

先進国 CPI 上昇、遅行で円安に持続余地

「ピーク後」半年以上の円安実績、まだピーク達せず

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/2/9 (水)

先進国では物価が急上昇となっているが、為替相場では遅行で円安余地が残されている。先進国で構成される OECD の CPI (消費者物価指数) 統計では、昨年 12 月に加盟国総計が前年比+6.6%と約 30 年ぶりの大幅上昇となってきた。過去は海外の CPI 急上昇がピークアウトしたあと、最低でも半年以上の円安が高確率で継続している。現在はまだピークに達しておらず、海外の利上げや金利上昇、実質的な通貨高志向、CPI 上昇と裏表の資源高持続、日本の遅行物価上昇と実質金利の低下余地、日本国債の売り余地などが円安余地として注視される。

先進国での CPI 大幅上昇、高確率で円安基調持続

「海外の中銀は自国の物価上昇率が目標率を超えて上昇する中で、金融緩和策の修正に乗り出しており、日銀も緩和策の修正に関する推測が出ている」、「しかし、日本はまだ物価 2%目標に達していないほか、米欧と比較して日本の物価動向は大きく異なる」――。

日銀の若田部昌澄副総裁は 3 日、このように早期の緩和見直し論を否定した。

米欧と日本の物価の違いとしては、「日本ではサービス価格がほとんど上昇していないが、サービス価格の大部分を規定するのは賃金であり、日本では賃金が上がりにくい」、「エコノミストによる中長期のインフレ予想は米欧比で日本が最も低く、エコノミストと同様に家計や企業も将来について物価が上がらないと予想すると、現実にも物価が上がらない」といった構造要因を指摘している。

そうしたなか、先進国で構成される OECD の CPI (消費者物価指数) 統計では、昨年 12 月に加盟国総計が前年比+6.6%と前月の+5.9%から上昇した。1991 年 7 月以来、約 30 年ぶりの大幅上昇となっている。それに対して日本は+0.8%にとどまり、携帯電話料金の引き下げ影響を差し引いても、改めて構造的な出遅れが示された。

過去実績として先進国の CPI が大幅上昇となる場合、為替相場では遅行で円安トレンドが維持定着されてきた。しかも CPI の急上昇が天井ピークをつけたあとも、最低、半年以上は円安モメンタムが高確率で継続されている。1980 年代以降のドル/円でいえば、+3%から+4%超え以上の先進国 CPI 上昇時のあとは、リーマン・ショック時を除いて、全てのケースで半年から 1 年以上のドル高・円安トレンドが形成されてきた。

背景としては、CPI 上昇に追従した海外の中銀による利上げや、海外の金利上昇、各国での利上げに

象徴されるインフレ対処の実質的な通貨高志向、CPI 上昇と裏表の資源高持続 (日本は輸入増と貿易収支悪化、海外は金利上昇)、海外の CPI 上昇余波による日本のデフレ緩和などがある。

同時に先進国での CPI 上昇ケースでは、遅行して日本の物価が上昇するが、他国に遅れる分だけ日本の実質金利は「低下余地の残存」が着目されやすい (名目金利ー物価変動率)。また、過去にも現在のよう米 FRB の利上げは先行実施されてきたが、米国では先行して物価上昇が鈍化に向かう中で利上げが継続されることで、実質金利は上昇していく。その局面で日本では物価上昇は緩やかでも、名目金利の上昇度合いが抑制されるため、相対比較で実質金利は日本の低位方向に働きやすい。

現在の場合、先進国の CPI 上昇は、まだピークアウトに至っていない。ドル/円、クロス円とも短期調整的な円高・外貨安の局面を経ながらも、中長期スパンでは円安・外貨高のトレンド持続が注目されそう。

OECD 加盟国総計ベースの CPI 前年比でいえば、1996 年 1 月に現在と近い+6.4%までの上昇で天井ピークをつけた。同月にドル/円の月間ドル高値は 107 円台であったが、その後は「20 カ月後」となる 1997 年 4 月の 127 円超えまで、+20 円幅のドル高・円安トレンドが維持延命されている。

世界的に国債価格が下落、円債売り・円安焦点

1990 年 11 月には、+7.8%で当時の CPI 上昇がピークアウトした。ドル/円は同月のドル高値 133 円台から、「8 カ月後」の 142 円超えまで+8 円幅のドル高が継続している。

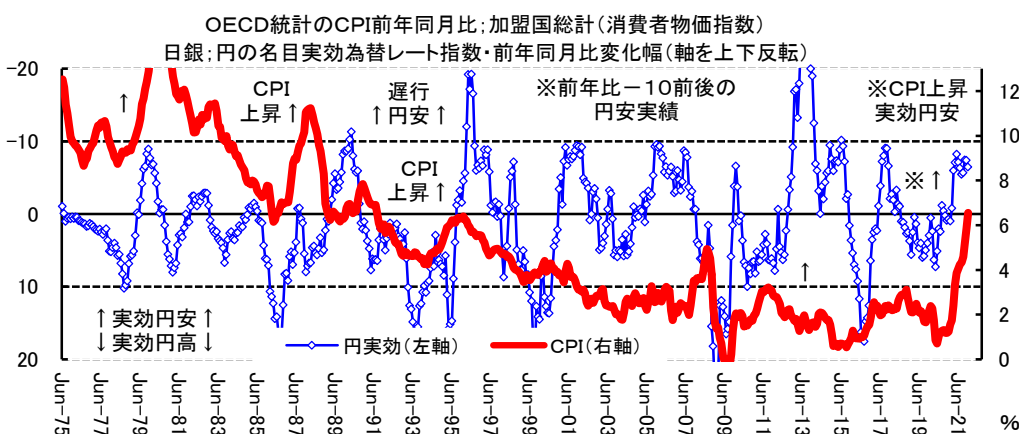
最近ではプラス幅が限定的ながらも、2011 年 9 月の+3.2%で当時の先進国 CPI 上昇がピークアウトした。ドル/円はちょうど翌 10 月に、75 円台という過去ドル安値で大底を形成。その後は底練りを経てドルが反発に転じ、「約 45 カ月後」となる 2015 年 6 月の 125 円超えまでドル高モメンタムが長期形成されている。

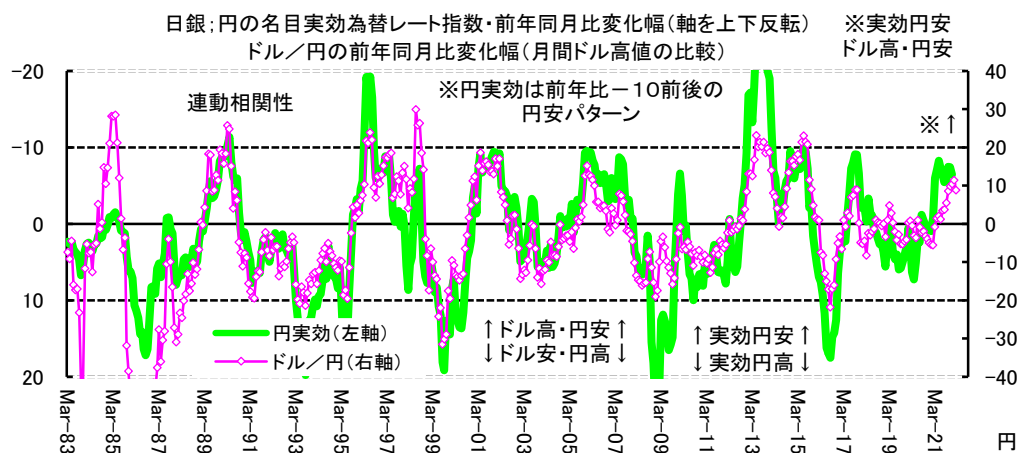
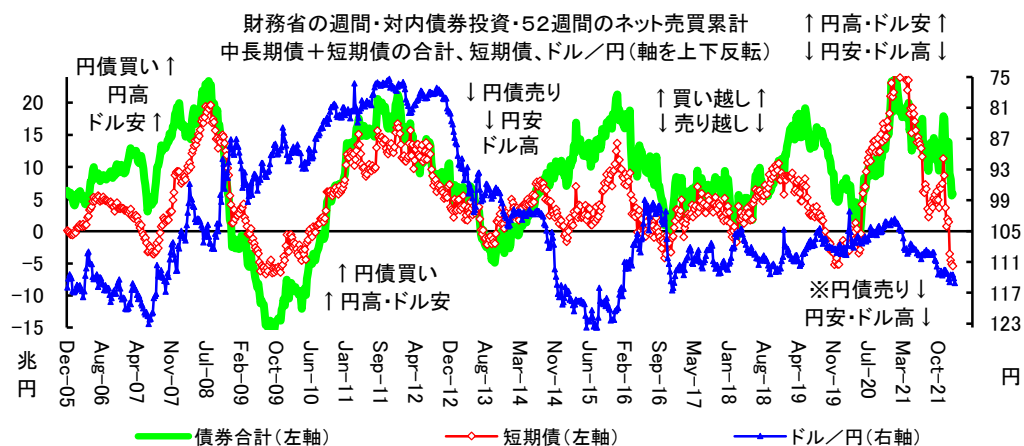
その他、2001 年 5 月の+4.3%での CPI 天井形成のあとは「11 カ月後」まで、1988 年 3 月の+11.2%での天井形成のあとは「27 カ月後」まで、1983 年の+11.5%で天井形成のあとは「22 カ月後」まで、それぞれ慣性的にドルの上値切り上がりトレンドが持続した。

また、現在のような先進国の CPI 上昇局面では、各国で国債に売り圧力がかかりやすい (金利は上昇)。為替相場では海外の金利上昇が外貨高・円安要因と

財務省の週間・対内債券投資状況によると、海外勢による「中長期債＋短期債の投資合計」は 52 週間（約 1 年）のネット売買累計で 1 月 23－29 日週に＋5.8 兆円の買い越しとなった。昨年 11 月の＋17.9 兆円をピークに買い越しが減少傾向にある。短期債だけでは－5.4 兆円と 4 週連続の売り越しとなり、売り越し幅は 2009 年以来の大きさになってき

連動してドル/円の月間ドル高値は、前年同月比の変化幅で最低でも+7円から+15円前後のドル高が繰り返されてきた。すでに今年は1月が前年比+10円、2月が+8円前後という実績が見られている。今年のドル高値のメドで参考になる昨年の月間ドル高値は、3月から12月にかけて110円から115円で推移していた。単純に今年の3-12月にかけては、前年比+7円幅で1ドル=117円から122円、+10円幅としても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ご自身でお願いします。