

米債 2%割れ、金利とドル下げ渋り傾向

株シフトなど、FRB 物価目標や来年成長見通しも 2%

2019/6/24

米 10 年債金利は 2%割れに急低下してきたが（債券価格は上昇）、過去実績として一旦は金利とドルの下げ渋りが注目されやすい。2011 年と 2015 年の 2%割れ後には、本格下抜けまで 9-16 カ月の横這い化や反動上昇があったほか、2008 年や 2017 年は 2%で金利低下に歯止めが掛かる重要下限となってきた。金利 2%割れでは金利面での妙味低下や株式シフト、景気や資源相場の刺激効果などで米債流入が鈍化（金利低下を抑制）するほか、現在は FRB の物価目標や来年の成長率見通しも 2%になっている。

過去の GDP2%局面、長期金利 1.9-2.4%前後

「人口減少や高齢化によって成長率が低下することになれば、経済の実力である潜在成長率に見合った自然利子率も低下する。自然利子率が低下すれば、実質金利にも低下圧力がかかる。インフレ率を一定とすれば、結果的に経済の実力に見合った名目金利の水準も低下することになる」――。

日銀の黒田東彦総裁は今年 1 月、世界的な高齢化に関連したシンポジウムでこのような見解を示した。そのうえで金融緩和の効果は、こうした中立的な金利水準よりも市場金利などを低くすることを起点としているため、「低金利環境では中央銀行の政策制約リスクが増すほか、金融緩和効果を発揮させることが難しくなってくる」と苦悩を吐露している。

その中で現在の米国では、「経済の実力に見合った名目金利」（黒田氏）が再低下してきた。単なる米 FRB の複数回・利下げ期待のみならず、改めて潜在成長率の低下などを含めた「日本化リスク」を警戒させるものだ。

もっとも FRB はリーマン・ショック以降、日本型デフレ研究の権威であるバーナンキ元議長や、現在も FOMC メンバーを務めるブラード・セントルイス連銀総裁などを始めとして、日本化リスクの未然回避に腐心してきた。ブラード氏は 19 日の FOMC でも、率先して利下げ賛成票を投じている。

FRB は当面、短期金利の引き下げや長期金利の低下は認などで、景気悪化とデフレの予防的阻止に全力を注ぐ方向性となってきた。政策努力の結果として、先行き「日本の長期低迷の一因である長期金利の下がり過ぎ阻止と金利機能の有効性死守」が注目されやすい。

これまで米 10 年債金利は FRB による間接的な目配りの有無はともかく、2%が重要な下限ゾーンとなってきた。教科書的に名目長期金利は、「潜在成長率＋予想物価上昇率＋リスクプレミアム（財政など）」で定義されるが、ここ数年の米潜在成長率は＋1.6%か

ら＋1.9%前後だ（米議会予算局＝CBO 推計）。かたや物価面では FRB が 2%の目標を重視した政策運営を続け、目標達成への信頼度は高い。こうした基礎的要素との見合いからすると、10 年債金利の 2%割れは「一旦の金利低下の行き過ぎ過熱ゾーン」として意識されやすい。

もちろん、現在の米国では期待成長率や期待インフレ率が低下しているほか、構造的な物価下落や世界的なカネ余りが続いており、それが理論値を超えた名目金利の押し下げ圧力になっている。それでも FRB は 19 日の FOMC で利下げ方向を示しながら、2020 年の実質 GDP 成長率は前年比＋2.0%とし、3 月の＋1.9%からは上方修正させた。

最近の実質 GDP 前年比＋1.9%から＋2.0%局面における米 10 年債金利は、四半期中の最低金利ベースで 2017 年 4-6 月に 2.1%、2017 年 1-3 月に 2.3%、2015 年 10-12 月に 1.9%、2013 年 7-9 月に 2.4%――といった水準で推移している。過去の相関位置関係からすると、短期的に 10 年債金利の下振れオーバーシュートがあっても、経済ファンダメンタルズ見合いでの行き過ぎ修正が想定される。

過去の米 10 年債 2%割れ、ドル底入れや底這い化

しかも米国では直近 1-3 月に名目 GDP が、前年比＋3.2%という高水準が保たれた。それに対しての足元の 10 年債金利 2%割れは、大規模な金融緩和的環境となっている。米国ではトランプ政権による減税と歳出増加などで、前年比で財政収支は歳出増加トレンドが堅持されたままだ。先行き名目 GDP や歳出増加との見合いでも、10 年債金利の急低下には行き過ぎ修正の余地をはらんでいる。

過去の 2008 年のリーマン・ショック後や 2017 年の米 10 年債金利低下局面では、2%前後を節目に金利下げ止まりと反転上昇へと転じている。

また、2011 年からの金利急低下では 8 月から一旦の 2%割れとなったあと、レンジ横這い化へと移行した。その後、1.5%方向へと金利低下が再加速されたのは、9 カ月後以降であった。2014 年以降の金利低下でも、同年 10 月に一旦の 2%割れとなったあとは、レンジ相場化と反動上昇に移行。その後、16 カ月後の 2016 年 2 月から、1.5%方向へと低下再加速になっている。

各局面におけるドル/円は、2008 年 12 月の 2%割れ攻防で 87 円方向にドル安が加速されたあと、一旦のドル下げ止まりとドルの低位レンジ化へと移行した（ドルの下落幅狭まり）。その後は約 1 年半後の 2010 年 6 月にかけて、ドルの下限は 88-95 円前後

での底這い化が長期化している。2017 年の場合、2% 割れ攻防となった 8－9 月の 107－108 円で、ちょうどドルが底入れ反発となった。

その他、2011－2012 年の 2% 割れ攻防も、ドル安圧力が続きながらドル安値は 75－81 円ゾーンでのレンジ底這い化が 17 カ月間にわたって長期化している。2014 年の場合、10 月における最初の 2% 割れで 105 円方向のドル安値をつけたあと、当時は日銀の緩和強化もあって、米債金利の低下の中でもドルは逆行上昇へと反転している。

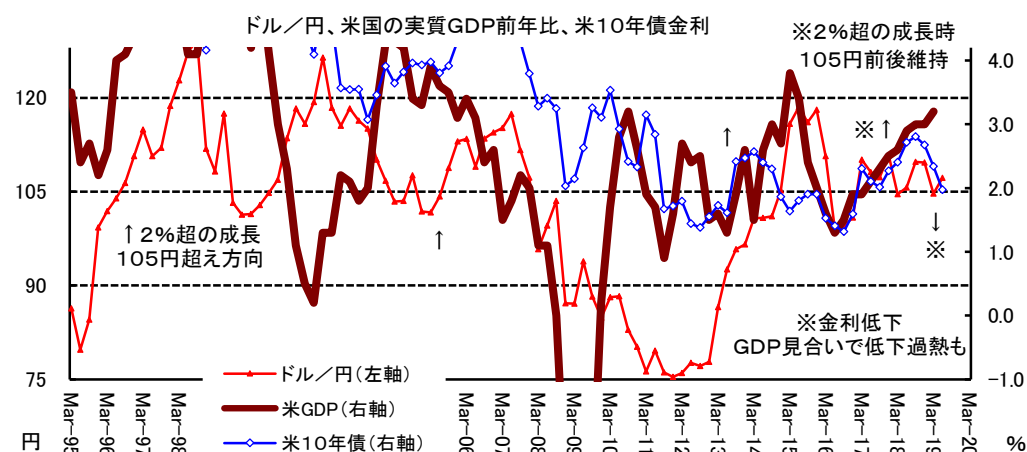
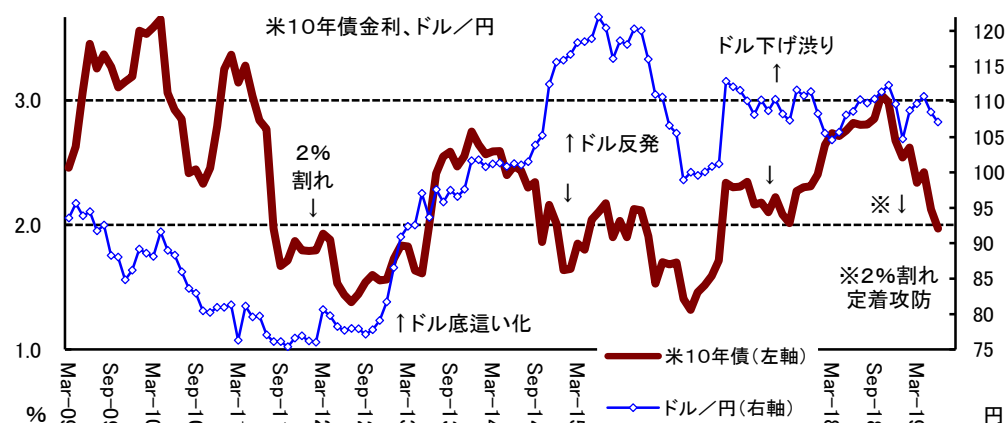
1990 年代以降の過去実績でも、「米 10 年債金利の 2% 超え」や「米実質 GDP 前年比の 2% 超え」の局面では、ドル/円でドル安値はドル安加速ケースでも 105 円前後で踏みとどまってきた。

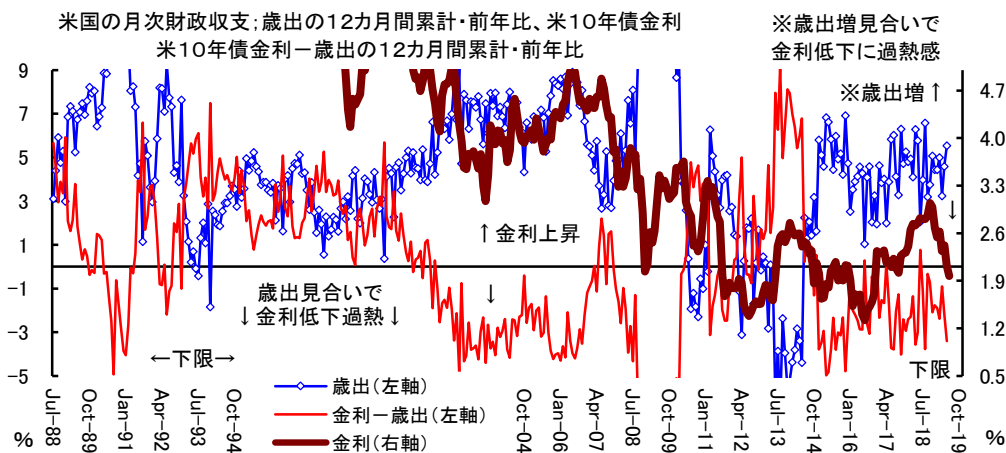
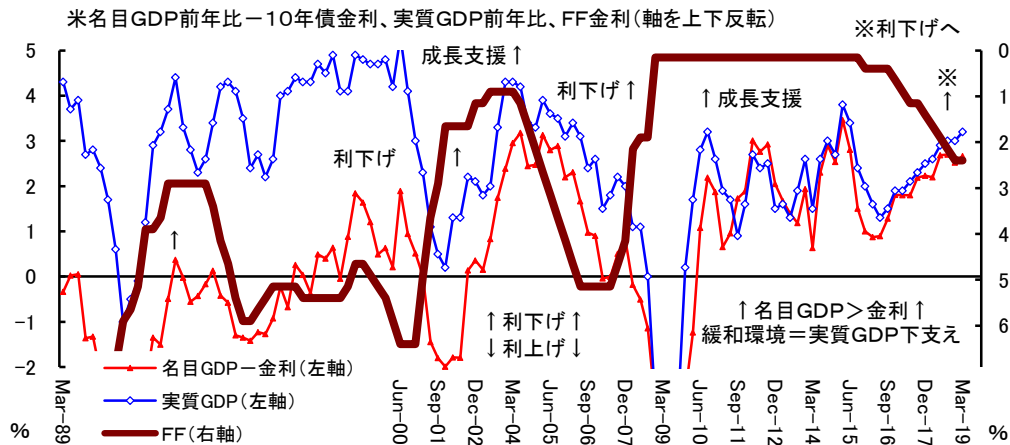
米 10 年債金利の 2% という節目割れに関しては、過去実績として、現在の米国株のように「長期運用マネーの低金利嫌気と米国株シフト」が進みやすい。金利水準の低下は海外公的マネーなどの米国債離れを招き、米国債への流入ペース鈍化が一旦の金利下

げ渋りに寄与してきた（債券価格は上げ渋り）。同時に金利急低下は景気を下支えするほか、現在のように原油などの資源相場を刺激。時間差を経ながらも、金利急低下に歯止めが掛かる市場機能が有効作用している。

なお、日本の 10 年債金利は 1999 年以降に 2% 割れ、2009 年以降に 1.5% 割れが常態化し、約 20 年後となる現在に至るまで超低金利が定着してきた。その間に日本では金利下限フロアであるゼロ%への接近と政策手段の手詰まり、長短金利差の縮小と金融機関の衰弱化、信用創造の減退、金利機能の消失、運用機関と預金者の長期打撃、金利の長期低下見通しによる期待インフレの低下と借入れ意欲の減退、こうした複合要因によるデフレ圧力——などの「日本化」が完全定着してきた経緯がある。

現在の米国では FRB が予防的利下げに傾斜するなど、改めて「日本化の未然回避」が重要な政策課題となってきた。





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。