

〔Fx Whisper〕

## ドルは対円・対ユーロで強含み

May 31, 2024

**インフレ落ち着くには米長期金利 5%付近の推移が必要＝第一生命経済研究所 桂畑誠治氏**

今回の FX Whisper は、第一生命経済研究所 経済調査部の主任エコノミスト・桂畑誠治氏に、米経済・金融政策の行方について話をうかがった。米インフレが 3-4 カ月にわたり落ち着くまで FRB はタカ派的な姿勢を緩めないとの見方。そのためには米長期金利が 5%水準で推移することが必要だという。米金利の高止まりを反映して、ドルは対円・対ユーロで強含みやすいとしている。以下、インタビュー要旨。(為替情報部・関口宗己)

■DZH 関口: 米経済・インフレ動向に減速傾向も見られるなか、それにもかかわらず FRB(米連邦準備理事会)高官はさほどハト派(金融緩和派)に傾いていない感もあるといったところがポイントになっているように思われます。これらの背景に関する見立てをまずうかがいたいと思います。

■桂畑氏: 足もとの米景気は、基本的に堅調な状況が続いているが、少し減速し始めているような統計も出始めている。ISM(全米供給管理協会)調査の製造業・非製造業、企業の景況感は緩やかに減速。アメリカ経済の減速を示唆する統計が確認されている。

雇用統計は4月分の非農業部門雇用者数の伸びが10万人台に下振れたものの、変動の大きい統計であり、3カ月や6カ月平均でみれば20万人台半ば。まだ堅調な増加ペースを維持している。一方で賃金あるいは労働市況のひっ迫具合をみると、求人件数の伸びは依然として高いが、緩やかに鈍化してきている。

結果として賃金の伸びが鈍化。物価に与える影響としてはFRBが注目しているPCEデフレーター(個人消費支出価格指数)のサービス分野の除く住宅・エネルギー、サービス・コアなどと呼ぶ人もいるが、その部分が賃金の伸びに遅れて動く傾向があるので、緩やかに低下していく可能性があると考えている。

ただ、4月に入って景気減速を示す指標が出始めてきたものの、1-3月期は景気が堅調でインフレは想定以上に上振れたため、すぐに利下げに向かいやすいインフレ環境ではない。今後のインフレ低下トレンドを確認するには1-2カ月の統計だけでは不十分とFRB当局者も言っているがその通りで、少なくとも3カ月分、多めで4カ月分のインフレ鈍化を示す統計が利下げへ転じるためには必要だと思っている。

それが確認できるかどうかだが、4月はCPI(消費者物価指数)が少し下振れたものの、これが3-4カ月続くかどうか。4月分は前月比で+0.3%だったが、それを下回るぐらいの伸びが数カ月続くインフレ鈍化が利下げの条件と考える。

景気自体は緩やかに減速していくと思うが、過去に比べて金融環境の引き締まりが弱いと思う。長期金利が急激に上昇したとはいえ、インフレの上昇を踏まえて実質化した市場金利の10年債利回りは過去と比べるとまだまだかなり低い水準にとどまっている。今回の利上げ局面でのピーク時の水準でも引き締め効果が弱く、景気の下押し圧力が低く抑えられていた可能性が高い。

それとコロナ禍で大企業を中心に低い金利で資金を調達できており、借り換えのタイミングはまだ先なので、利上げの効果が大きく出にくい環境にもなっていた。

あと、利上げを急激に行ってから据え置きを続けているが、そのなかで株価が最高値を更新するような展開は当然資産効果が期待できる。住宅価格も最高値の水準で高止まっている。不動産の資産残高を押し上げる形での資産効果が出ている。

雇用・所得環境が良好、実質的な金利が低いいため株価も不動産価格も上がっている。家計を取り巻く環境は良好。景気自体は、景気後退からはかなり遠く、基本的には堅調な状況が続くやすい環境と考えられる。

FRBは最近タカ派(金融引き締め派)的なトーンを強めているが、タカ派的トーンを強めることで市場が過度に利下げ期待を織り込んで資産価格の押し上げが続くことを回避する必要がある。長期金利がもっと早く上がって景気が減速していれば物価も早めに落ち着いたと思うが、市場が昨年後半から早めに今年の利下げ期待を積極的に織り込んだことで金利が下がって、株は上がって金融環境の引き締まりはかなり弱まってしまった。

足もとでその時期よりは引き締まってきたが利下げ期待もあり不十分。FRBとしては積極的にタカ派なスタンスを示すことで金融環境の引き締めを強め、それにより景気の減速、物価の低下を促す状態を維持する必要がある。それでインフレが低下すれば利下げということになるが、そのステップがなければ追加利上

げもせざるを得なくなるリスクもある。

過度に金融環境が緩和してしまうと、そうした状況に追い込まれることになるため、足もとでFRBはタカ派的なスタンスを強調する動きになっているのだろう。

■**関口**:FRB が市場の利下げ期待に釘を刺すような状態は、先ほど触れていたように3-4カ月といった期間にわたり物価の落ち着きが確認できるまで続くということでしょうか。

■**桂畑氏**:その間にマーケットが年内に利下げはないとみて金融環境が引き締めればFRBも早めに引き締めのスタンスから脱却できると思うが、現状ではまだ引き締めの度合いが弱いと思う。当面FRBからはタカ派的なコメントが多く出てくるのではないだろうか。

■**関口**:米長期金利には上昇余地があるということですね。

■**桂畑氏**:5%付近に達してその水準が続くような状態にならなければ、なかなか金融環境の引き締めによる影響が出てこないのではないかと思う。もう少し長期金利が上がったほうが早く利下げにつながるような経済環境になりやすい。

■**関口**:そのあたりを織り込むと、ドル相場はどのように推移するとお考えですか。

■**桂畑氏**:ドルの実効レートは、コロナ渦でFRBが大幅に金融緩和を実施した時でも比較的高い水準を維持していた。現状はそこから大きく上昇したわけでもなく、少し高い水準を維持している。仮に年内に利下げがあったとしても、景気後退局面のようにどんどん利下げして中立金利とみられる2%台半ばまで政策金利を引き下げようという状況に今回はならないと思う。

その前に打ち止めされると予想されるため、あまり実効レートでドル安が大きく進むようなことはないだろう。

対ユーロではECBが6月に利下げを実施し、その後も、何回かの利下げが想定されるなかではドルが強含みやすい。対円では、日本経済が脆弱で日銀の年内追加利上げは、あったとしても小幅にとどまるだろうし、それぐらいしかできないだろう。

そのなかではドルが対円でも強含みやすい環境が続くと思う。金融政策の方向性と、経済力の違いによりユーロも円もドルに対しては弱い動きになりやすいだろう。

■**関口**:そこまでのようなところがアメリカを巻く現在の環境を網羅した内容と考えてよいでしょうか。

■**桂畑氏**:そのようなところがメインのシナリオで、リスク要因はインフレだろう。帰属家賃の上振れなど年度入り後の統計上の問題以外のところでも、ウクラ

イナ情勢からすればロシアによる石油関連施設への攻撃があるかもしれないし、中東でもガザ地区だけの問題だったところから広がりも見受けられ、それにもなう石油生産設備関連への攻撃・破壊リスクもある。原油急騰のリスクとなる。

原油価格が上がると、原材料価格や輸送コスト等の上昇などからコア物価のところにも波及してくる。インフレ低下を鈍らせるリスク要因となる。

それと、引き続き対中国で、ハイテク製品を中心とした関税引き上げがEV(電気自動車)にも広がっていくような動きがある。アメリカについては、鉄鋼関連も含めハイテク以外のところにも関税引き上げの動きが出てくるリスクがある。

そうなると相手国も対抗措置を取る可能性が高い。アメリカが関税を引き上げて我慢するのは日本ぐらい。欧州はすぐに対抗措置を取ったし、中国もすぐに対抗措置を取ってくるだろう。物の値段に貿易戦争の影響が出てくるのが考えられる。インフレが低下する要因が少ない一方、上がる要因はたくさんある。

■**関口**:そのあたりがリスク要因も含めたアメリカを中心とした動向といったところでしょうか。

■**桂畑氏**:そのほか、トランプ再選がやはりリスク要因と考えられる。貿易摩擦はより厳しいものになっていくだろうし、同盟国に対しても関税をすべて10%かけるとしている。

第1期トランプ政権の際に実現できなかった欧州からの輸入車に対する関税の引き上げが行われ、欧州との貿易摩擦が激化するといったリスク要因もある。

■**関口**:その場合の金融市場への影響についてはどのように予想しますか。

■**桂畑氏**:株価についてはトランプ氏が大統領になってもバイデン氏が勝っても、上がる方向性は変わらないと思う。ただ、上昇する中身は異なり、トランプ氏が勝った場合はエネルギー関連の株が上がりやすいだろうし、環境関連は下がる。バイデン氏が勝った場合はその逆となる。ともにアメリカファーストの政策なので全体として上昇していくところは変わらないが、中身が変わってくる。

為替に関しては、トランプ氏はドル高を求めていないスタンス。アメリカの製造業にとってマイナスと言っている。ドル高・円安がどんどん進むというより、どちらかといえば円高が進む環境にはなりやすい。ただ、トランプ氏再選が日本にとっていいことなのかどうかというと、貿易協定の見直しのところでも圧力をかけてくるだろうし、日本にとってあまりプラスといえない。

■**関口**:いま日本はいきすぎた円安と捉えられやすい状

態にあるので、その是正に寄与するという点で良い面もあるでしょうが、日本の輸出企業など貿易面でのデメリットの影響がどう出てくるか難しいところですね。

■桂畑氏:あと、中国とアメリカの関係はより悪化すると思うので、そこに日本も巻き込まれてしまうと思う。中国に進出している日本企業への悪影響もより強まると思われ、これもリスク要因となる。

■関口:地理的にも貿易しやすい中国向けのビジネスで支えられている企業のリスクは、今まで以上に高まることになりそうです。

■桂畑氏:少しずつ中国離れを進める企業も増えてきているが、大きな市場を持つ中国への依存度が高い企業も少なくない。そこはリスク要因になるだろう。

■関口:依然として中国に頼っている部分が多い企業にとってはビジネスチャンスの後退を迫られそうです。

■桂畑氏:日米が第 1 期のトランプ政権との間に貿易協定を結んだが、不公平な内容だった。トランプ政権になれば日本からの自動車輸入に対して 25%の関税をかけるといった脅しをかけてくるだろう。アメリカで作った製品の輸入を求めてきたり、対米黒字を減らしたりするような条約を求めてくると思う。

それとトランプ政権が終わったあとにメキシコが対米黒字を増やしている。日本の企業もメキシコで生産したものを対米輸出で潤っている部分もある。

そこに関して何らかの措置をトランプ政権が講じるリスクにも注意が必要となる。簡単ではないが、急激に対米黒字を増やしているので、メキシコに生産拠点がある日本企業も煽りを食うリスクがある。

■関口:海外拠点への影響も考えると、トランプ政権が誕生した際の日本企業の状況はかなり厳しくなりそうです。

■桂畑氏:また 4 年で政権が終わるといったところを意識しつつ、どれだけ被害を小さく収めるかといった戦略になると思う。今回選挙で負けた場合も、「不正選挙だったのではないか」として混乱を起し、アメリカの治安が悪化するリスクもある。買っても負けても問題は起きそうだ。

■関口:政界最大のトラブルメーカーといえますね。

■桂畑氏:そのような人物をアメリカの約半分の人たちが支持しているところは心配だ。リスクが現実化する可能性がある。(了)