

米利上げ、遅行でドル高・円安の持続余力 米物価抑制と実質金利上昇、米減速と日本の輸出減など

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/6/20 (月)

為替相場のドル/円は米 FRB による利上げ加速がドル高・円安の一因となっているが、先行きも「遅行影響」によるドル高・円安の持続余力が注視される。金融政策の実際的な効果には時間差があり、過去にはFRBの引き締め後、調整局面を挟みつつも17-30カ月前後のドル高・円安トレンドが持続してきた。今後は米国での物価抑制効果による実質金利の上昇、米景気減速に伴う日本の輸出減・貿易収支悪化と日銀の緩和持続圧力、米引き締め余波による新興国を始めとした世界の金融・経済不安と安全逃避のドル需要などが焦点になる。

FRB 引き締め後、17-30 カ月のドル高・円安実績

「金融政策の変更は6-12カ月のタイムラグを伴いながら、生産や消費、投資といった経済の変数に最大の効果をもたらす」――。

米セントルイス連銀は、2010年にこのような分析レポートを取りまとめた。

過去には日本の内閣府も『世界経済白書』で、現在と同じような高インフレにあった1970年代を含め、1990年代にかけてのFRBによる金融政策の効果を検証したが、「政策金利FFレートの操作が将来の物価上昇率に与える影響をみると、FF引き上げは2年程度のラグを持って将来のインフレ率を低下させる」という結果が示されている。

現在の為替ドル/円は、FRBによる引き締め加速がドル高・円安の一因となってきた。一方で先行きは引き締め打撃による米国の景気悪化や、FRB引き締めペースの鈍化、その先の緩和転換などがドル高ピークやドル安の要因として注目され始めた。それでもFRB引き締めの「6-12カ月の時間差を経た実際的な効果表出」を踏まえ、先行き調整局面を挟みながらもドル高・円安トレンドが長期化する可能性は無視できない。

前回のFRBによる利上げ局面は、2015年12月から開始された。当時のドル/円は5-7カ月後となる同年6-8月の125円超えでドルは天井高値をつけている。もっとも当時の場合、FRBによる緩和修正は2014年1月の資産買い入れ減額（量的緩和縮小）からスタートしている。そこを起点にすると、2015年6-8月のドル高ピークにかけて「17-19カ月後」までのドル高局面があった。

その前のFRBによる利上げ局面の開始は、2004年6月となっている。当時はそれまでの米低金利政策やイラク戦争の余波などにより、ドル安・円高の基調が持続していた。しかし、約半年後となる2004年12月から2005年1月で、ドルは底入れで反転。

その後はFRBの継続利上げに連動してドル高が進み、2007年6月の124円超えというドル高ピークまでドル高トレンドが持続している。ドル底入れ時の2005年1月を起点にすると、「29カ月後」までという寿命期間になっていた。

さらに前では1999年6月から利上げ局面があった。当時は途中で調整ドル安局面を挟みながらも、「32カ月後」の135円超えまで基本的なドル高基調が持続している。その他、1997年3月の利上げ後には、「17カ月後」の147円超えまでドル高が継続。1980年代でいえば1985年のプラザ合意後に円高が加速されたあとでも、1988年11月の米利上げ後には「17カ月後」までドル高トレンドが形成されている。

このように過去実績としては、FRBの利上げや緩和修正の開始から「17-30カ月前後」のドル高・円安が高確率で維持延命されてきた。今回の場合、昨年11月の資産買い入れ減額開始を起点にすると、足元の6月は7カ月後、利上げ開始の今年3月を起点にすると3カ月後にとどまっている。あくまで過去実績である17-30カ月後に沿えば、2023-2024年にかけてのドル高トレンド継続が注目されやすい。

世界不安、米引き締めと二重でドル逼迫や不足も

FRB引き締め後の遅行慣性的なドル高・円トレンド持続の過去背景としては、一つに米国での実質金利上昇がある。物価上昇に対応した利上げは、「6-12カ月のタイムラグ」で米国の物価を抑制させる効果が出てくるためだ。

米国の物価が下落に転じる一方、その段階でFRBの利上げが継続されていると、「名目金利の高止まり-物価下落」によって実質金利は上昇トレンドへと向かう（実質金利-物価変動率）。同時に米国でのインフレ低下はドルの価値を向上させるため、二重の意味合いでドル高の要因となり得る。

最近の米CPI（消費者物価指数の総合）前年比の上昇局面では、2018年6-7月の+2.9%が上昇ピークとなっていた。そこからCPIは低下に転じたが、当時のドル/円は108円から同年10-11月には114円超えへとドル高・円安が進展している（米実質金利上昇など）。

さらに前では1980年代からの米物価上昇の際、CPI前年比は1990年10月の+6.3%で天井ピークを付けた。ドル/円は同月の123円台で当時のドル安値を形成。その後は物価下落と悪いインフレの改善、実質金利の上昇などもあり、ドル/円は8カ月後に142円超えへとドル高が進展している。

一方でFRBによる引き締めの時間差効果は、先行

き米国景気を減速させていく。市場の関心テーマが米国の景気悪化に向かう場面では、ドル安要因となり得る。ただし、為替相場の中長期的なトレンドに影響を及ぼす為替需給でいえば、FRB の利上げ後、米国景気の減速が日本の輸出減と貿易収支の悪化を招いてきた。

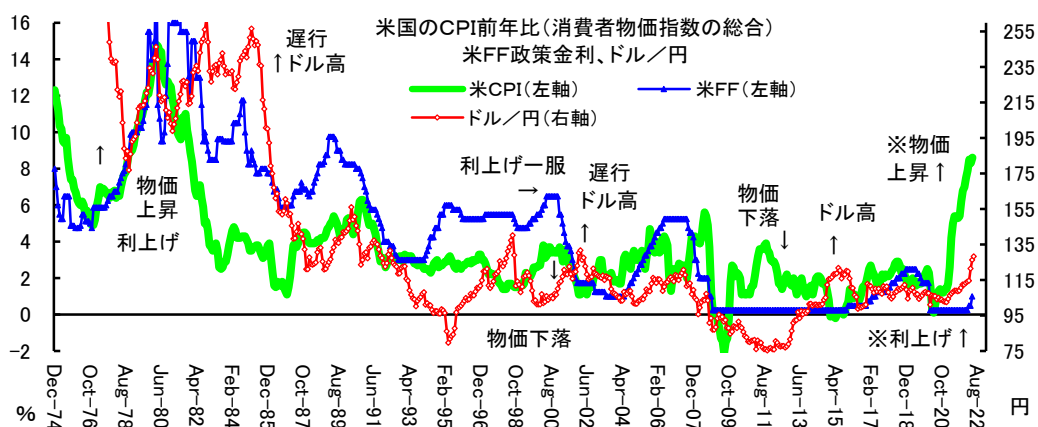
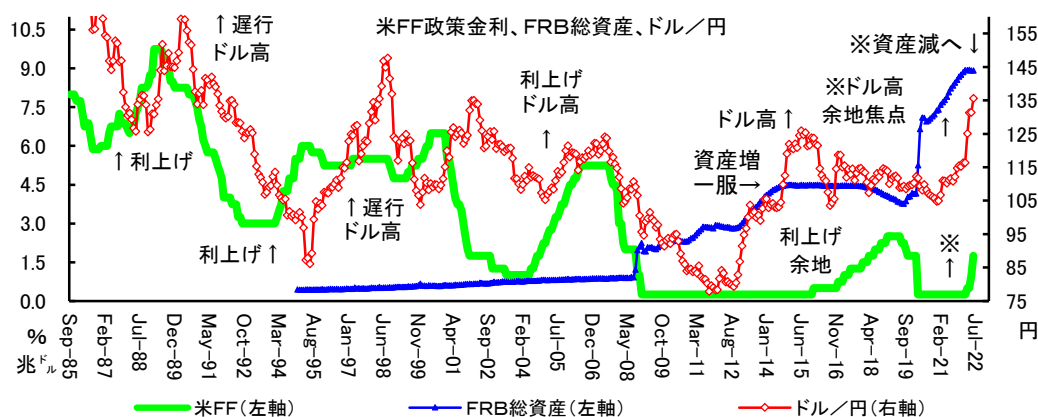
同時に FRB 利上げの時間差効果を経た米景気の減速や日本の輸出減は、日銀による金融緩和修正の阻止や緩和圧力の持続につながりやすい。過去実績に沿えば、中長期スパンでドル高・円安トレンドが支援されてきた。

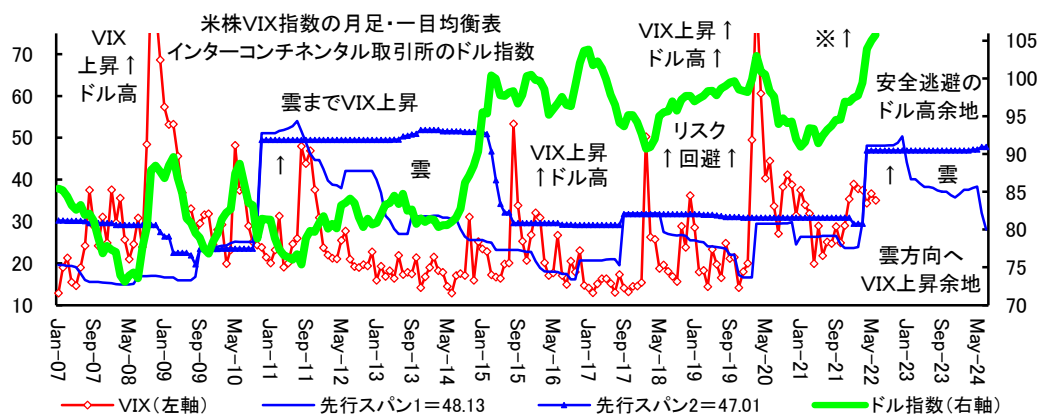
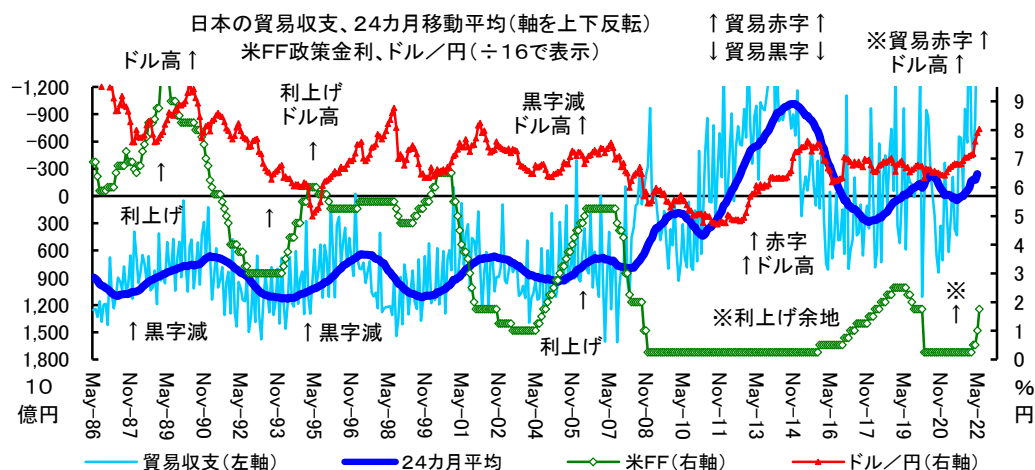
実際に 2015 年からの FRB 利上げ後には、日本の貿易収支でトレンドを示す 24 カ月移動平均が 2018 年 1 月から黒字減少の基調へと「時間差」転換している。同年のドル/円は 12 月にかけて、104-114 円前後でドルが底堅く安定化していた。2004 年の利上げ開始以降には、2005 年 8 月から黒字減少の基調へと転換している。当時はそこから約 2 年後となる 2007 年 6 月にかけて、ドル高・円安トレンドが形成され

ていた。

その他、FRB の引き締め加速と継続は、先行き新興国を始めとした世界の金融・経済混乱リスクとして警戒される。おりしも米ウォールストリート・ジャーナル紙は 17 日、「米国の急速利上げ、アジアにも痛み広がる」、「金利上昇は公的・民間債務を増やしてきた多くのアジア諸国に大きな打撃を与え得る」と伝えたほか、「FRB の利上げ加速、ジャンク級企業（高債務などで低格付けの企業）が窮地に」といった警告を発している。

先行き世界の官民における信用不安や金融不安の高まりは、安全逃避によるドル買いを支援しやすい。すでに現在は世界の金融資産市場における「全部売りとキャッシュ化」の中で、ドル建て現預金への資金滞留や逃避が再燃してきた。先行き万一に備えた流動性確保のドル調達や、ドル建て債務の返済に向けたドル調達、FRB 引き締めと信用不安が重なる形でのドル資金の逼迫化とドル不足などが、潜在的なドル高の要因となる可能性を秘めている。





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。