

米国の実質金利に「上がり過ぎず、下がり過ぎず」という、適温水準での安定化機運が見られ始めた。先行き世界減速と米国波及などによるデフレ、米FRBの利上げ停止や労働市場の逼迫持続、原油下げ止まりなどによるインフレの両リスクをはらみつつも、現状は物価の強弱材料が拮抗・均衡化しつつある。FRBによる金融政策の中立移行もプラス要因になっているほか、物価や実質金利の適温安定はFRBの中立化継続を後押しさせる。危うさを秘めた時限均衡ながら、当座の米国経済やドル資産を下支えしていく。

#### インフレ期待比の実質金利、1年ぶりマイナス

「高過ぎるインフレよりも、低過ぎるインフレを懸念すべきだ」、「米国の労働市場は好調だが、インフレへのリンクは弱まっている」、「主要国では低インフレが定着しつつある」――。

米セントルイス連銀のブラード総裁は7日、このようにインフレ再低下に懸念を示しつつ、FRBによる利上げ停止やバランスシート縮小の早期終了を改めて支持した。ブラード氏といえば2010年7月に「米国経済はデフレに苦しむ日本型に歴史上で最も近づいている」と警告。その後のFRBによる量的緩和(QE)強化に先鞭をつけるなど、デフレ（ディスインフレ）リスクの未然察知で実績を有している。その意味で今後の米国でのインフレ落下やFRBによる利下げ転換の先行シグナルとして、軽視できない警鐘アラートと言えよう。

一方でブラード氏は7日時点で、「現在の米政策金利は適切な水準」、「われわれは良い水準」と発言している。FRBによる早めの利上げ停止と、現状の「利上げ方向でも利下げ方向でもない中立化」を当面継続させていけば、「低過ぎるインフレ」を未然阻止できる可能性も示唆した。

何より米国では政治要因として、来年11月に大統領選と議会選が控えている。来秋からの日柄逆算と金融政策の1-1年半というタイムラグ効果を勘案すると、今年1月段階からのFRBの中立化は米景気の冷却と過熱の両リスクを抑制させ、適温状態で来年の再浮揚まで保温キープできる環境を支援していく。

実際、FRBの中立化は、米国の実質金利を「上がり過ぎず、下がり過ぎず」という適温水準へと安定化させつつある。最新1月のミシガン大学消費者信頼感指数（確定値）は世界減速や政府機関閉鎖などでも懸念ほど低下しなかったほか、インフレ期待値は底堅さが堅持された。「1年先のインフレ期待値」

は2.7%と前月と同水準にとどまり、「5-10年先」は2.6%と前月の2.5%から逆行上昇している。

実質金利とは「名目金利－期待インフレ率」や「名目金利－物価上昇率」で算出されるものだ。その意味で1月に米10年債金利は月間最低で2.54%方向に低下する場面があり、5-10年先のインフレ期待値2.6%との差し引きは-0.06%へと押し下げられている（12月は+0.18%）。昨年10月の+0.64%を最高として再低下となり、昨年1月以来のマイナス化へと回帰してきた。昨年10月以降の米株急落は実質金利の上昇も一因となっており、足元ではその重石が除去されている。

同ベースの実質金利は2012年から2015年にかけて、-1%以上へとマイナス幅が拡大する場面があった。当時は悪いインフレ低下や期待成長率の低下、緩和効果の薄弱化などが懸念されている。しかし、2016年11月の米大統領選でトランプ氏が勝利して以降は、インフレ期待の改善と適度な金利上昇で小幅マイナスへと移行。昨年1月までは、ゼロ%から-0.5%でのレンジが定着した。その間に米国株は大幅に上昇したほか、米国の景気も持続的に拡大した実績を有している。今年1月からは、改めて実質金利が同時期以来となる適温水準へと回帰しつつある。

#### 期待インフレ関連の米REIT、12月の高値突破

為替相場でいえば、米国での実質金利低下はドル安要因となるものだ。しかし、現状段階ではユーロ安やポンド安などによる消去法的なドル高のほか、実質金利の押し下げによる米国の景気や株価・不動産（ドル資産）などへのプラス効果がドルを下支えしている。ドル/円の前年比変化幅では24カ月（2年）移動平均線ベースでドルの下落幅が縮小方向へと基調転換しており、2年スパンでのドルの底入れシグナルが点灯してきた。

すでに米国市場では、インフレ期待と相関性の高い米国の主要REIT（不動産投信）指数が、昨年12月後半にかけての急落から反転上昇となっている。2月7日の米株急落でも逆行高となり、昨年12月の高値を上抜ける騰勢となっている。FRBの利上げ停止や長期金利の低下が、現状段階では素直に期待インフレを再刺激している。

米国株S&P500の業種別リターンによると（ブルームバーグ算出）、全体株が急落した7日の単日のほか、直近5日間のいずれでも、「円換算ベース」での上昇率上位には、地方銀行、水道、電力、住宅建設、REIT関連、総合公益――などが君臨している。米国での実質金利の落ち着いたきや期待インフレの底堅さの

ほか、長期国債金利の低下見合いでの株式配当の魅力再燃が、こうした安定株を円換算でもサポートしている。

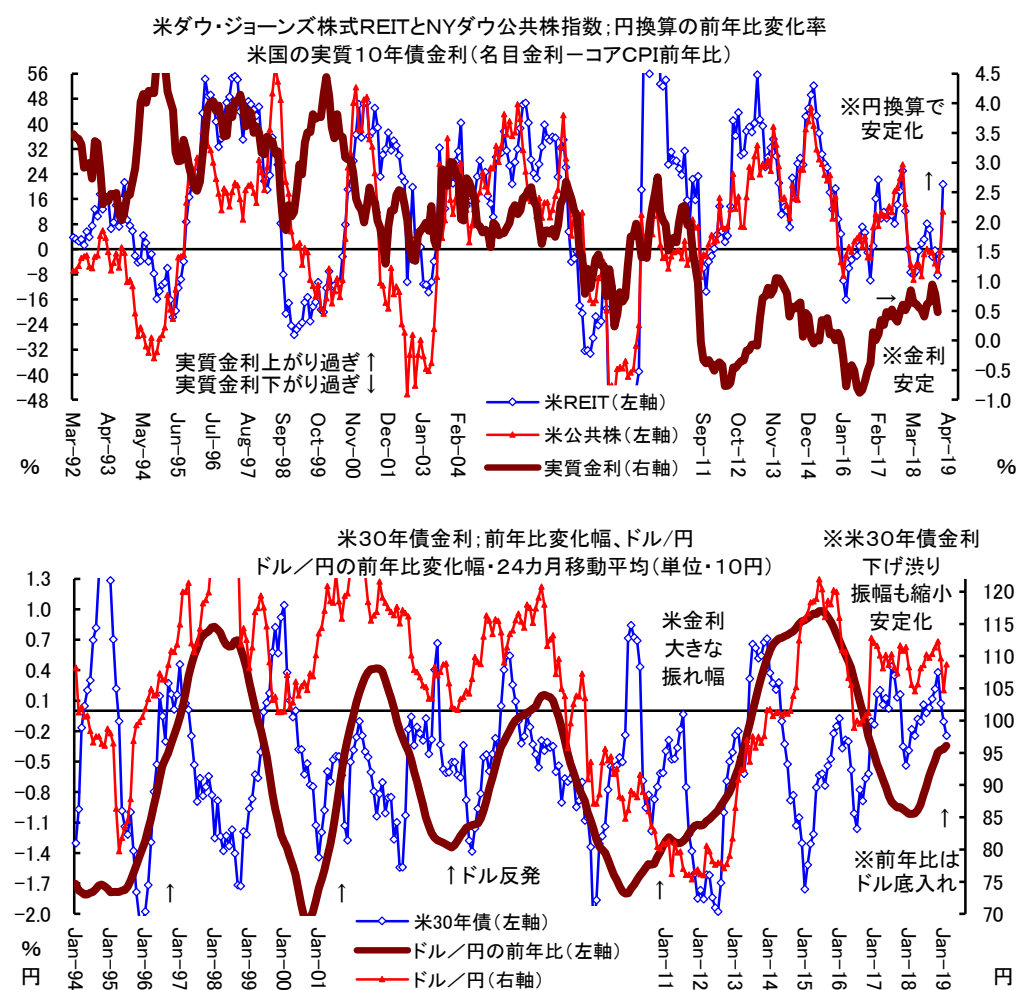
もちろん、米国経済は中国や欧州を始めとした世界減速の先行き波及のほか、住宅・雇用などの循環的な頭打ちなどにより、成長やインフレが下押しされていくリスクは消えていない。

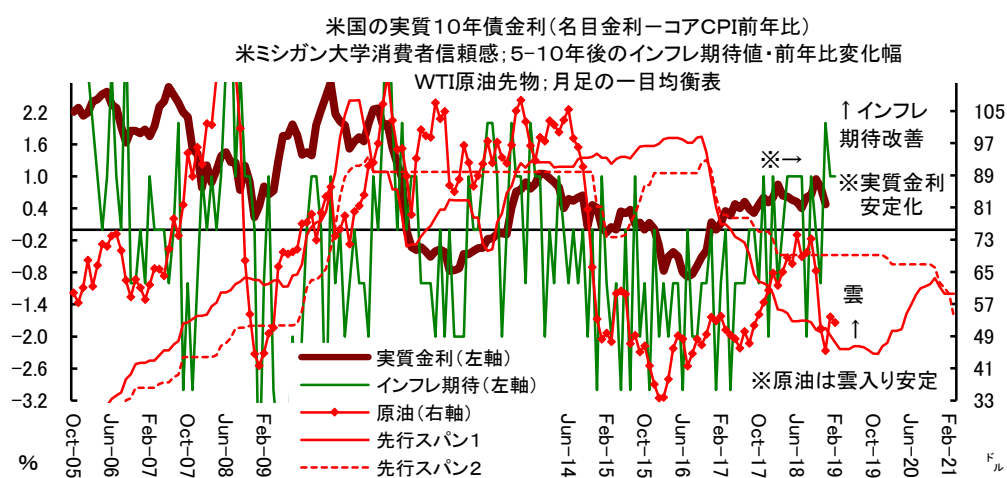
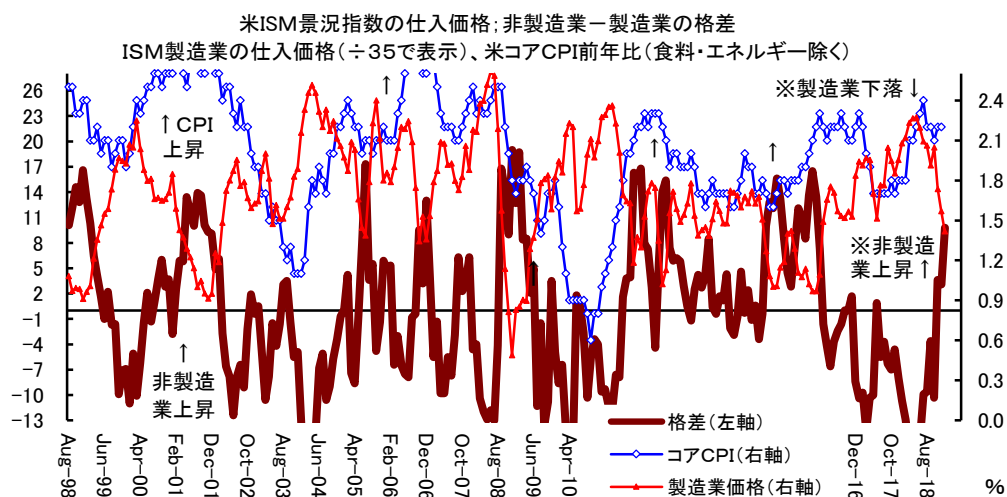
最新1月の米ISM製造業景況指数では「仕入価格」が49.6と前月の54.9から急低下し、2016年2月以来の50割れに落ち込んだ。しかし、同じ1月ISMでは非製造業の仕入価格が59.4となり、こちらは前月の58から上昇した。1990年代以降の過去実績として、仕入価格で川下に近い非製造業のほうが優勢上昇となった場合、コアCPI（消費者物価指数、食料・エネルギーを除く）前年比は非製造業の上昇に追従連動して上昇する伝播チャンネルが観測されてい

る。

しかも米国ではWTI原油相場が昨年10月の1バレル＝76ドルを天井として、12月には42ドルへと急落したあと、今年1月9日以降は50－55ドル前後で安定化してきた。長期テクニカルでは、過去に強力な下限抵抗線として機能してきた月足・一目均衡表チャートの雲下限47.50ドル前後での底固めに移行している。

一方で米国では労働市場の逼迫化などで、雇用と賃金の循環回復軌道は維持されている。こうした要因が早期のインフレ低下に歯止めを掛けることで、現状の米国ではデフレ圧力が漸増しながらも、物価の強弱材料が拮抗・均衡化しつつある。物価や実質金利の適温安定はFRBの中立化継続を後押しさせるため、危うさを秘めた時限均衡ながらも、当座の米国経済やドル資産を下支えする効果を持つ。





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。