

### 米期待インフレ上げ渋り、実質金利の低下制御

米株圧迫でドル下支え、好材料消化・資源鈍化・供給制約緩和

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

[info@j-pulse.co.jp](mailto:info@j-pulse.co.jp)

2021/4/26 (月)

米国では期待インフレが上げ渋りとなっており、「名目金利－期待インフレ率」で算出される実質金利は低下が制御されつつある。名目金利も低下しているが、長期金利は低下ペースが鈍化しているほか、短期の名目金利はFRBのマイナス金利否定などによる低下制約があり、実質金利の低下は米国株の上値圧迫とドルの下支え要因となる。米国の期待インフレは、経済対策やワクチンなどの好材料消化、資源相場の上昇鈍化、ワクチン普及や雇用復調などによる供給制約の緩和なども急上昇に歯止めを掛けている。

#### 米国の10年物BEI、急上昇一服で横這い化

「(米国債市場で2月中旬以降)5年債金利が上昇してきた主要因は、短期的なブレイク・オープン・インフレ率(BEI、期待インフレの参考指標)の急上昇だ。世界経済の回復が勢いづいてきており、一次産品価格(原油など)が上昇したことも作用している。また、米FRBが完全雇用と物価安定という目標を達成するため、緩和的な金融政策スタンスを保持する意図を繰り返し表明したことも金利上昇の背景にある」――。

IMFの金融資本市場局幹部は22日、最近の米長期金利上昇に関してこのような分析レポートを取りまとめている。

一方でBEIの上昇は「期待インフレの上昇と同時に、インフレリスクプレミアム上昇の両方を反映している」と指摘。先行きの財政状況や米国債の価値と金利の各リスク、経済・政策の見通しの不透明性、FRBによる国債買い入れ政策の先行き不透明性などが、「未来の物価上昇に伴う不確実性と関係があるインフレリスクプレミアム」(同レポート)を上昇させている、といった警鐘も発している。

足元の米国では期待インフレの参考となり、予想物価指標でもあるBEIの急上昇が一服となってきた。10年物ベースでは1月28日の2.036%を日中最低として、3月31日には一時2.382%にまで急上昇し、2013年4月以来の高水準となる場面があった。しかし、4月は22日時点で月間最高が5日の2.378%となり、上抜け失敗が続いている。22日も日中最高が2.351%にとどまるという、上げ渋りでの横這い化に移行してきた。

米国の経済指標でも最新4月のミシガン大学消費者信頼感指数(速報値)では「5年先のインフレ期待」が2.7%と、前月の2.8%から低下となった。前月比での明確な低下は、昨年10月以来となるものだ。同時期以降の米新政権発足と新政権による経済対策

期待、コロナワクチンの接種始動などによる期待インフレの急上昇は一服になりつつある。同じ4月のフィラデルフィア連銀製造業景況指数でも、内訳の「仕入価格」は69.1となり、前月の72.6という1980年以来の高水準から急上昇が一服になってきた。

過去実績としてBEIの上げ渋りや低下は、米国の実質金利(名目金利－期待インフレ率)の下げ止まりや上昇転換をもたらしている。米国株には上値抑制や調整株安の材料となるほか、為替相場でのドル/円はドル下支えやドル反発が支援されやすい。

現在の米国では名目金利も低下しているが、10年債金利は3月30日の1.77%前後を直近最高とした低下を経て、4月15日以降は1.5%台での一旦の下げ渋りとなってきた。先行き米国では国債増発や財政悪化のリスクが厳然と残るほか、金利上昇前の駆け込み的な社債発行の急増と債券市場全体の需給悪化懸念、カナダ中銀などによる国債買い入れ(量的緩和)の縮小地ならし始動、中長期スパンでの米国経済の成長余地などが、一本調子の名目金利低下を制御している。

同時に米2年債など名目の短期金利は、米FRBによる「マイナス金利政策の否定」方針が金利ゼロ%の下限フロア残存とあいまって、現状からの金利低下の制約となる。その中での期待インフレの上げ渋りや調整的な低下は、実質の短期金利を押し上げていく。

#### 米国の参考実質金利、26週や40週平均が上向き

すでに「名目の米10年債金利－10年物BEI」の格差による参考の実質金利は、週末値ベースで2月5日週の－1.04%を直近最低として下限を切り上げている(22日は－0.78%)。同実質金利のトレンドを示す26週移動平均は、方向角度が2019年3月以来となる上向き化へと向かい始めた。2020年のコロナ危機後のみならず、2019年以降の実質金利低下トレンドが一服となりつつある。

前回、その26週移動平均線が長期下向き化から上向き転換となったのは、2016年11月以降であった。その前後で米株S&P500は13週前比の騰落率(週間安値÷13週前比の高値)が、－4.0%から－4.5%の下落となる短期株安の場面があった。

その前では2015年7月から、同26週平均は上向き転換が観測された。当時は翌8月にチャイナ・ショックという悪材料も重なり、S&P500は同ベースで－10%から－12%の短期急落に見舞われている。2008年9月のリーマン・ショックの場合も、直前の7月から同26週平均が上向き転換になるという株安

シグナルが発せられていた。

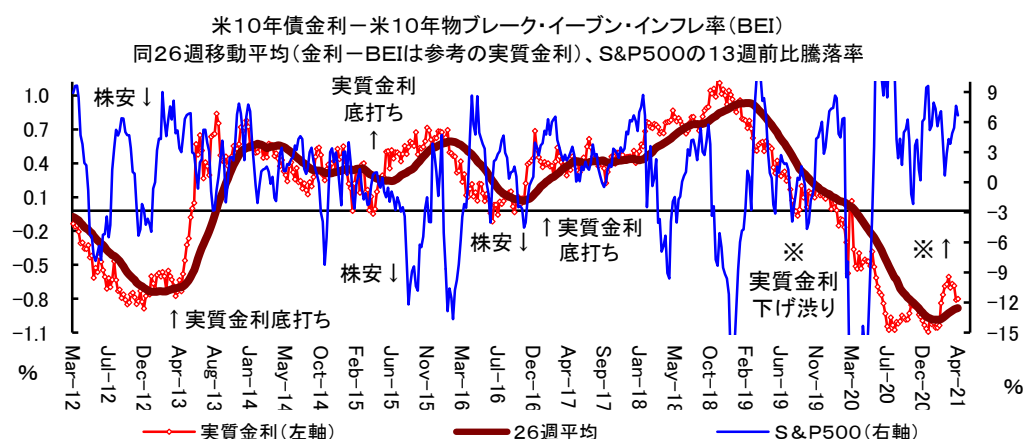
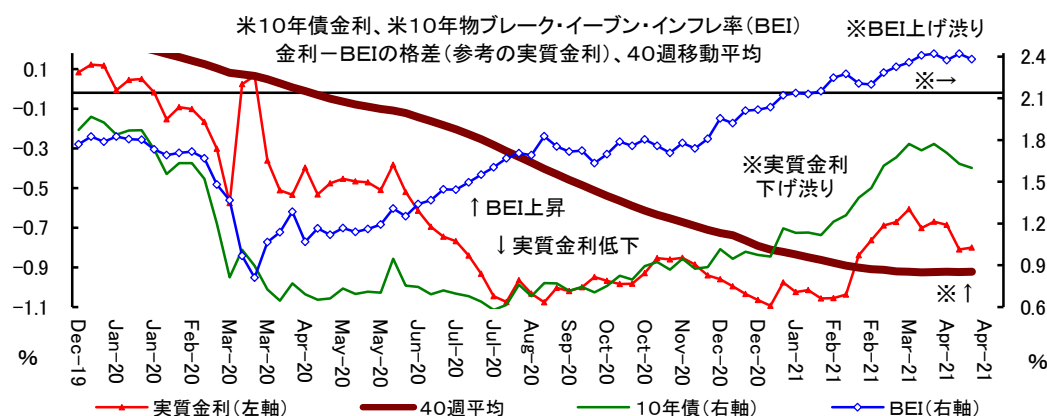
同実質金利は40週移動平均でも、2019年2月以来という上向き化に転換し始めた。前回の長期下向き化からの上向き化というトレンド転換は、2016年12月から観測されている。当時のドル/円は米大統領選でのトランプ氏勝利という材料があったが、同月の101円台から翌2017年1月には118円超えまでドル高が加速されていた。その前でも40週平均の上向き転換では、2015年5月以降、2013年5月以降、2005年7月以降など、極めて高い確率でドルの下げ止まりやドル反発が連動形成されている。

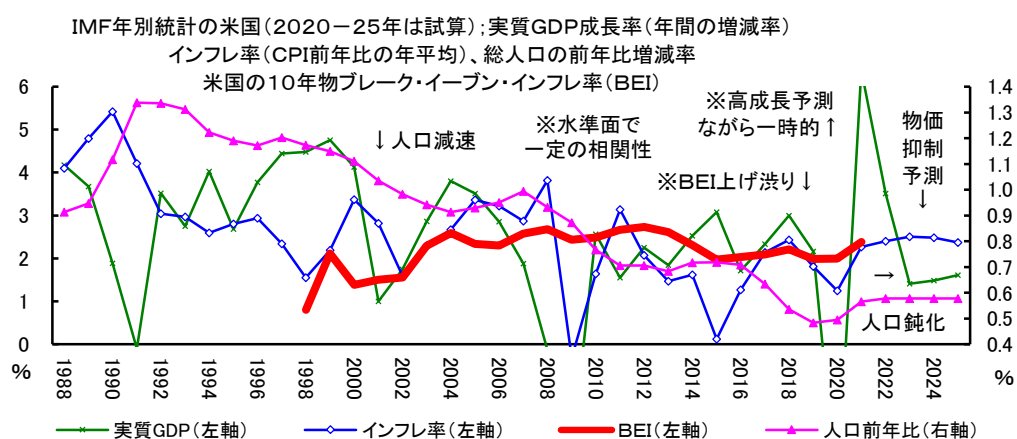
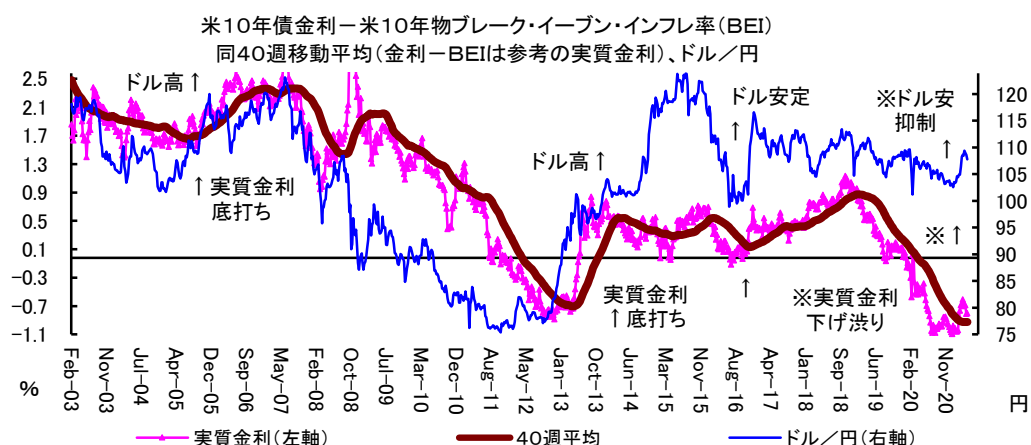
もちろん、米国では引き続き短期的なインフレ上昇圧力は根強い。それでも足元では大型経済対策やワクチン普及といった好材料の一旦消化、経済対策の7月以降の議会審議難航リスクや増税の地ならし始動、原油など資源相場の上昇鈍化、ワクチン普及や雇用復調による供給制約の緩和、中国など世界景気のV字回復一服などが、過度な物価上昇警戒を緩和させてつつある。

このうち雇用に関しては22日公表の週間・新規失業保険申請件数が、昨年3月以来の低水準に減少の

改善となった。NY州やテキサス州、フロリダ州などで大きく減少しており、ワクチン普及などによるサービス業、製造業、観光業などでの雇用修復が示唆されている。雇用回復は先行きインフレ要因となる一方、賃金は「遅行指標」であり、当座は労働者の職場復帰による供給制約の是正、生産活動の広がりなどが供給不足による物価上昇の圧力を和らげている。

米国のFRBや財務省は現在もなお、「目先のインフレ上昇は一時的」として、構造的な低インフレが継続すると主張している。IMFも最新の世界経済見通しで米国のGDP成長率（年間の増減率）を今年+6.4%とし、実に37年ぶりの高成長を予測したが、CPI（消費者物価指数）前年比の年平均インフレ率は+2.26%として、直近最高である2018年の+2.43%からは低めに見積もっている。来年の予測は+2.40%で、ちょうど10年物BEIの直近最高である2.38%に近い水準にある。過去実績として同インフレ率と米BEIは一定の相関性を有しており、その点でも米国のBEIと期待インフレ率は一旦の天井接近が目玉されやすい。





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。