

海外物価高位と内外価格差是正、円反発制御

先進国CPIは5%持続、日本「デフレ・円高」是正は定着

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/6/7 (金)

海外ではインフレ低下でも物価の高位が続く一方、日本と海外の内外価格差は日本下振れの相対デフレが是正されており、為替相場では引き続き円の反発度合いを制御させる。OECD加盟国である先進国の4月CPI（消費者物価指数）は+5.7%で、4カ月連続での下げ渋りとなった。過去にドル/円でドルが天井到達から反落（円は反発）に転じた+4%割れや+3%割れにはまだ距離がある。一方で日本-G7の物価格差は-0.4%と日本下振れながらも接近しており、過去のデフレ・円高時である-2%や-3%という大幅乖離からの是正が定着してきた。

先進国CPI、過去円高転換時は4%や3%割れ以降

「先行き日本で基調的な物価上昇率が高まっていけば、金融緩和の度合いを調整していく」（6月4日）、「（日銀の国債買い入れについては）今後、大規模な金融緩和からの出口を進めていく中で減額することが適当」（6月6日）。

日銀の植田和男総裁は直近の国会答弁で先行きの金融政策に関し、このような説明を行っている。

現状の金融市場では円安抑止の対応もあり、6月や9月などでの国債買い入れ減額や継続的な利上げが織り込まれつつあるが、あくまでも当面の措置は「金融緩和の修正」や「大規模緩和からの出口」の範囲内というわけだ。しばらくは中立金利の方向に向けた中立化や正常化という「緩和策の巻き戻し」ととどまり、現状の米FRBなどのような「中立金利を超えた金利の引き上げによる金融引き締め策」は尚早という立場を再強調している。

その中でOECD統計による最新4月統計では、先進国である加盟国のCPIが前年比+5.7%となった（消費者物価指数、加重平均）。3月の+5.8%からは小幅低下ながら、1月以降は+5.7%から+5.8%での下げ渋りが続いている。2022年10月の+10.7%を最高ピークとした低下を経て、高止まりでの足踏み状態となってきた。

過去に為替相場のドル/円でドルが天井ピークから反落に転じるなど、クロス円を含めた外貨高・円安からの円高方向へ反転は、同CPIが+4%から+3%を割り込んだ局面で観測されている。その時点で現状段階ではまだ距離がある。当座の各国中銀による利下げ開始でも、物価の高位に即した金利低下余地の制約などが、基本的な外貨高・円安の持続要因として注目されそうだ。

過去ドル/円でドル高局面でいえば、2007年6月の124円超えでドルが天井高値を形成というケースがあった。当時のOECD加盟国のCPIは、約1年前

となる2006年6-7月の+3.2%が上昇のピークとなり、その後の+3%割れから2007年6月には+2.4%に低下したところで、ドル高の天井形成と円高方向への反転となっている。

その前の2002年2月における135円超えでのドル高天井の場合、同CPIは9カ月前の+4.3%から同月には+3.0%へと低下した段階でドルは頭打ちとなっていた（円は下落一服で円高局面入り）。1998年8月における147円超えでのドル高天井の場合、10カ月前の+5.0%から同月には+4.1%へと低下してきたが、その段階でドル高・円安がクライマックスとなっている。

こうした過去実績からすると、直近4月の先進国CPIは+5.7%とまだ高い水準にある。過去のCPI低下スピードなどを踏まえると、先行き9カ月後から12カ月後となる来年1月から4月頃にかけて+4%割れ前後に低下となり、その前後でドルなどの外貨が天井ピーク、円は下落一服に向かう可能性などが無視できない。

日銀前総裁、脱デフレなら内外価格差の円高後退

一方で現在は日本でも物価が上昇しており、日本と海外の内外価格差は縮小方向に是正されている。この点は過去実績として「物価格差の縮小と金利差縮小による円高・外貨安」よりも、「日本の物価下振れと相対デフレに伴う円高・外貨安の圧力修正」へと作用しやすい。

OECD統計の直近4月CPIでは日本が+2.5%、主要先進国のG7グループが+2.9%となり、「日本-G7」の価格差は-0.4%の日本下振れとなっている。日本の劣勢は続いているが、1990年代以降、日本でデフレ・円高が激化した局面における-2%や-3%といった日本の大幅な物価下振れは是正が定着してきた。

日本での「海外比・相対デフレ」が円高になる要因としては、日本の通貨価値の押し上げ（デフレは通貨高、インフレは通貨安の要因）、日本の物価下落による実質金利の押し上げ（金利-物価で算出、金利はデフレ対策等で低位でも、物価が下押し）、デフレによるリスク回避の円高、デフレによる国内での景気や企業利益の低迷と日本企業による海外利益等の国内送金増加、国内の法人・個人による海外投資の萎縮（リスクテイクのマインドやリスク許容度が衰弱化）といった要因がある。

ちなみに日銀では過去、前任の黒田東彦氏が総裁の時代に、経団連での講演で「なぜ頑なに物価2%目標に固執するのか」、「無理に物価2%にこだわっ

た緩和強化を続ける必要はない」といった批判に対し、以下のような説明を行っている。

「なぜ日銀は 2%の物価上昇を目指すのか、という疑問をよく聞くが、一言でいえば、先進国のほとんどが、毎年 2%程度の物価上昇を『物価が安定している状態』と捉えているということだ。日本の場合、過去 1998 年度－2012 年度の 15 年に及ぶデフレの際、消費者物価の前年比の平均は僅かマイナス 0.3%であった」。

「為替相場の面で、他の主要国がグローバル・スタンダードに基づいて毎年 2%程度の物価上昇を実現する一方、わが国でデフレ状況が継続していたため、趨勢的に円高が進行してきた。この点、米国と同程度の緩やかな物価上昇が続く英国やカナダにおいては、物価上昇率の差を反映する購買力平価はほぼ一定であり、対ドルの為替相場もその周辺で推移しているのと、極めて対照的であった」。

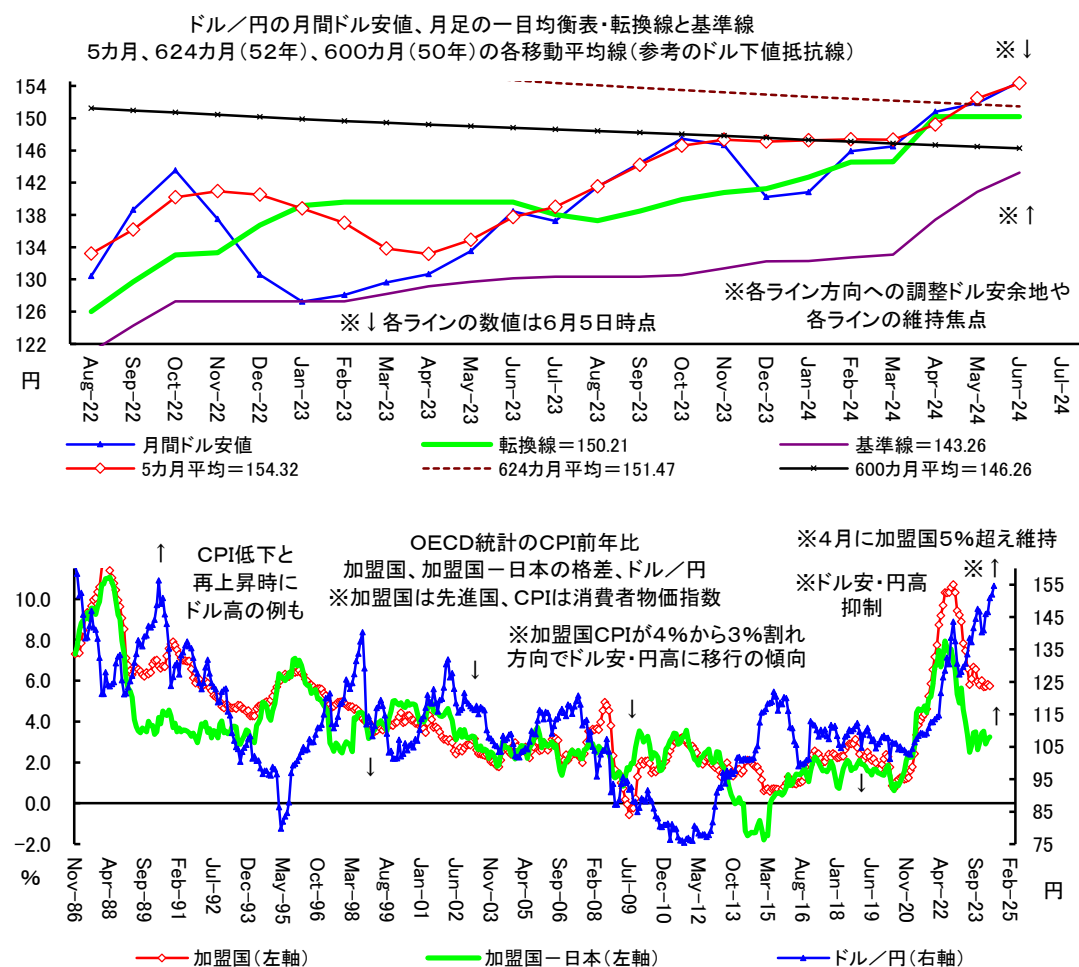
「今後、2%の物価上昇率が実現すれば、少なくとも、内外価格差に起因する円高進行リスクは小さくなる。日本企業は為替レートがある程度安定していることを前提に、経営資源の最適な配分という観点から、グローバルな投資計画を立てられるようにな

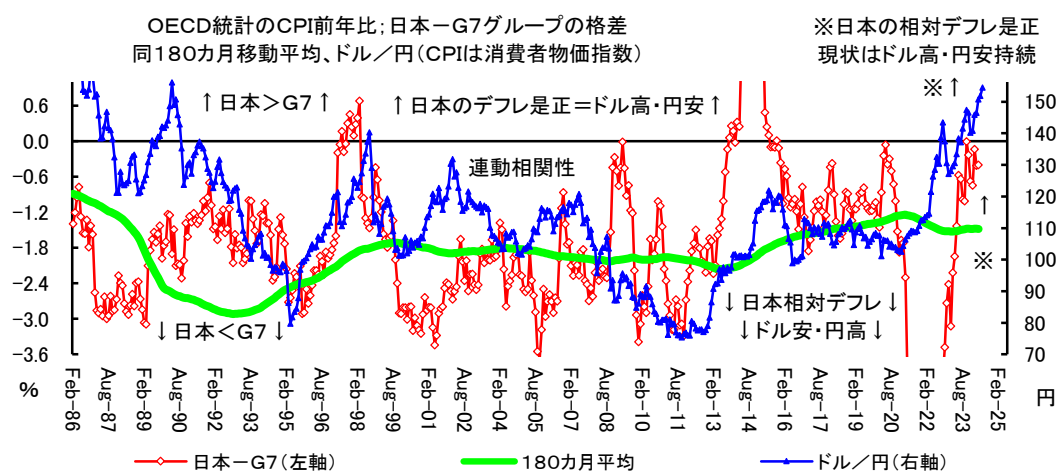
ると考えられる」――。

なお、当座の日銀と米 FRB の金融政策でいえば、FRB では FOMC での政策決定で発言力の大きい NY 連銀のウィリアムズ総裁が 5 月末、「現状の金融政策は抑制的（引き締めの）」、「(そうした) 政策スタンスを変更する理由は今のところない」と発言した。そのうえで「いずれ我々は金融政策を正常化したい」と述べている。

最近の為替相場では米国での指標悪化もあり、FRB の利下げ観測がドル安、反対に日銀の利上げ観測が円高の要因となっている。しかし、実際の政策スタンスは、FRB が「大幅利上げによる引き締め策の中立化方向への見直し」に対し、日銀は「大規模緩和と超低金利策の中立化方向への見直し」という方向性だ。そのあとの先行きについて FRB は「中立化を超えた利下げ」、日銀は「中立化を超えた利上げ」に制約がある。

その点で当座の FRB と日銀の政策修正が織り込まれてくると、米国の金利低下余地の狭まりや日本の金利上昇余地の狭まりが見え隠れしていく。結果、ドル安と円高の度合いは抑制される可能性がある。





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。