

日米の金融政策逆方向、米国の経済優位増長

日本は引き締めで米国は緩和の方向、ドル安・円高を制御

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/5/20 (月)

日米の金融政策は先行き日銀が引き締め方向、米国は緩和方向となっているが、経済成長面では現状段階での「米国優位と日本劣勢」を一段と助長させる。為替ドル/円では金利差縮小がドル安・円高の圧力となる一方、成長格差面では現状のドル高持続やドル安制御の要因となりやすい。ただでさえ直近 1-3 月の GDP は米国が 7 期連続プラス、日本は昨年 7-9 月に続くマイナスと日本下振れで乖離しているほか、名目 GDP 総額では米国の対日本比が 20 年前の 2.5 倍から現在は 4.3 倍となり、大幅なドル高を正当化させている。

景気先行指数の米国－日本、28 カ月ぶり米優位幅

「2007 年から 2012 年にかけての超円高局面では G7 当局者に対し、何度も市場介入を含めた円高阻止の理解を求めた。しかし、欧州の当局者などからは、『日本はデフレで外需依存(貿易黒字増)だから通貨高になるのは当然で、まずはこうした構造問題を是正する自助努力を優先すべき』と繰り返し反論された」――。

財務省の元高官はかつての円高・デフレ阻止策を巡る苦勞に関し、このようなエピソードを明かしている。

その後、日本では 2013 年から財務省出身の黒田東彦氏が日銀の総裁に就任。黒田氏は日本が円高に苦慮した 1995 年から 2003 年にかけて、旧大蔵省と財務省で国際金融局(現・国際局)の次長と局長、財務官という為替政策の中樞を担ってきた。その段階での G7 当局者等による苦言や忠告などもあったか、良くも悪くもながら「悪い円高とデフレ」の是正に向けて異次元の超緩和策を強化させている。

ひるがえって現在は超緩和策の行き過ぎや国内外でのインフレ環境という変化もあり、「悪い円安」が問題になってきた。現在の財務省・日銀は為替市場介入などで対処しているが、過去の G7 当局内などでの「正論」に沿うと、介入といった小手先対応ではなく、円を下落させている複合的な構造問題の是正に取り組む必要に迫られている。

それでも構造改革は「言うは易し、行うは難し」で時間を要する。目先は円安対策として、日銀による追加利上げや国債買い入れの減額・終了が焦点となってきた。あくまでも超緩和策の正常化や円安制御策の範囲内とはいえ、方向性としては金融引き締めのベクトルだ。

一方で日本経済は直近の 1-3 月に GDP が低迷し、昨年 7-9 月に続くマイナスとなっている。その中で日銀による一段の緩和修正は、景気にマイナスと

なっていく。円安の副作用軽減というプラス効果はあっても、「ドル安・円高への是正効果は限られる半面、金利上昇による家計や住宅市場、中小企業などへのマイナス打撃のほうが大きい」といった弊害論も聞かれる。

その点で先行き 6 月やそれ以降の日銀による国債買い入れ見直しと追加利上げについては、ドル安・円高の値幅が限られたり、効果が短期にとどまる可能性がある。反対に経済ファンダメンタルズ面では、現状段階での米国の打たれ強さに対する日本の下振れ乖離が一段と拡大。日銀の引き締め方向が日本劣勢と米国優位の流れを一段と増幅し、現状のドル高持続や、ドル安・円高の度合い制御につながる可能性をはらむ。

世界景気に先行性のある OECD 景気先行指数によると、直近 4 月の国別では「米国－日本」の指数格差が +0.41 となり、前月の +0.20 から米国優位の方向に切り上がってきた。2022 年 11 月の -1.24 が米国劣勢のボトムとなる形で、米国優位の軌道へと移行。4 月は 2021 年 12 月以来、28 カ月ぶりの米国優位幅となっている。

日銀の連続利上げ、ドル高・円安進展のケースも

こうした指数格差は、為替ドル/円と密接な連動相関性を有してきた。足元のドル高値圏維持の一因となっているほか、過去実績に沿えば明確に「米国劣勢<日本優位」というトレンドに転換するまで、基本的なドル高のトレンドは維持延命となりやすい。

中長期のトレンドとしても、経済成長面では米国優位と日本劣勢の格差が拡大傾向にある。これが底流部分で「約 34 年ぶりのドル高・円安水準」を正当化させている。

IMF 暦年統計での米国と日本の GDP 比較によると、「ドル高による米国のかさ上げ」や「円安による日本の目減り」といった為替影響が中立な購買力平価の換算ベースで、名目 GDP 総額の米国÷日本格差は、2023 年の見込みが 4.20 倍、2024 年予測が 4.32 倍の米国優位となっている。20 年前である 1994 年の 2.51 倍からは、大幅な米国優位が進展してきた。先行き予測では、2029 年に 4.58 倍に米国優位が広がっていく。

国民一人あたりの名目 GDP 実額についても、米国÷日本は 2024 年に 1.58 倍の米国優位が予測されている。こちらも 1994 年時の 1.19 倍からは、米国の上振れ幅が拡大してきた。こうした名目 GDP 比較での米国優位拡大は、中長期トレンドとしてのドル高・円安と密接な相関性を有しており、2029 年にか

けてドルの高値更新余力が注目される。

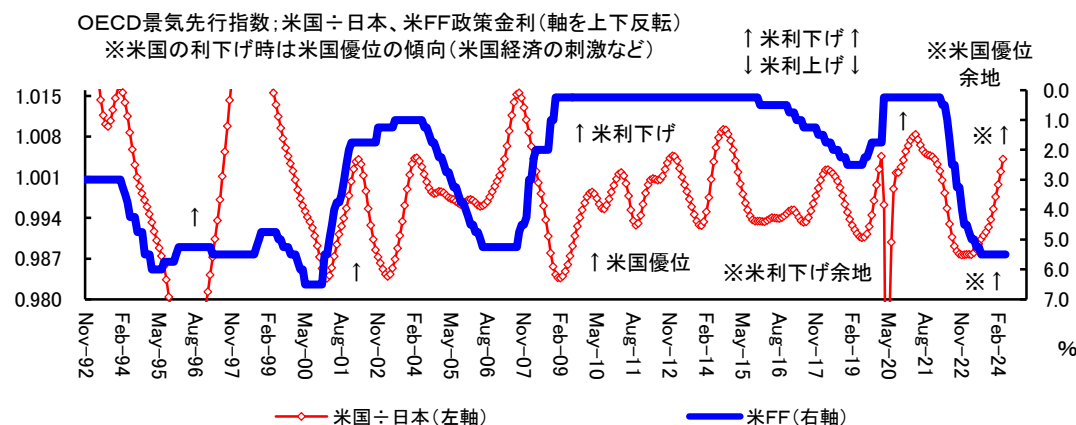
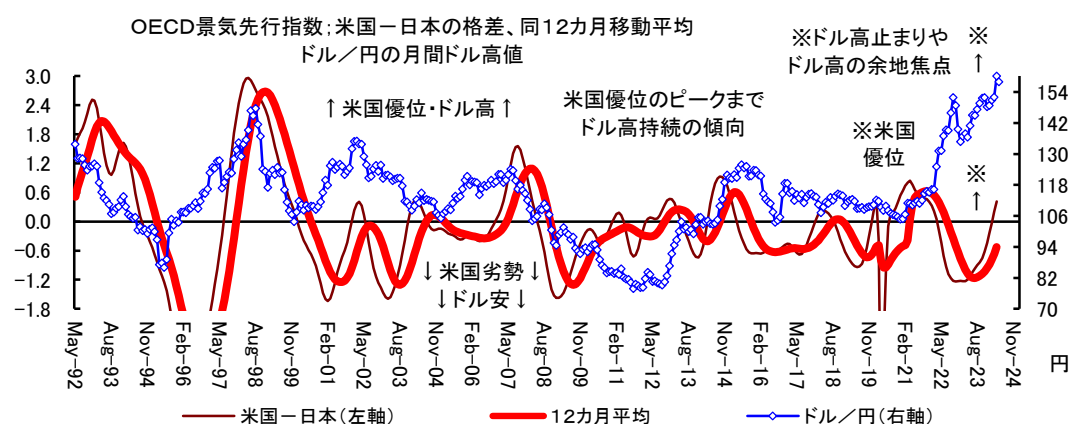
短期的にも先行き日銀引き締め（景気抑制）とFRB緩和（景気刺激）という逆方向が、米日成長格差での米国優位を一段と増長させていく。過去のドル/円では日銀の利上げとFRBの利下げ、あるいは日銀の利上げとFRBの現状維持という政策乖離の状況でも、日銀の利上げに伴う日本の景気・株価・金融システムの悪化のほか、実質金利の問題や米国要因などもあって、ドル高・円安方向へと振れたり、ドル安・円高の度合いが限られるケースが観測されてきた。

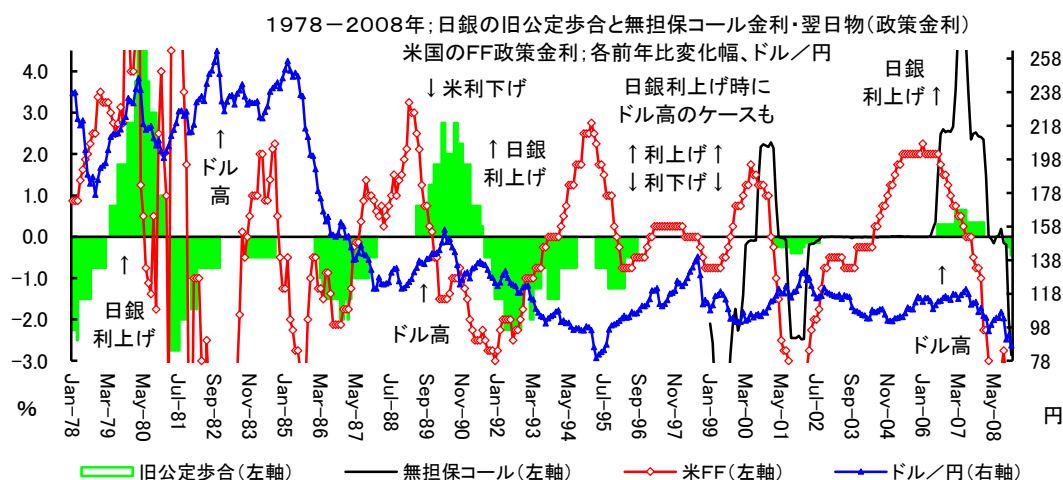
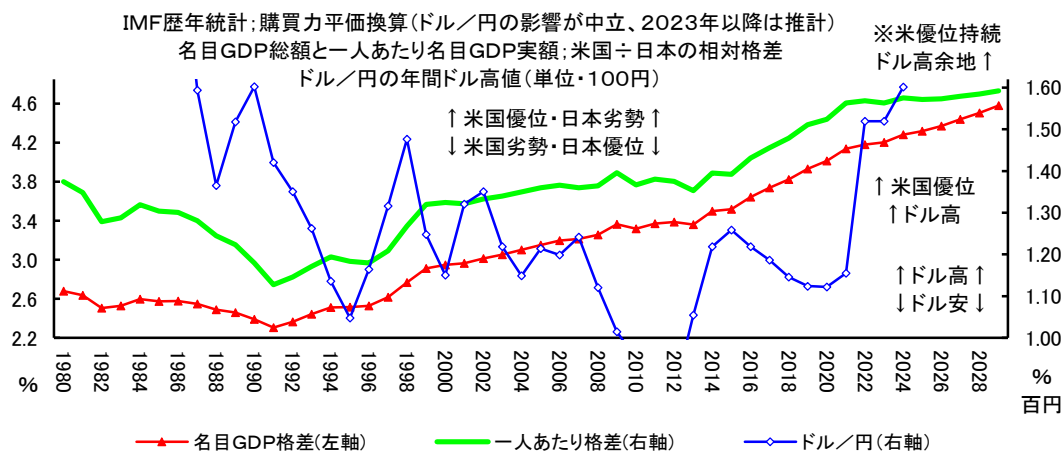
例えば日銀による前回の緩和見直しは、2006年3月に量的緩和を終了させ、同年7月と翌2007年2月に利上げが実施された。当時のFRBは利上げ終盤から打ち止め、据え置き移行となっていたが、同時期にドル/円は2006年3月の115円台から2007年6

月には124円超えへと逆行でドル高・円安が進行している。

その前では2000年8月に、日銀は当時のゼロ金利を解除した。その際にFRBは利上げ打ち止め状態で、5カ月後の2001年1月から利下げ転換となっている。それでも同期間のドル/円は複合材料もあり、2000年8月の105円台から18カ月後となる2002年2月の135円超えまでドル高・円安が進展していた。

過去には日銀がバブル退治により、1989年5月から1990年8月にかけて大幅な連続利上げを断行した。同期間中には米国要因など複合材料もあって、133円台から160円超えへとドル高・円安が進展。1979年4月から1980年3月にかけての日本でのインフレ対応等による日銀の連続利上げの際にも、211円台から251円超えへとドル高・円安が進展した逆行の実績を有している。





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。