

日米物価上昇率の逆転と為替

～将来リスクとしての米国デフレ～

発表日：2013年11月22日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（TEL：03-5221-5223）

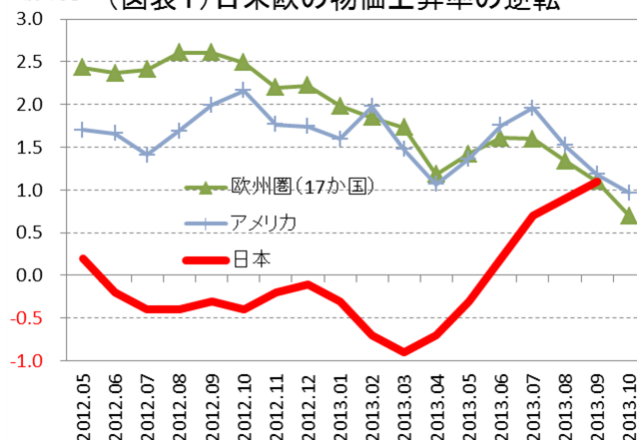
消費者物価に注目すると、日米の総合指数の前年比が、日本と米国で逆転しそうだ。米国の物価指数は下がり、日本の物価指数は上がっていく。これがドル円レートに与える影響を考えると、米長期金利が低下して日米金利差が縮小するようであれば、ドル安・円高になる。今のところは、米金融政策が正常化を目指すというシナリオが広く信じられていて、米長期金利を緩やかに上昇させている作用の方が大きいとみられる。

日本のインフレ率の方が高い？

日本の消費者物価上昇率は、9月時点で総合指数の前年比が1.1%まで上がってきている。このプラス幅は、米国の10月の総合指数が前年比1.0%だったのを逆転している（図表1）。この逆転現象は、米国だけではなく、欧州との間でも起こっている。過去に日米の総合指数が逆転したことは、2008年12月と2009年3～5月にかけて起こった経験がある。今後、日本の消費者物価が2014年4月以降に消費税増税によってプラス幅を拡大させると、この逆転がしばらく常態化する可能性もある。本稿では、この逆転現象が、ドル円レートに与える影響が何かあるかどうかを調べてみた。

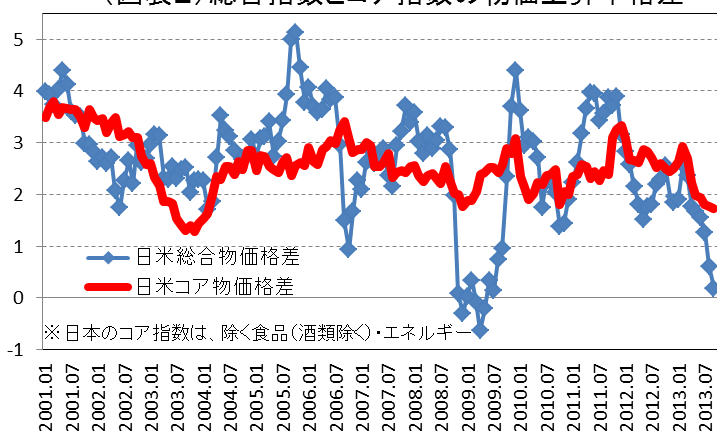
まず、物価指数の種類を変えてみると、総合ではなく、コア指数では日米の物価上昇率は大きく乖離している（コアは総合から食品・エネルギーを除いた）。コア指数で日米の物価上昇率がプラス（日本の方が高い）だった時期は、1979年1月まで遡らないと見当たらない。ただし、コア指数での日米の物価上昇率格差の幅でみると、2013年9月は1.73%ポイントも残っている（図表2）。こうした傾向について、為替レートにどんな影響が及ぼしそうなのかを検討してみる必要があるだろう。

前年比%（図表1）日米欧の物価上昇率の逆転



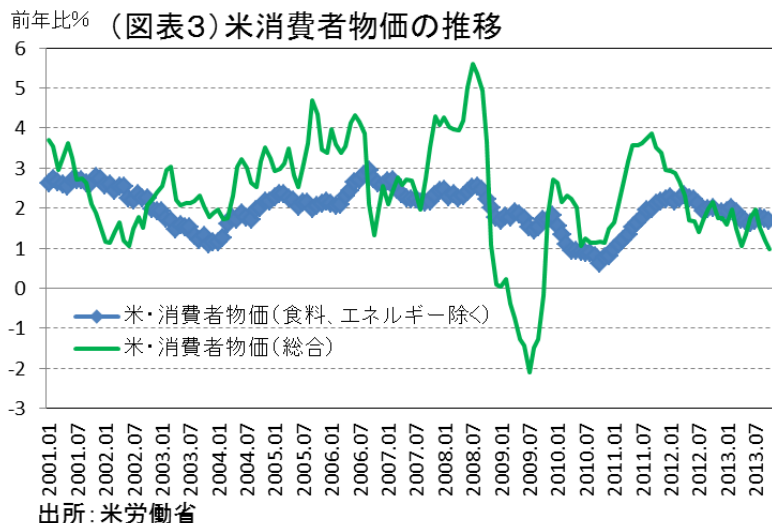
出所：総務省、米労働省、EUROSTAT

前年比%（図表2）総合指数とコア指数の物価上昇率格差



出所：総務省、米労働省

（参考）米国の物価上昇率は、9・10月のエネルギー価格が下押し方向に大きく寄与しているので、総合指数が低めに出ている（図表3）。一方、日本の消費者物価指数は、生鮮食品が9月は前年比11%と大きく上昇したために、こちらは総合指数が高めに出ている。米国のエネルギーの下落や、日本の生鮮食品の上昇が強めになっている状況が解消されれば、消費税増税までの逆転現象はなくなる可能性もある。もっとも、筆者が問題視するのは、データのポイント数の細かな変化ではなく、趨勢的なディスインフレ傾向である。



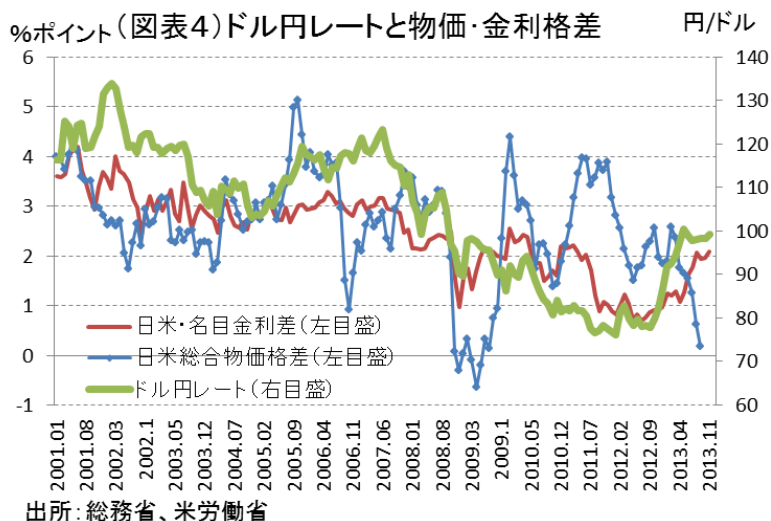
物価上昇率の格差とドル円レート

為替レートの決定理論には、内外物価格差が重要な役割を果たすことになっている。例えば、購買力平価では、日本の物価が上昇すると、輸出拡大に不利になって経常黒字が減って円安要因になる。米国の物価が下落すると、輸出が有利になって経常赤字が減るので、ドル高要因になると説明される。そうすると、現在の日米物価格差の縮小・逆転は、円安・ドル高要因になると理解される。

しかし、その理解は全く逆ではないかと、多くの金融関係者は直感するだろう。なぜならば、金融関係者は、物価変動を金利差に媒介させて為替レートへの影響を考える習慣があるからだ。例えば、日本の物価上昇は、日本の長期金利を上昇させる要因になるので、日米金利差は縮小しているのではないかと考える。同様に、米国の物価上昇率の鈍化は、米・長期金利の低下を促すので、日米金利差が縮小して、ドル安・円高に向かう圧力になると理解する。

おそらく、為替変動は、経常収支の変動よりもマネタリーな変動（アセットアプローチ）に基づく考える方が自然である。だから、金融関係者は、金利差の変化を直感的に重視することになる。日米物価格差の縮小・逆転は、ドル安・円高の要因という見方になる。

そこに、論より証拠で、日米物価上昇率の格差と日米長期金利差のどちらが、ドル円レートに影響を与えているのかを確認してみた（図表4）。為替レートは、総合とコアの両方の指数での日米物価上昇率の格差とは関連性がみられない。むしろ、シンプルな日米長期金利差との関連が深かった。



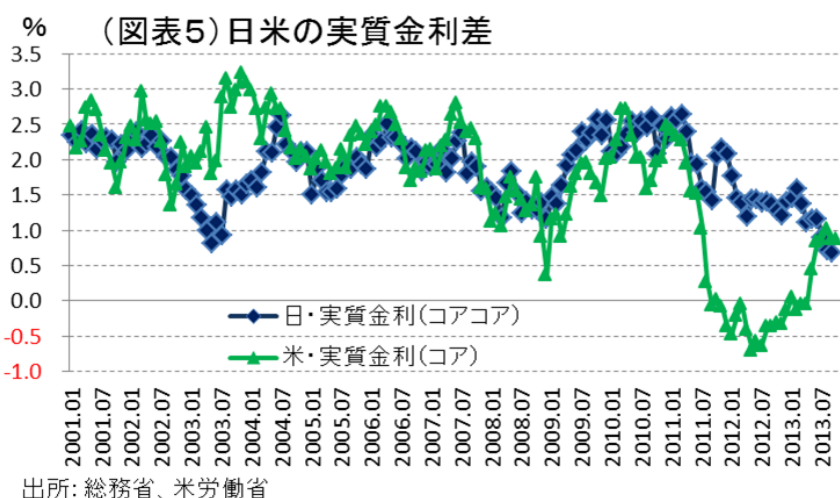
日米実質金利の水準は同程度

では、消費者物価の上昇率が、為替レートに与える影響が全くないという見方はできるのだろうか。その点に関しては、間接的な関わりを注意深く吟味する必要がある。

物価上昇率が、長期金利の形成に対して影響力を持つということになれば、日米長期金利差には間接的に、日米の物価上昇率の変動が影響していることになる。日米の金融政策も、消費者物価の変化を見ながら政策スタンスを調整しているので、物価変動は間接的に長期金利へ影響を与えていると言える。

次に、名目長期金利の水準が、将来の物価上昇率の見方が反映しているとすれば、その以外の要因は何なのだろうか。しばしば経済学者たちは、実質金利という概念を使いたがる。日米の長期金利水準から、現在のコア指数の消費者物価上昇率を差し引いたものを「実質金利」だと考えると、非常に興味深いことがわかった。実質金利は、経済成長・財政状況のポテンシャルを反映していると考えられる。

2000年代になって、2011年までの時期は、日本の実質長期金利の水準と米国の実質長期金利の水準がほとんど変わらなかった。2011～2013年にかけては、米国の実質長期金利は大きく低下して、マイナス金利状態になっている（図表5）。これは、米国の長期金利がこの期間に著しく下がったことが原因だ。つまり、リーマンショック後に米国の消費者物価が、最近のように下がってくる前に、金融市場で起こった出来事が長期金利を押し下げるような圧力を及ぼしたと解釈できる。



米国の実質長期金利が急低下したのは、2011年の後半からである。この時期は、QE2の実施期間（2010年11月～2011年6月）が終了した後にあたる。総合の物価上昇率は高まったが、長期金利の水準は低下していった。その時期の大きなイベントには2011年8月の米国債の格下げがある。米国債は格下げ後、金融市場全体のリスクテイク能力が低下したことがかえって選好が高まったことが知られている。FRBのQE3は、米財政問題がすくぶる中で実行された。FRBが景気下支えを強化する構えを採ったとも言える。米国の実質長期金利が急低下したことは、当初は世界的なリスク回避の動きが原因になって始まり、その後、2012年9月からはQE3の実施によって米長期金利が低位に据え置かれたことによって生じたと理解できる。日本が超円高に苦しんだのは、世界的なリスク回避が、安全資産としての円の選好を強めたことが原因である。2011年からの変化は、米長期金利の急低下と超円高進行が表裏一体で起こったと考えると、非常にわかりやすい。

今のところは円安シナリオ

現在の米長期金利は、FRBがテーパリングに着手する構えをみせて、金融市場の関係者たちが“米経済は次第に、過度な金融緩和に依存することなく成長していく”という見方に変わってきたことで上昇してきている。先に見た日米の実質長期金利差では、最近、再び両国の実質金利水準が同程度に収斂していく動きになっているのが、正常化の反応なのだろう。つまり、米金融政策が正常化を目指したことで、米長期金利が上昇して、日米金利差が拡大してドル円レートもドル高・円安へと修正させてきたと理解される。

今のところ、日米の消費者物価上昇率が縮小してきている現象は、米長期金利を押し下げる方向に作用していない。米長期金利に強い影響を与えているのは、FRBが正常化を目指しているという強い確信であり、米国のデフレ傾向を警戒して、「FRBが次なる金融緩和を意識している」というシナリオではない。

結論をまとめると、①日米の物価上昇率の格差は、それが米長期金利の低下を促すような動きになってくれば、円高圧力になるだろう。②現在の米長期金利は、FRBがゆっくりと金融政策の正常化を目指している姿勢を受けて、緩やかに上昇しているので、ドル高・円安の方向で動いている。③米国のディスインフレ傾向が、将来、真性デフレを思わせるような展開へと発展すれば、日米金利差は縮小して、円高リスクを生じさせると考えられる。