

貯蓄から消費「現実化」で米金利上昇余地 需給ギャップ修復、影響短期でも「第二波」変動警戒

米国ではコロナ警戒や買い物制約、給付金などで急増した貯蓄から、消費へのシフトが現実化しつつある。米国債市場では、改めて金利上昇（債券価格）の余地が注視されそう。すでに一定影響は織り込まれつつあるほか、構造的な低インフレ持続などで金利上昇は短期的かつ限定的と見られているが、今年2-3月の金利急上昇に続く「第二波」的な市場変動は警戒される。消費改善はIMFなどによる米国の需給ギャップ「プラス修復」予測の実現を支援し、実質金利のマイナス化からのプラス化などの金利上昇圧力となる。

実質と名目の金利、危機前方向への回帰余地

「自然利子率とは、経済・物価に対して引き締めるにも緩和的にも作用しない中立的な実質金利の水準を指す。実質金利が自然利子率を下回れば（実質金利ギャップがマイナスであれば）、産出量や物価を押し上げる」、「実質短期金利ギャップ（実質短期金利－自然利子率）がマイナス方向に拡大するほど、需給ギャップのプラス幅は拡大する」、「需給ギャップのプラス幅が拡大するほど、物価上昇率も高まる」――。

日銀の企画局は2016年に「わが国における自然利子率の動向」という分析レポートをとりまとめ、このような解説を行っている。自然利子率の研究権威である米国のウィリアムズ現NY連銀総裁が、サンフランシスコ連銀総裁時代に関与した定義付けなどを参考にしたものだ。

現在のFRBはこうした理論も参考にする形で昨年のコロナ打撃以降、徹底した実質金利の押し下げ策を強化させてきた。足元で米国経済は雇用の完全回復を含め、危機前への正常化はまだ道半ばだ。しかし、昨年からの実質金利押し下げを含めた超緩和策の累積効果のほか、バイデン政権による大型経済対策やコロナワクチンの普及拡大などにより、先行き需給ギャップはプラス回復の方向性が見られ始めた。

当座の米国では夏にかけてワクチン接種が全国民に広がり、バイデン米大統領は27日、ワクチン接種を完了した人は屋外でのマスクを免除する新指針を発表している。米国の家計は昨年以降、コロナ警戒や買い物の制約、給付金などで貯蓄が急増しており、「貯蓄から消費へのシフト」が現実化される機運が高まってきた。

この点についてパウエルFRB議長は2月に「経済活動が再開するにつれ、控えられていた消費が一気に回復し、物価に上昇圧力が働く可能性はある」と認めながら、「力強さを欠き、一時的だ」と述べた。

米国の金融市場でも貯蓄からの消費シフトは一定影響が織り込まれつつあるほか、構造的な低インフレ持続などで金利上昇は短期的かつ限定的との見方が強い。それでも今年2-3月の金利急上昇に続く、「第二波」的な市場変動は警戒されそう。

しかも貯蓄から消費シフトを含めた内需改善は、米国の需給ギャップのプラス化方向を後押しさせていく。連動する形で先行き実質金利も、「中立水準」である自然利子率の方向へと向かう余地を秘めている。ウィリアムズNY連銀総裁はコロナ危機前の2019年7月、「米国の自然利子率は0.5%程度と、低水準に下がっている」と説明していた。

これから米国経済が危機前に修復しても低成長が続くとはいえ、2019年7月時点で米10年債金利は1.9%から2.1%前後で推移していた。先行き実質金利のマイナス化から自然利子率（2019年時点）0.5%方向へのプラス回帰と、連動した名目10年債金利の危機前2%方向への回帰余地が注視されそう。

需給ギャップのプラス化、実質金利もプラス方向

米国の需給ギャップに関しては、IMFによる4月6日の最新世界経済見通しで、広義の需給ギャップ（産出量ギャップ・対潜在GDP比）を今年2021年は+0.59%と小幅プラスの予測を行っていた。FRBの主張通り、ギャップ改善の鈍さと低インフレ構造が持続すると見込まれているが、それでも2020年見込みの-3.12%からは前年比+3.71%幅の大幅上昇となっている。

連動する形で年後半にかけての米国では、需給ギャップのプラス回復に即した実質金利のプラス化上昇や、実質金利と名目金利の前年比での底上げが意識されやすい。過去IMF統計での米国の産出量ギャップは、2017年の-0.96%から2018年に+0.44%というプラス回復場面があった（前年比+1.41%幅）。米国の10年債金利は年間の最高が、2017年の2.6%から2018年は3.3%と+0.6%幅の上昇となっている。

その前では1996年の-0.56%から1997年に+0.25%という、ギャップのプラス回復場面があった。両年の米10年債金利は年間最高が7.1%から7.0%と横這いであったが、下限は切り上げられている。今年のギャップ・プラス回復局面では、少なくとも昨年の米10年債金利の最高である1.9%前後への回復や、プラスアルファの上昇余地は無視できない。

しかも米国の同ギャップがプラス回復となる局面では、高確率で実質金利もプラス化以上の連動上昇となってきた。同時に米国の経済統計で個人消費支

出の前年比が増加したり、裏表で貯蓄率が低下する局面では連動して米 10 年債金利は上昇となっている。最近では 2018 年の 3.2% 超え、2014 年の 3.0% 超え、2006 年の 5.2% 超えといった金利上昇の一因となってきた。

米国の貯蓄から消費へのシフト機運に関しては、27 日のコンファレンスボードによる最新 4 月の米消費者信頼感指数で、「この先 6 カ月間の購入予定」で自動車の予定が 14.0% と前月の 12.7% から上昇した。2019 年 5 月以来の高水準となっている。住宅の新築予定は 2.4% となり、こちらは 2009 年以降で最高を記録した。先行き実際の消費拡大の先行指標として注目される。

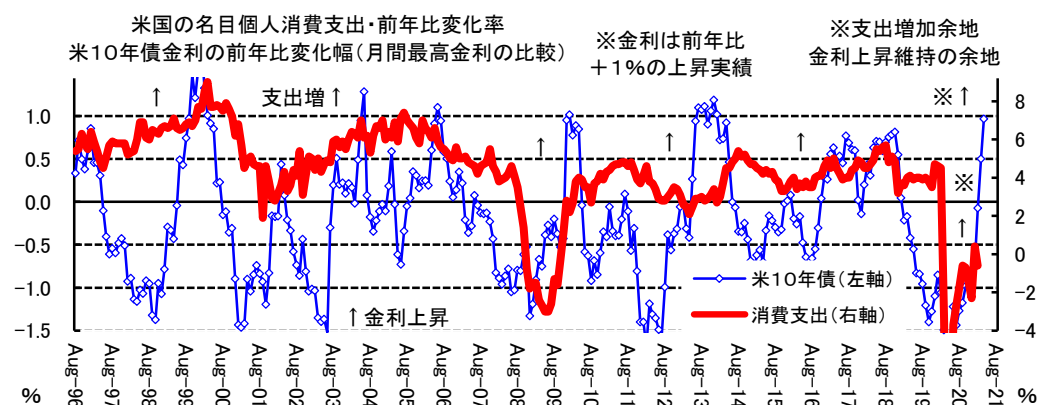
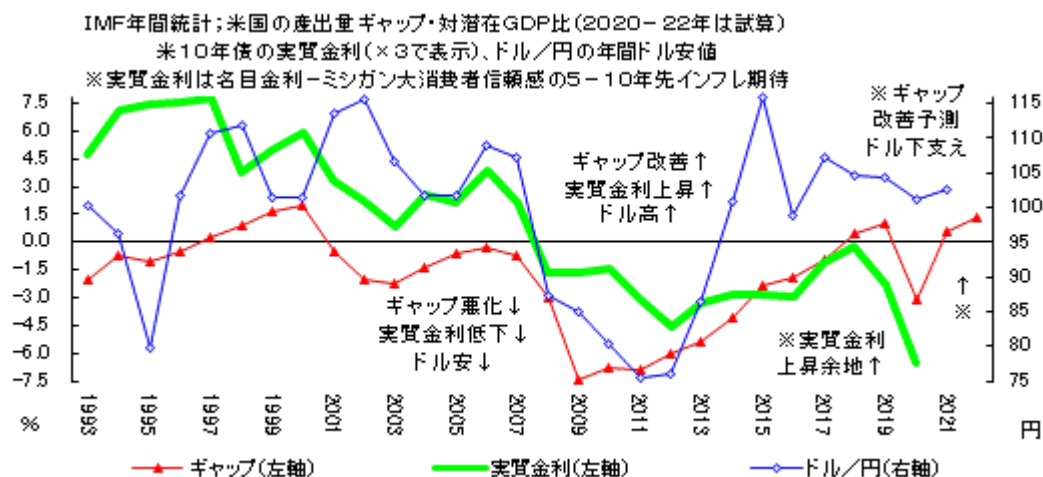
現在の米 10 年債金利については、4 月の現状最高が 1.75% 前後となっている。月間最高金利の前年同月比・変化幅では、+0.97% の上昇幅となってきた。米国では 2001 年以降、構造的な低インフレと低成長入りもあり、特殊ケースを除くと金利上昇加速時には「前年同月比+1% 前後」が上昇モメンタム一服の

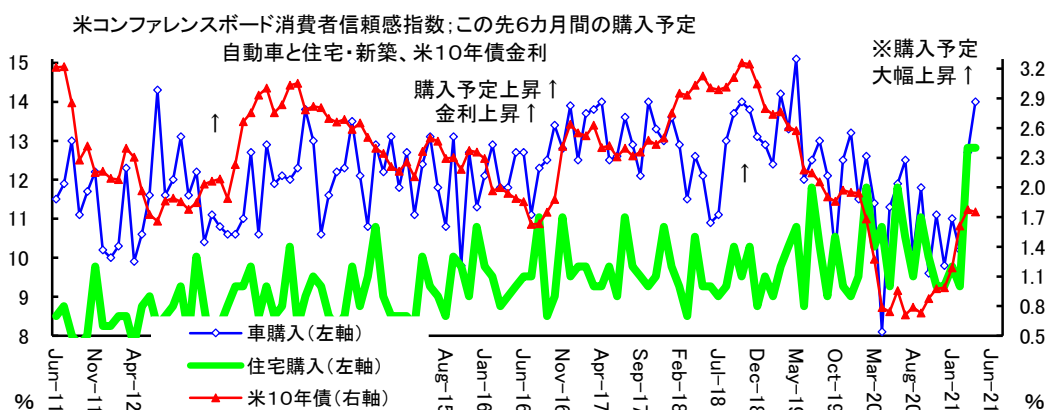
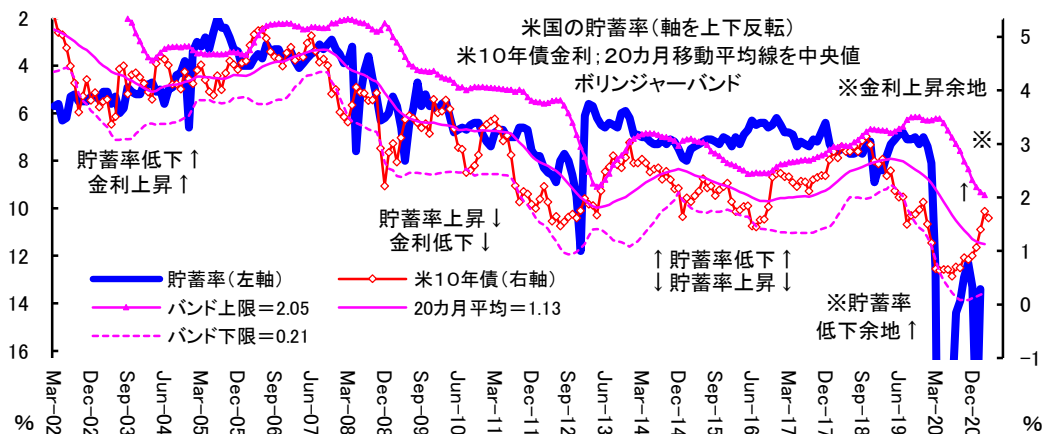
節目になっている。その点では当座のインフレ上昇や経済成長、米国債増発などの織り込み一服と、金利上昇ペースの鈍化が注目される。

具体的に前年同月比・変化幅での米 10 年債金利の上昇ピークは、2018 年に前年比+0.81%、2013 年に+1.19%、2010 年に+1.01%、2006 年に+1.10% といった「+1% 前後」のパターンが繰り返されてきた。

もともと米 10 年債金利は上昇の速度が鈍化しても、金利水準自体は上昇余地が残されている。単純に現状から前年同月比+1% 幅で横這い化しても、前提となる昨年 4 月から 12 月にかけての米 10 年債金利は、月間最高が 0.78% から 0.98% 前後で推移していた。先行き 12 月にかけて米 10 年債金利は、「前年比+1%」として 1.78% から 1.98% 方向の上昇余地は過去実績で残されている。

ドル/円でいえば過去に米 10 年債金利が 2% 前後へと上昇した局面で、2016 年 11 月に 114 円前後、2013 年以降は時間差を経て 112 円から 125 円方向までドル高が進展した関連実績を有している。





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、複製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。