

米国、ドル高の「インフレ抑制効果」減退

供給問題や資源自給など、利上げとドル高が長期化

2022/10/19 (水)

米国ではドル高によるインフレ抑制効果が減退しており、FRBの利上げとドル高の長期化要因として注視される。ドル指数は9月にかけて6カ月連続で前年比+10%以上のドル高となったが、過去に輸入物価は前年比マイナス圏に下落してきたのに対し、今年9月は+6%と波及効果が遅れている。現在の米物価上昇は住宅・自動車・人手などの供給不足問題が大きいほか、米国での資源自給増と資源輸入減、輸入影響が限られるサービス・ソフト産業の拡大、新冷戦等による海外生産・逆輸入の減少などが影響している。

現状のようなドル高、過去は輸入物価マイナスに

「米国では歴史的なドル高が進行する中で、40年ぶりの物価上昇が報じられている。その点で日本の政府内には『多少の円安歯止めでも、現在の世界的な物価上昇の波及影響はおさまらない』といった諦めムードがあり、円安阻止の市場介入などは、あくまで国民の無策批判への対処、支持率対策としての政策努力ポーズの側面もある」――。

ある首相官邸の周辺筋は、このような解説を行う。

日本と米国では為替による物価影響に違いがあるとはいえ、米国ではドル独歩高が加速される中でも、最新10月のミシガン大学消費者信頼感指数では「1年先のインフレ期待」が5.1%と9月の4.7%から上昇した。8、9月の低下は一時的にとどまり、7月以来の高水準に逆戻りしている。現在の世界的な物価上昇圧力の「為替要因を超えた甚大さ」を示すとともに、米国でのドル高によるインフレ抑制効果の減退が示唆されている。

もちろん、FRBは直接的にドル押し上げ策を講じているわけではなく、ドル高を全面的にインフレ退治のツールに活用しているわけではない。それでも歴史的なドル高でもインフレ低下の効果が遅れている現状は、FRBによる利上げと、その結果としてのドル高の長期化要因として注視される。

米国でドル高による物価押し下げの効果が減退してきた背景としては、現在のインフレ上昇は住宅・自動車・人手や食糧などの供給不足問題が大きいこと、米国で資源自給が増加し、資源輸入が減少してきたこと、輸入の物価影響が限られるサービス・ソフト産業が拡大してきたこと、米中対立や新冷戦等による海外生産・逆輸入の減少などが想定される。

さらには構造的な人手不足のほか、中国封じを含めた海外移転の歯止め、供給網の米国内回帰などにより、米国では製造業のドル高影響が変化してきた。輸出産業はドル高打撃でも雇用・賃金の削減が抑制

され、ドル高打撃でも海外移転が減少していることで、関連した雇用・賃金の縮減度合いが緩和されている。

資源輸入については米国の貿易統計で「原油・関連製品」の収支が、8月に6カ月間の累計でネット+74.6億ドルの黒字となった。直近の最大赤字はリーマン・ショック時(2008年9月)の-2156億ドルの赤字であり、資源を中心に輸入面でのドル高影響が減殺されている。

ドル高が影響する米国の輸入物価指数でいえば、最新9月が前年比+6.0%と一定のプラス幅が維持された。ドルの総合力を示すドル指数(インターコンチネンタル取引所算出)は月間ドル高値の前年同月比で4月以降、9月にかけて6カ月連続で+10%から+20%を上回るドル高が続いている。6カ月間のドル高累積効果があっても、現状は物価下落の度合いが限られている。

過去に「6カ月連続で前年比+10%から+20%超のドル高」が持続した2015年5月の場合、輸入物価は前年比-9.7%に下落していた。さらに前では2009年3月が-14.9%、1997年8月が-2.3%など、ドル高と連動して輸入物価はマイナス圏に下落している。

輸入物価下落＝引き締め効果までドル高持続

現在と同じようなインフレ高進時のドル高局面では、1985年2月があった。同月の輸入物価は+3.5%となり、11カ月前となる1984年3月の+4.8%を最高ピークとして、ドル高による物価下落の効果が見られている。その点、現状の9月+6.0%というプラス水準は、輸入物価下落までの「ドル高持続の必要余地」が示唆される。

FRBはインフレ管理策として、輸入物価を目標にしているわけではない。それでも過去実績として、輸入物価とCPI(消費者物価指数の総合)、FRBの金融政策は一定の相関性を有してきた。過去のFRBの利上げ局面では、ドル高が米国での輸入物価下落や輸出産業の業績悪化・雇用減などに作用。インフレ抑制と賃金下落、CPI低下につながり、利上げ休止から利下げ、その前後からの米国債金利の低下とドル安という波及パターンが繰り返されてきた。

別の見方をすると、ドル高効果などで米国の輸入物価がマイナス圏に下落する(＝引き締め効果の浸透)までは、ドル/円でドル高トレンドが維持延命されている。その点で現状の9月輸入物価+6.0%という高位状況は、マイナス圏に向かうまでのドル高の残存余地が意識されそうだ。

過去のドル/円でのドル高と米輸入物価の関係でいえば、2012－2015 年にかけてのドル高で米輸入物価は押し下げられた。2015 年 8 月には前年比－11.4%にまで下落したが、ちょうどドル/円は同月前後の 125 円超えでドル高が天井ピークをつけている。

2005－2007 年にかけてのドル高でも、米国の輸入物価は同時進行で下落した。当時の輸入物価は 2007 年 1 月に 0.0%へと低下したが、ドル/円はその 5 カ月後となる 2007 年 6 月の 124 円超えでドル高が天井ピークを形成している。2000－2002 年のドル高でも、米国では輸入物価が下落した。当時の米輸入物価は 2002 年 1 月に－8.9%へと下落したが、ちょうどドル/円は同月の 135 円前後でドル高が天井ピークをつけている。

その他、1995－1998 年のドル高局面では、米輸入物価が 1997 年 3 月から前年比マイナス圏に下落した。当時はその後も、ドル高と輸入物価下落の同時進行が持続。輸入物価が－6.5%にまで低下した 1998 年 8 月に、同時のドル/円は 147 円超えでドル高が天井ピークを形成していた。

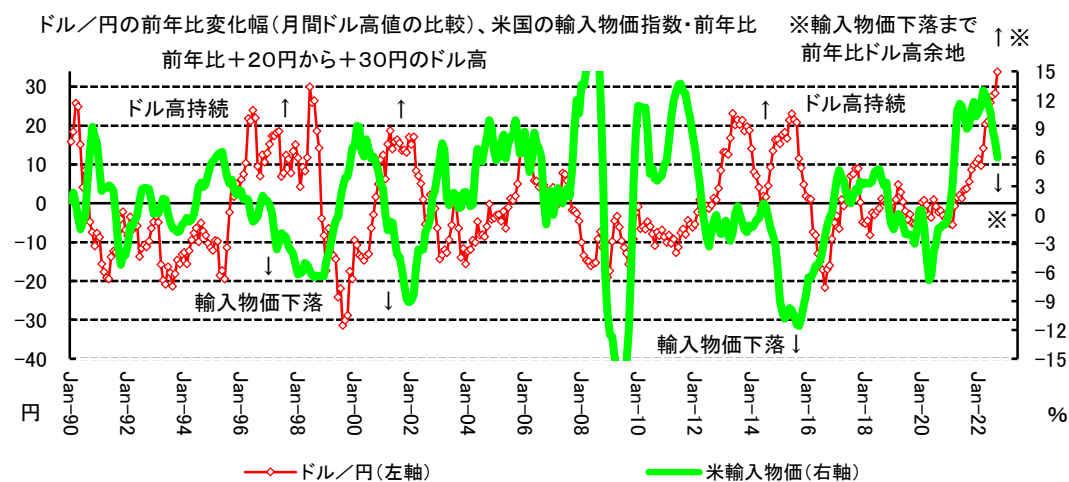
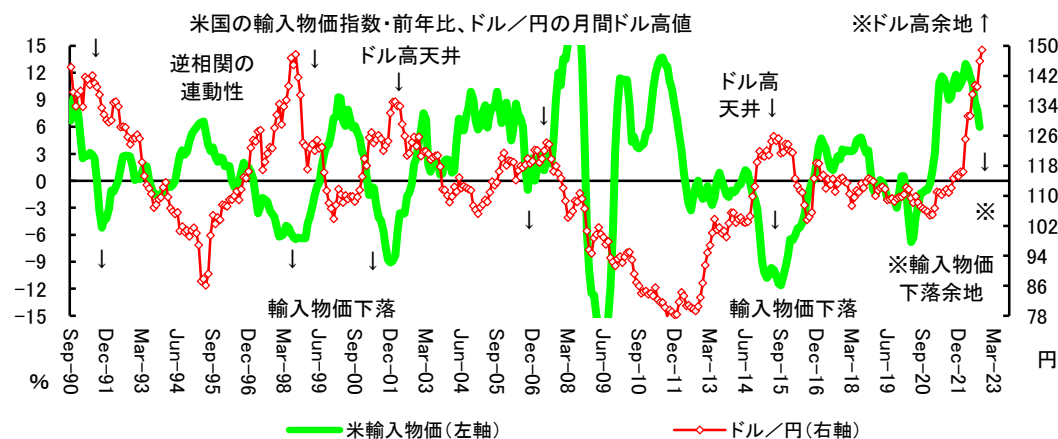
過去のドル高・円安と米輸入物価の下落局面では、「輸入物価の下落ボトムとドル高の天井ピーク」に到達するまで、ドル/円は前年同月比＋20 円幅から

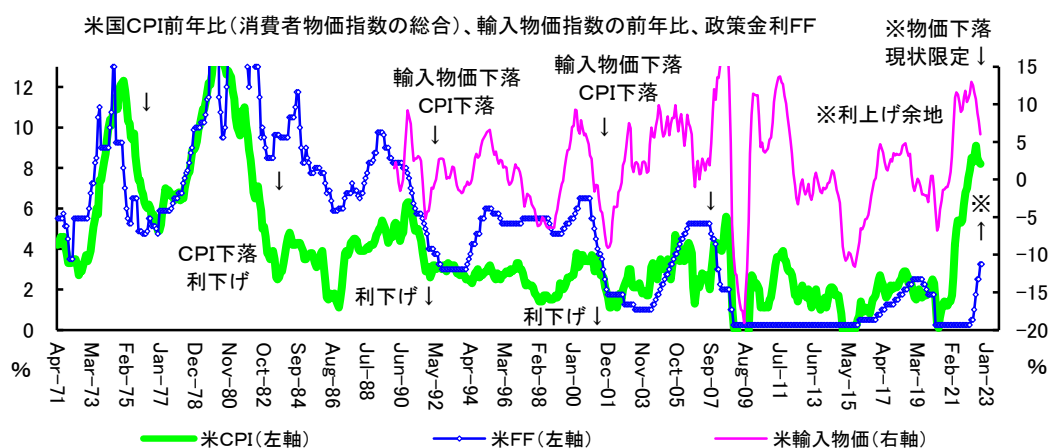
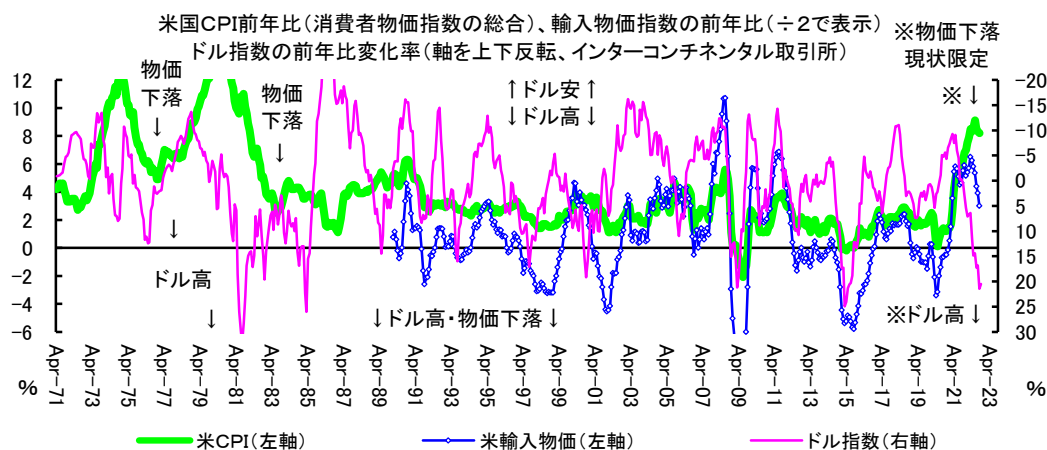
＋30 円幅のドル高パターンが継続されてきた（月間ドル高値の比較）。

今年も過去パターンが踏襲される形で、今年 4－8 月は前年同月比＋20 円超え、9－10 月は＋30 円超えのドル高が進行している。来年半ばまでのドル高値メドとして参考になる今年 6 月の月間ドル高値は、137 円前後となっていた。来年 6 月にかけては、前年同月比＋20 円幅で 157 円、＋25 円幅で 162 円、低め見積り＋15 円幅でも 152 円方向を目指す可能性は非現実的ではない。

なお、米国のイエレン財務長官は 9 月 28 日、ドル独歩高に関して「米国は他の多くの国々よりも速いペースで進んでいるため、ドルには上昇圧力、他の多くの外国通貨には下降圧力が見られる」と指摘。「金融市場の引き締まりを反映するこの種の展開は、インフレ対策に関わるものの一環だ」という考えを示した。

続いて同氏は 10 月 11 日に「ドルの強さは世界の様々な金融政策スタンスの論理的結果」、「市場原理に基づいてドルの価値が決まることが、米国の利益に合致」と発言した。FRB による利上げ強化とその結果としてのドル高は「インフレ対策に関わる一環」として、国益にかなうという認識を示唆している。





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。