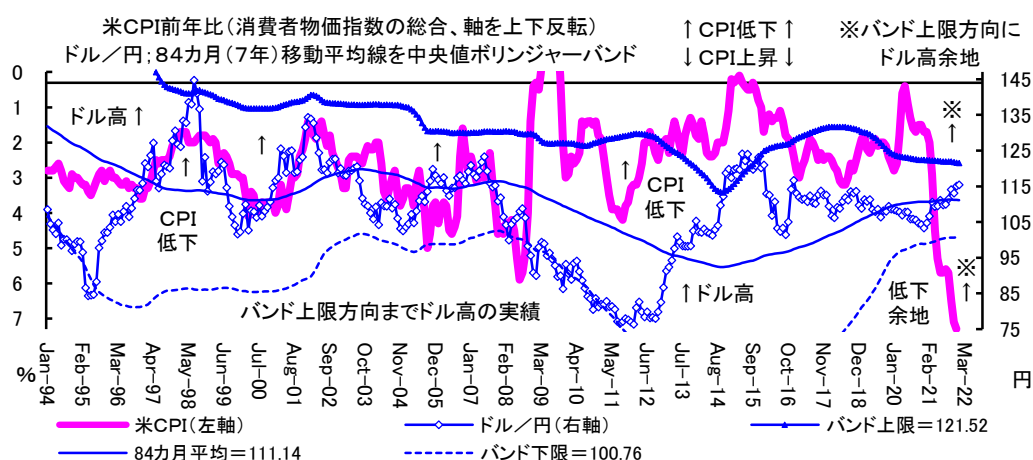
最近では米CPI総合の前年比が、2011年9月にかけて資源高などで+3.9%に上昇する場面があった。当時はそこからピークアウトして、2013年4月には+1.1%へと低下したが、ドル/円は月間ドル

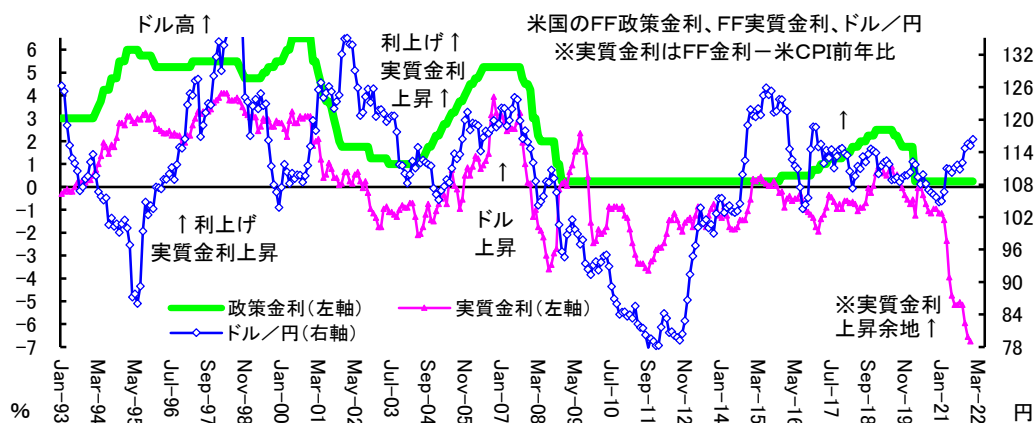
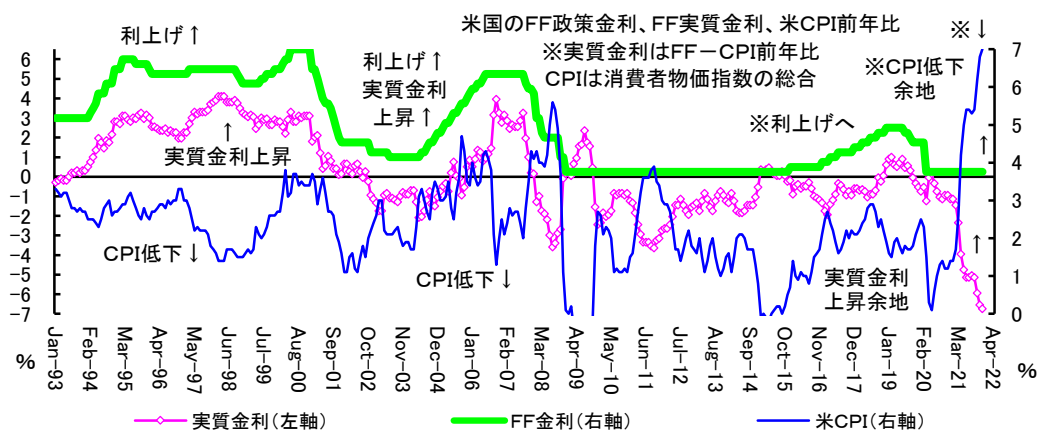
高値の前年同月比・変化幅で、翌2013年5月にかけて+23円幅のドル高が進行している。

その前では時間差ケースを含めて、2005－2006年にCPIが+4.7%から+3.4%に低下したが、その前後でドル/円は前年比+15円幅のドル高を観測。2000－2002年のCPI+3.8%から+1.1%への低下前後では、+17円幅のドル高、1996－1998年のCPI+3.3%から+1.4%への低下前後では、+30円幅のドル高という、高確率での連動相関性が確認されている。

基本的に米国で「悪い物価上昇から良い物価下落」に向かう局面で、ドル/円の月間ドル高値は最低でも前年同月比+10円から+20円幅以上のドル高パターンが繰り返されてきた。その点、昨年（2012年）の月間ドル高値は、2－12月に1ドル=106円から115円で推移している。

現在の米国の物価状況は昨年12月時にCPI総合が前年比+7.0%となり、1982年6月以来、約39年半ぶりの大幅上昇となっている。これからFRBによる「物価2%安定化」努力などもあり、来年にかけて+2%方向に落ち着いていくとなれば、年後半にかけて「前年同月比+5円幅」のドル高で115円から+120円方向、「前年同月比+10円幅」のドル高で120円から125円方向を目指す可能性は無視できない。





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。