

米物価抑制「確信」に向け適度なドル高重要に 昨年の実効ドル安が物価高に部分波及、CPIと時間差相関

(株) ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2024/2/9 (金)

FRBを始めとした米当局は「インフレ退治の確信」に向けて、適度なドル高が政策的に重要性を増している。最新1月の米ISM景況指数では仕入価格が上昇したが、商品反発のほか、昨年にはドルの総合力を示すドル実効相場が前年比で下落となっており、遅行で物価再上昇の一因となってきた。米国ではコロナ危機以降、2020年からの実効ドル安が2021-2022年の物価急上昇、2022年からの実効ドル高が2023年からの物価下落に部分影響するなど、ドルとCPI（消費者物価指数）は時間差で相関性を有している。

ドル指数は22年後半から反落、時間差影響焦点

「FRBのインフレとの闘いはドル高が鍵」、「ドル高で米国への輸入品が安くなれば、インフレを抑制する一助となる」、「その結果、FRBの任務は少し楽になり、需要を抑えて消費者物価の上昇を止めるため、利上げを積極的に行う必要性を感じなくなる」――。

米ウォールストリート・ジャーナル（WSJ）紙は米国でインフレ上昇が問題化した2022年5月、このような見解を示していた。同記事では「FRBがインフレ抑制を目指す際、短期金利の上昇という直接的な効果だけではなく、株価の下落、住宅ローンや企業債務の長期金利上昇、ドル高、といった波及効果も当てにしている」と解説している。

続いて昨年10月にも米WSJ紙は、「ドル高による他国への打撃」を警戒した記事の中で、「米国ではドル高は輸入物価を抑えることでインフレを抑制し、海外旅行も安くなるため、政治的に人気があるほか、消費者にとってもおおむね好都合」といった指摘を行っている。

そうした中で、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のドル実効相場）自体は、2022年9月の114超えを直近最高として反落に転じている。昨年7月には99台と、高値比-13%のドル安が進展。その後には107方向への反発場面もあったが、昨年12月には100、今年1月には101方向への再下落が見られている。

こうした実効ドル安も一因となる形で、最新1月のISM景況指数では「仕入価格」が再上昇となってきた。製造業は52.9と12月の45.2や直近最低である昨年6月の41.8から上昇となり、最近では昨年4月の53.2や2022年7月の60.0以来という高水準となっている。非製造業も64.0と、前月の56.7から+7.3幅の急上昇となった。前月比でのプラス幅は、約11年ぶりという大きさになっている。

過去実績としてドル実効相場でのドル安は、1年前後のタイムラグを経て米国の物価押し上げに遅行影響している。その意味で最新1月指標での仕入価格上昇は、2022年後半からの実効ドル安の「時間差影響」として無視できない。

米国ではコロナ危機以降、2020年からの実効ドル安が2021-2022年の物価急上昇、2022年からの実効ドル高が2023年からの物価下落に部分影響している。過去の長期実績としてもドルと米国のCPI（消費者物価指数）前年比は、1年前後の時間差で相関性を有している。

その点で今後はCPIといった米国の物価指標でも、昨年の実効ドル安が部分的に押し上げ要因となる可能性がある。FRBを始めとした米当局からすると、「インフレ退治の確信固め」に向けて、適度なドル高が政策的に重要性を増している。

直接的なドル高支援策には制約が多いものの、当座は米当局による間接的な政策金利の高止まり長期化メッセージや、早期利下げの牽制継続、FRBバランスシート縮小（量的引き締め）の終了遅延などにより、一定のドル高やドル安定化につながる政策的な目配りは無視できない。

利下げでも適度なドル高重要、ドル安下は副作用

しかも米国ではWTI原油先物やCRB商品指数といった国際商品相場について、2021-22年の高騰の反動下落と前年比マイナスが一巡を迎えつつある。足元では各国での引き締め終了観測や米国などでの景気軟着陸期待、中東発の地政学リスクなどが商品相場を下支えしている。これから商品価格は「前年比プラス」が回復の可能性がある、これまた米国での物価再上昇の要因となっていく。

一方でFRBは先行き利上げ遅行打撃による景気悪化リスクなどに対処するため、「機動的な利下げ転換」も視野に入れている。しかし現状から根強い利下げ期待などでドル安が先行進展すると、FRBは物価再上昇への影響が懸念され、利下げ判断が後手に回るリスクをはらむ。

利下げが遅延となる場合、政策金利の高止まりは想定以上の長期化へと作用。景気急冷却とハードランディングのリスクを高めてしまう。こうした問題もあり、FRBは昨年の実効ドル安による物価押し上げの遅行影響を制御する意味合いと、機動的な利下げ転換まで物価を抑え込むという両面で、現状からのドル安抑制や適度なドル高が政策的に重要となっている。

過去のFRBによる利下げ転換時には、利下げ観測

などでドル安圧力が掛かる一方で、ドル実効指数、ドル/円ともに「前年比ドル高」というケースが観測されてきた。今回も FRB がインフレ退治の確信を持って利下げ転換が出来るという点で、前年比ドル高という前提の環境が注目されやすい。

ドル指数の月間ドル高値・前年比でいえば、2019 年 7 月の利下げ開始時が+3.2%のドル高、2001 年 1 月の利下げ開始時が+7.0%のドル高、1998 年 9 月の利下げ開始時は前月に+1.1%のドル高となっていた。

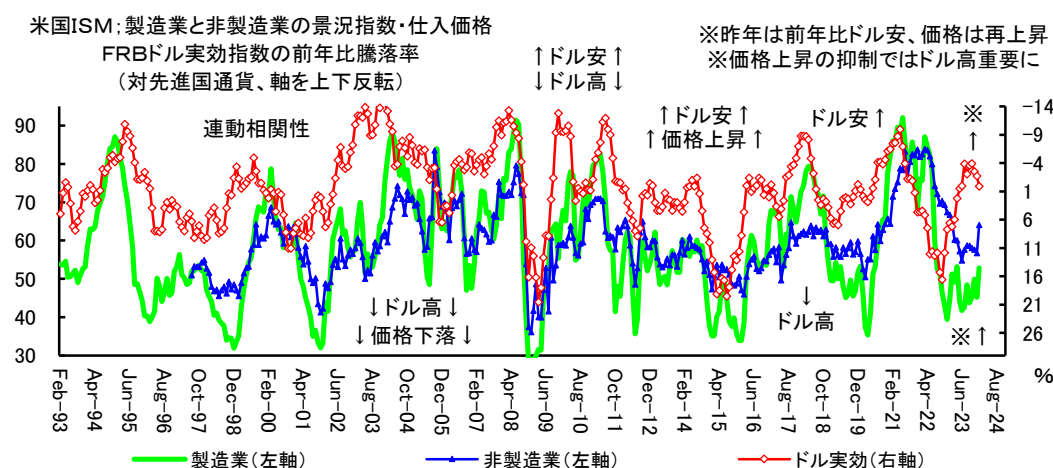
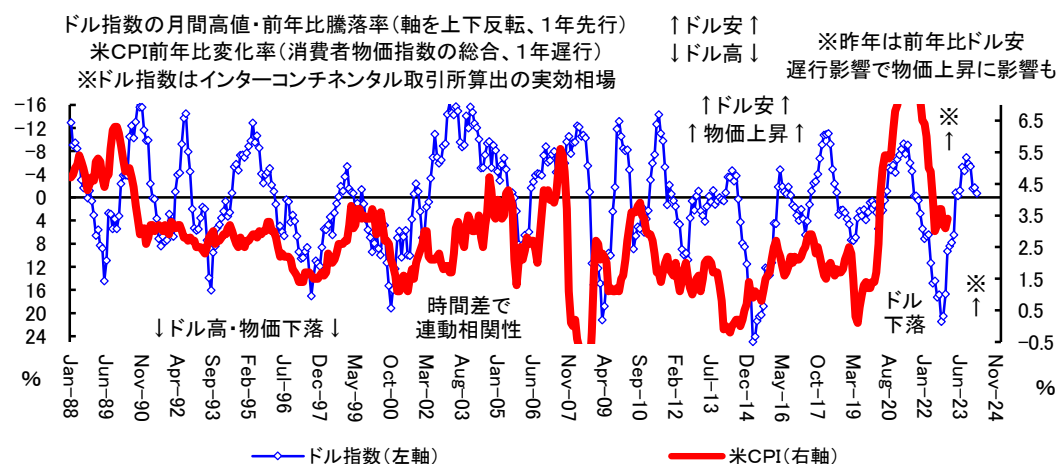
それぞれ複合要因があるが、背景としては、1) FRB からすると前年比ドル高は、前年比インフレ再上昇の抑制に対する安心材料となる、2) ドル安局面での利下げは一段のドル安助長とインフレ再燃、海外マネーの米国債投資減退と悪い金利上昇（米債価格は下落）といった副作用を招く、3) 利下げ開始の前段階から市場主導でドル安が進み、利下げ開始の前

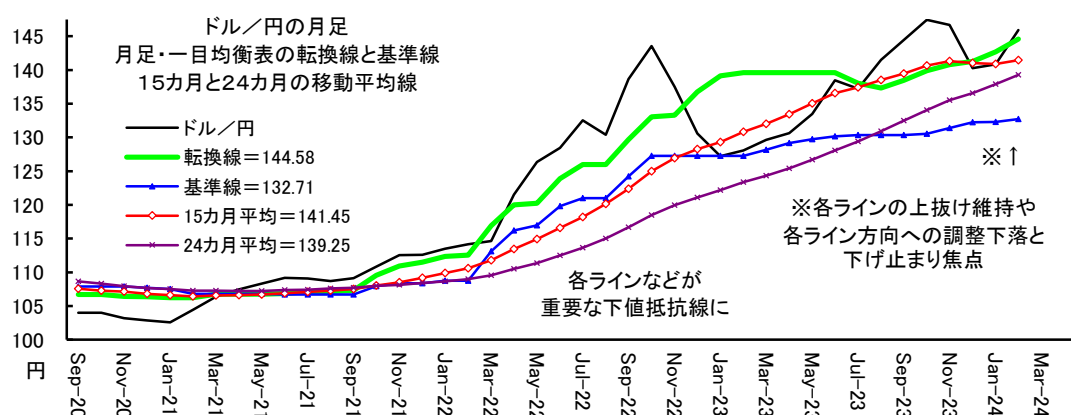
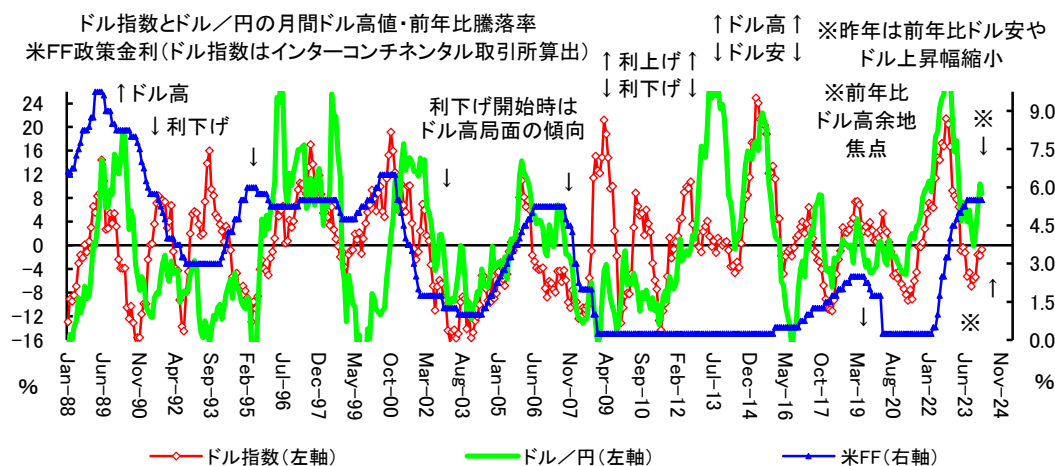
は一旦の材料出尽くしとなる——といった影響も想定される。

現在の場合、ドル指数の月間ドル高値・前年比は昨年 4 月からマイナスとなり、昨年 9 月には-6.9%にまでドルの下落率が拡大した。直近の今年 1 月も-1.7%の下落となっている。

コロナ危機前の平時でいえば、2017 年 1 月から前年比ドル安局面に転換する場面があった。そこから 1 年後となる 2018 年 7 月まで前年比での実効ドル安が続いたが、同期間中に米国の CPI は前年比+1.7%から+2.9%に上昇となっている。

2002 年 5 月からの前年比ドル安でいえば、2005 年まで約 3 年の実効ドル安が長期化した。米 CPI は 2002 年 5 月の前年比+1.2%から、1 年後は+2.1%、2 年後には+3.1%へ上昇するという、時間差での相関性が観測されている。





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。