

米利下げ期待後退余地、ドルと金利底上げ

2019/4/19

12月利下げ確率40%、据え置き予想増への修正余地

米FRBの金融政策に関しては、米欧中での指標改善や株高、原油高を受けて、前のめり的な「利下げ期待」の後退余地が焦点になってきた。オーバーナイト・インデックス・スワップ(OIS)取引に基づいた12月FOMCでの利下げ確率は依然40%前後であり、確率の低下余地がドルや米債金利の底上げ(債券価格は下落)となりやすい。すでに米株や原油、ハイ・イールド(高利回り)債指数などは昨年後半時の水準に反発しており、FRBの政策見通しやドル、米債金利なども昨年後半時への逆戻り回帰が注目される。

株高・原油高・高利回り債改善、利下げ障害に

「現在は米FRBに政治介入の圧力が強まり、独立性が憂慮されている最中だけに、少なくとも米財務省とFRBが貿易不均衡是正のための政治的なドル安(円高など)圧力に同調する可能性は想定し難い」――。

経済官庁系シンクタンクの幹部はこのような見方を示す。

現在はトランプ米大統領が公然とFRBに利下げや量的緩和再開を要求し、自身のブレーンの存在2名をFRB理事に押し込もうとしている。こうした事態に対し、ECB(欧州中銀)のドラギ総裁は13日、「他国、特に世界で最も重要な国における中銀の独立性について懸念している」と発言。「中銀の独立性がなければ、経済見通しに関する客観的な評価ではなく、政治的な助言に沿って金融政策が決定される」との見方が広がるだろう」と異例の越境批判を行っている。

その中で米中に続く日米や米欧の貿易協議にあたり、米国が「政治的なドル安圧力」を交渉カードに使うと、米国の金融・通貨政策に対する信頼性が本格的に毀損されてしまう。FRBのみならず、「米国債やドルの信認劣化につながる」(前出幹部)リスクをはらんでいる。政治的なドル安の自制要因となるものだ。

一方でFRBに関しては現在、トランプ大統領の利下げ圧力とは裏腹に、米欧中での指標改善や株高、原油高などの利下げ困難環境に直面してきた。現在のように半年前比で米国株や原油、米住宅市場指数などの上昇幅が加速されているケースで、その半年後以降にかけてFRBが利下げに転換した例は極めて少ない。

しかも現在の場合、FRBが信用バブルやリスク軽視の潜在震源として注視するハイ・イールド債について、昨年後半時の水準へと持ち直してきた。さらにFRBが「利上げ停止の根拠」とした欧州や中国の

減速に関しても、16日に4月ドイツZEW景況指数で期待指数が6カ月連続で改善したほか、昨年3月以来のプラス回復となっている。中国では17日、1-3月GDPが予想を上回る底堅さを示し、3月の鉱工業生産は前年比+8.5%と2014年7月以来の高水準を記録した。2014年7月といえば、FRBはその3カ月後の10月に量的緩和の終了を決定。約1年半後の2015年12月からは、利上げをスタートさせた「引き締め実績」を有している。

もちろん、現在の各種環境好転は、一時的なリバウンドとなる可能性は消えていない。それでも米国では過度な前のめりで「年内利下げ期待」が高まった分だけ、「据え置き長期化」見通し増加への修正余地が残されている。ドル/円でのドルや、米10年債金利の底上げ余地となるものだ(債券価格は下落)。

ブルームバーグによると、オーバーナイト・インデックス・スワップ(OIS)取引に基づいて推計される12月FOMCでの利下げ確率は、17日時点で40%前後となっている。最近では3月1日の3.9%を直近ボトムとして、3月27日には79.6%へと急上昇した。そこから現在は40%前後に低下してきたものの、依然として利下げ観測の後退余地が残されている。

3月から利下げ確率低下でドル高、確率低下余地

すでに10月FOMCでの利下げ確率については、3月27日の67.8%をピークとして4月17日には30%前後へと低下してきた。約-37%分の利下げ確率が低下した同期間中に、ドル/円は日中ドル高値ベースで、110.72円前後から112.17円前後(17日アジア市場時点)と+1.5円のドル高が進行している。今後、現状30%の利下げ確率がゼロ%に近い方向に低下していけば、-30%分の低下に沿う形でドル/円はさらに+1.5円以上(113円から114円方向)のドル高余地を秘めている。

同様に米10年債金利についても、利下げ観測の後退に連れて、今年前半から昨年後半時の水準である2.75%から3.00%方向への上昇余地が残されている。すでに米国株市場では、NYダウやS&P500などが昨年10月以来の高値を回復してきた。米国のインフレに影響を及ぼすWTI原油先物も、昨年11月以来の高値へと回帰している。

ちなみにWTI原油先物は4月の月間高値が、直近最低である昨年12月の月間安値比(4カ月前比)で+22.4%の上昇となっている。同じ基準の4カ月前比では、昨年1月以来の大幅上昇となるものだ。当時の米10年債金利は、同月の2.4%を最低として10月の3.26%方向まで金利上昇が続いた。その前では

2016年6月以来の上昇率となるが、当時の米10年債金利は1.40%をボトムとして、同年12月の2.64%まで金利上昇モメンタムが加速されている。

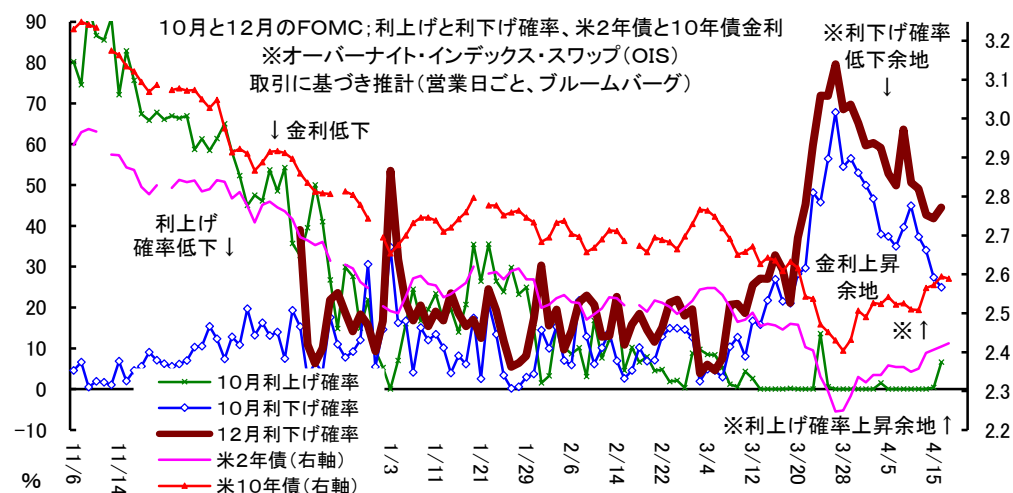
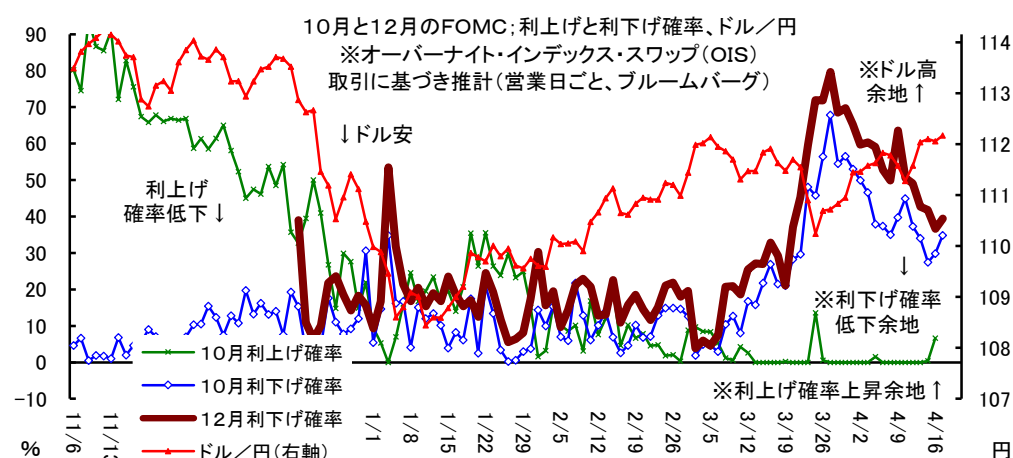
もっとも米債金利の上昇が急激になれば、昨年10-12月のような米株急落と世界株安、リスク回避の円高を誘発させるリスクをはらむ。2013年以降の過去実績として、米10年債金利が2.75%前後から3%前後に上昇してくると、米国株は頭打ちを経て下落局面入りとなってきた。日本株も連動して下落の圧力が掛かっている。

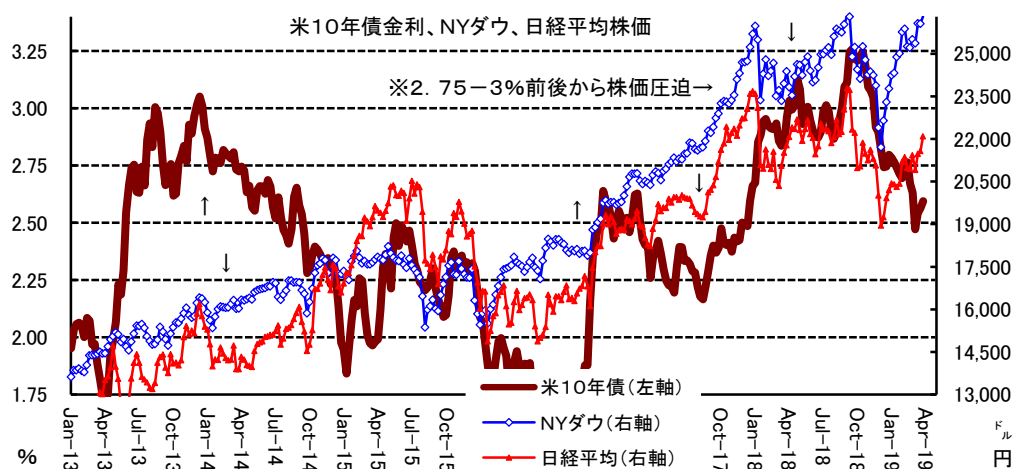
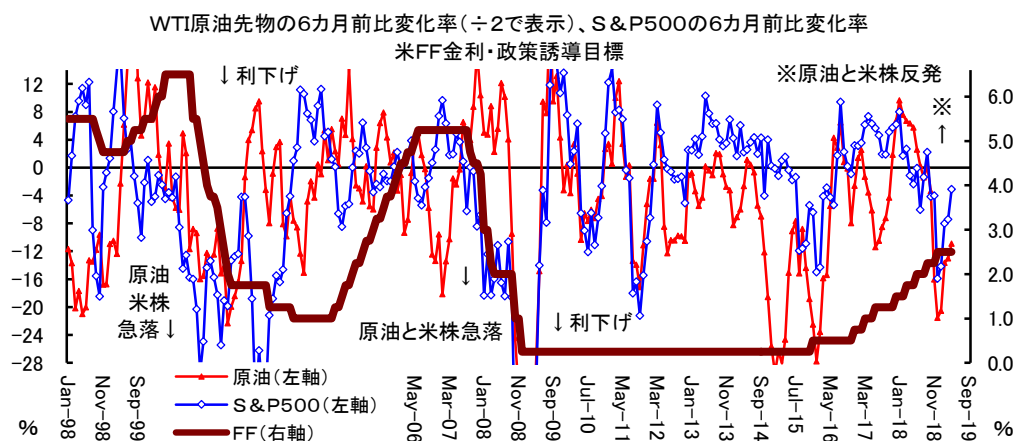
その意味で当座は4月30日から5月1日のFOMC、5月3日の米雇用統計と平均賃金、5月7-9日の米国債・四半期定例入札（国債増発と需給悪化懸念）などにかけて、米債金利の動向には注意を要しよう。

なお、今後の日米や米欧の貿易協議に際し、米国が政治的なドル安に傾斜するリスクでいえば、現在

は米国が中国に対し、「自国貿易のための人民元操作」を禁止させる交渉の真っ只中にある。その中で米国自身によるドル安誘導は、例え口先介入にしても中国に対する市場原理尊重の圧力と矛盾してしまう。

何より米国では昨年導入した大型減税と歳出拡大により、今年も国債発行が大きく増加している。昨年の米国債の純発行額は総額1兆3400億ドルで、約5500億ドルだった前年の2倍以上に膨らんだ。今年も同程度かそれ以上を調達する必要に迫られている。海外マネーの取り込み重要性もあって、「米国債とドルの信認維持に対する政策的な優先順位は高まっている」（前出シンクタンクタンク）。これまた米トランプ政権による貿易交渉のためのドル安カードの自粛につながるものだ。





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。