

米金利安定「持続性」が為替安定を支援

税財政策の抑止と期待でレンジ化、金利安定が景気延命

2017/11/20

米国の長期金利は来年前半にかけて横這い安定化が見込まれ、為替安定化の持続性を支援しよう。現在は税制改革を巡る不透明感が続いているが、財政タカ派による抑止抵抗と来秋の中間選挙までの進展期待が一方向の金利低下と上昇に歯止めを掛ける。先行き循環的な景気回復の天井到達や長短金利縮小などによる景気減速リスクは残るものの、金利安定化はFRBによる慎重な利上げとの相互連鎖で景気回復を延命させるほか、2007年以降の需給ギャップ改善や税収増加などが金利と米国経済の安定性を下支えしていく。

債務上限の期限は12月8日、最悪事態は回避も

「米国では債務上限の暫定合意期限が12月8日までとなっているが、ハリケーン被害やクリスマス商戦への影響、共和党と民主党の微妙な国民支持率などを考慮すると、特別措置などを含めた2-3月までの再延長で対立事態は回避される可能性が高い」――。

経済官庁系シンクタンクの幹部は、ワシントンなどからの最新情報をもとにこのような見通しを示す。

米議会は9月、ハリケーン被害救済法に盛り込む形で12月8日まで連邦債務の法定上限適用を停止し、デフォルト（債務不履行）を回避させた。一方で暫定延長の期限が迫りながら、米国ではトランプ大統領、議会の共和党、民主党が税政改革を巡る協議で対立している。さらにトランプ氏によるメキシコ国境沿いの壁建設資金の要求、民主党による医療保険制度改革法（オバマケア）の下での補助金、幼少時に親に連れられ米国に不法入国した若者に対する保護措置の要求といった、歳出案件の難題が山積している。

その分だけ債務上限の12月8日期限は、「複合的な予算交渉での一つの駆け引き材料になり得る」（同）。すでにムニューシン米財務長官10月30日、「米政府が特別措置で来年1月まで債務を支払うことができるので心配していない」と発言したほか、米国では景気回復を受けた税収の増加も債務ファイナンスへの懸念を緩和させる。

その中で米10年債金利は税制協議の難航が金利の低下（債券価格は下落）の材料となる一方、年末年始や来秋の中間選挙から逆算した来春までの進展期待などが、一方向の金利の低下に歯止めを掛けている（債券価格は上げ渋り）。税制協議が延期されても財政タカ派議員による財政赤字の抑止抵抗は続くほか、かたや来秋の中間選挙までには何らかの税財政策の具体化が想定され、少なくとも来年前半に

かけて米10年債金利は2.2-2.4%を中心としたレンジ横這い化が続く可能性がある。

今年1年についてもトランプ政権による経済対策期待の失望や、構造的なインフレ低下、FRBによる利上げペース減速などの金利低下材料に見舞われながら、米10年債金利は2.0%から2.5%を中心としたレンジ相場が長期定着した。それが為替相場でも、年間を通じた1ドル=108-114円といったレンジ安定化に寄与している。

引き続き米10年債金利のレンジ横這い化が続くとなれば、一段のドル高・円安や日本株の上昇余地には制約が出てくる。しかし、為替安定化の持続性は、日銀の黒田体制が全力を注いでいる「長期デフレ悲観マインド」や「円高臆病症」、「企業と家計のリスク過敏恐怖症」の治癒改善を促す効果を持つ。期待インフレの修復は日銀による異次元緩和の実際的な刺激効果を一段と引き出し、今年と同じように「円安・ドル高が限定でも企業収益は改善し、日本株も上昇する」という構造変革の流れを持続させる。

米歳入が前年比増加に、過去は金利と景気が安定

もちろん、来年の米国経済には不透明感が強く、現在は循環的な景気回復の天井到達や長短金利差の縮小などによる先行き景気減速が懸念されている。しかし、IMFは10月の世界経済見通しで米国について、「税制改革を通じた減税効果を排除した」前提のもと、成長率見通しを2017年が従来の2.1%から2.2%へ、2018年は2.1%から2.3%へと上方修正させている。

IMFは「金融環境が引き続き支えであるほか、企業や個人の信頼感が力強い」点を前向きに評価している。金融環境でいえば、米国の名目GDPは前年比で今年1-3月が+4.0%、4-6月が+3.8%、7-9月は+4.1%と底堅い安定成長が維持された。それに対して名目の10年債金利は2.0%から2.5%と名目成長率を下回る水準を保っており、過去実績としてこうした金融緩和的な経済環境は翌年に向けて慣性的な経済成長の下支え要因となっていく。

IMFによる経済見通しでは、米国の名目GDP成長率は2017年が前年比+3.96%見込みに対し、2018年は+4.33%と見込まれている。来年に10年債金利が4%方向に向かわない限り、2010年から定着してきた「名目GDP>10年債金利」という緩和環境が持続。2010年から長期化している米国経済の成長や株高についても、踊り場調整やペース鈍化を挟みつつ、基本的なトレンドの持続が期待されやすい。

米国経済の構造面ではIMFの経済見通しで、広義

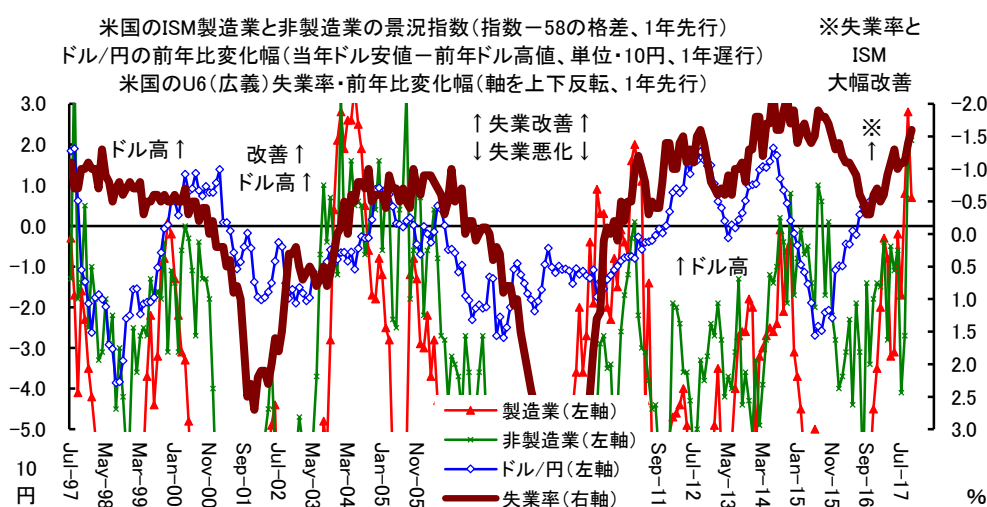
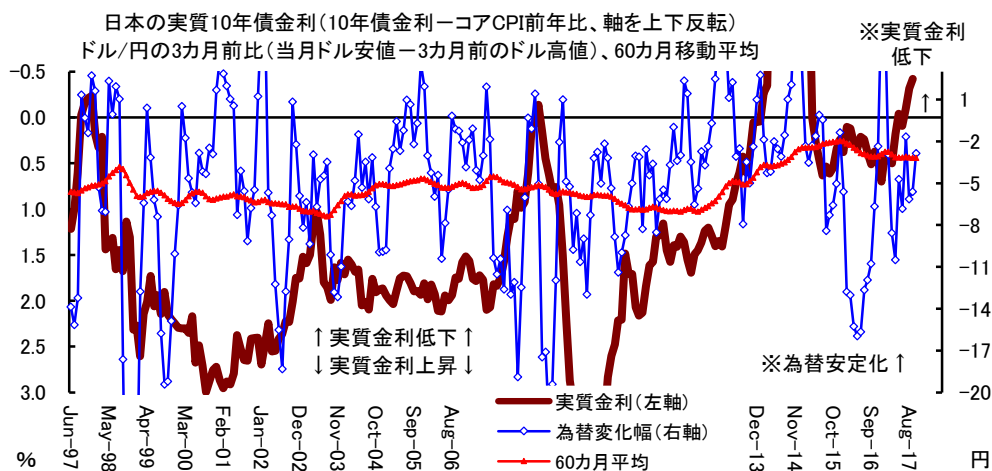
の需給ギャップを示す産出量ギャップ・対潜在 GDP 比(Output gap in percent of potential GDP;Percent of potential GDP) が、2016 年の-0.10%から 2017 年が+0.27%、2018 年は+0.70%へとプラス回復が見込まれている。あくまで 2016 年以降は推計値ながら、2009 年の-4.65%をボトムとした正常化の進展と 2007 年以降のプラス定着という正常化の方向になってきた。

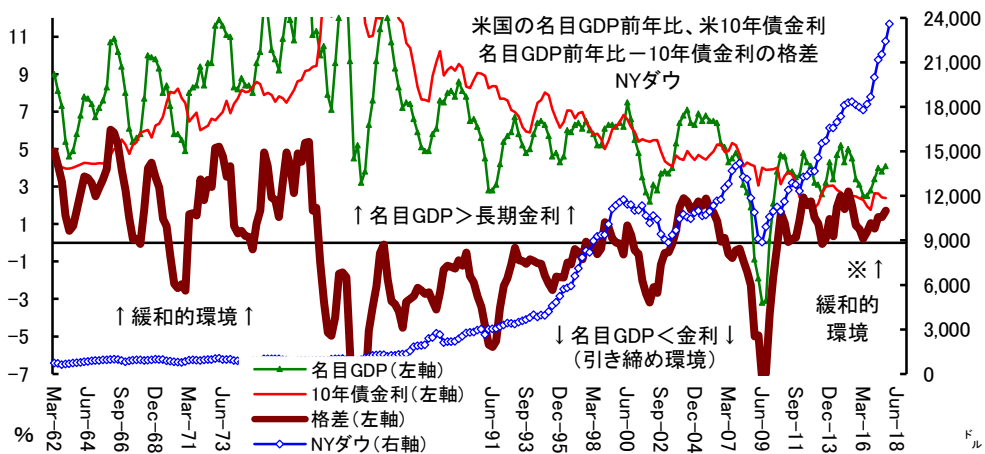
米国での金利安定化は FRB による慎重な利上げとの相互連鎖で景気回復を延命させるほか、2007 年以降の需給ギャップ改善や税収増加などが金利と米国経済の安定性を下支えしていく。税収に関しては米国の月次財政収支で、ネット歳入の 12 カ月間累計が 10 月に前年比+1.56%となった(9 月は+1.47%)。今年 3 月の-1.25%をボトムに増加トレンドへと転じており、過去実績では金利安定や歳出余資拡充へのプラス効果などを通じて米国の経済成長に寄与している。

ちなみに米 30 年債金利の月間変動幅(月間最高-最低)は、10 月に 12 カ月移動平均ベースで 0.242%

となった。昨年 12 月からは 0.3%割れが定着し、金利低位安定の累積効果が米国の内需の底堅さと企業・個人の信頼感改善、長期株高を支援している。前回は 2006 年 4 月から 2007 年 6 月にかけて 12 カ月移動平均ベースでの 0.3%割れが定着したが、良くも悪くも 2007 年 10 月まで米国株の上昇が続いたほか、2008 年 9 月のリーマン・ショックまで米国経済の改善基調が維持されている。その前では 1997 年から 1998 年にかけて変動幅 0.3%割れの金利ボラティリティー(変動率)低下が定着したが、やはり良くも悪くも 2001 年の IT バブル崩壊まで米国の株高傾向が維持された。

しかも米国の 10 年債や 30 年債の金利は、今年 3 月から 9 月にかけて低下傾向が続いている。こうした半年間に及ぶ金利低下は過去実績として、その後の半年程度の景気下支えや株高を支援する累積効果を発揮してきた。少なくとも来年前半にかけてはハリケーン復興需要などもあって、米国経済の高原状態のような高止まりが維持されよう。





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。