

米期待インフレ、長期金利より調整低下余地

FRB 物価上振れ容認修正、実質金利を押し上げも

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/6/25 (金)

米国では期待インフレと長期金利の先行きに不透明感が漂うなか、今後の「低下余地」という点では期待インフレのほうに調整余地が残されている。先行き「名目金利ー期待インフレ率」で算出される実質金利の押し上げとなるもので、ドルは下支えされる一方、米国株や日本を含めた世界株は上値抑制となる可能性が注視される。米国での5月にかけての期待インフレ急上昇は供給不足や資源高などによるインフレ昂進のほか、米FRBによる物価上振れの容認姿勢があったが、「忍耐強い」許容姿勢は修正されつつある。

FRB 物価上昇容認で BEI 上振れ、調整低下余地

「インフレ率がある一定の期間、物価目標の2%上昇を適度にオーバーシュートする（上回る）場面があっても、平均ベースで物価目標水準を達成することを容認する」――。

米FRBのパウエルFRB議長は昨年8月、米ワイオミング州ジャクソンホールで開催されたカンザスシティ連銀主催の国際経済シンポジウム（ジャクソンホール会議）で、このような新政策指針を示した。あくまでも雇用の最大化を最優先課題とし、FRBは今後、2%を超えて物価が上昇した場合でも、雇用環境を含めて景気が確実に回復するまで、ゼロ金利政策などの大規模な金融緩和を継続する方針を打ち出している。

その後に米国では予想物価指標であり、期待インフレを示すブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）が、10年物ベースで今年1月から2%の節目突破という上昇となった。5月には2.59%と、2013年3月以来の高水準に跳ね上がっている（ブルームバーグ算出ベース）。こうした上振れはコロナワクチンの普及と経済正常化への期待、供給不足や資源高などによるインフレ昂進のほか、「FRBによるインフレ上振れの容認」が影響している。

しかし16日のFRBによるFOMCでは、利上げ時期予想の前倒しや量的緩和縮小の議論開始が示された。FRBの新指針に伴う「短期的なインフレ上振れでも、忍耐強く超緩和策を持続」という姿勢が揺らぎつつある。引き続きBEIは供給制約の長期化や資源高などによる上昇再開余地が残るものの、これまでの「FRBインフレ上振れ容認要因による上昇分」は、調整剥落の低下余地が見込まれる。

米国での期待インフレの低下余地は、「名目金利ー期待インフレ率」で算出される実質金利の押し上げ要因となるものだ。為替相場ではドルが下支えされる一方、米国株や日本を含めた世界株は改めて「超

緩和相場の終わりの始まり」が意識される形で上値抑制の要因となる可能性がある。

すでに米6月のミシガン大学消費者信頼感指数の速報値では、「1年先のインフレ期待」が4.0%となり、前月の4.6%から低下した。「5年先のインフレ期待」も2.8%と、前月の3.0%から低下に転じている。しかも1年先は急上昇前の4月が3.4%となっており、行き過ぎ調整の低下余地が残されている。

もちろん、今後のBEIと名目10年債金利の行方には不透明感が強い。16日のFOMC以降はFRBの緩和見直し懸念や物価上昇容認姿勢の後退などで、BEIは急低下し、連動して10年債金利も低下した。しかし22日以降はパウエル議長やウィリアムズNY連銀総裁などによる早期利上げの火消しのほか、10年債金利の低下などを受けた株高や原油高などで、BEIのほうは再上昇となっている。

それでも23日の米国経済指標では、景気に先行性のあるサービス業PMIや新築住宅販売などが予想を下回る減速となった。供給不足や関連価格上昇などが、経済成長を鈍化させている。そこにFRBの先行き緩和見直し警戒に加え、9月にかけての失業保険上乗せ失効などが続くと、物価の高止まり持続でも、期待インフレとBEIは再上昇の制約と低下余地が意識される。

10年債、緩和縮小・利上げ・財政懸念が抑制

こうした先行き懸念は、名目の10年債金利も押し下げていく。実質金利にとっては、下げ渋りや再低下の要因となるものだ。しかし、期待インフレと10年債金利の「先行き低下余地」という相対比較では、期待インフレのほうに調整低下余地が多く残されている。この点は実質金利の上昇余地となりやすい。

すでに10年物BEIのほうは今年5月にFRB物価上振れ容認も影響する形で2.59%と、2013年3月以来の高水準へと上昇がオーバーシュートした。それに対して米10年債金利は年初以降の上昇でも最高は3月の1.77%にとどまり、まだ昨年1月以来の水準で抑制されている。米国の長期スパンでのインフレ動向や潜在成長率などとの見合いでいえば、BEIのほうに「行き過ぎ過熱調整」の低下余地が残されている。

5-6月の変動幅についても、10年物BEIは5月の最高である12日の2.594%から、6月は最低が17日の2.205%と-0.388%の低下幅となった。同期間中に10年債金利のほうは、-0.229%の低下幅と小幅にとどまっている。

また、10 年債金利のほうの低下余地については、先行き FRB による債券買い入れ縮小（＝10 年債の購入減額）や利上げ観測などが金利低下の抑制要因となりやすい。利上げ警戒は景気やインフレの抑制懸念などを通じ、10 年債金利の押し下げ要因となるが、2 年債などの短期金利は政策金利 FF の先行き上昇観測に連動して下限が切り上がっていく。10 年債－2 年債などの金利差を勘案すると、2 年債金利の切り上がりから 10 年債金利の低下余地を狭めていく。FRB が 10 年債金利の 2 年債金利「接近」や「下抜け逆転」という、景気後退入りシグナルにつながるような政策運営を講じることは想定されない。

米 10 年債金利は、バイデン政権による財政出動の継続余地や米国債の増発余地、財源としての増税論議の不透明感なども金利低下を制御する。

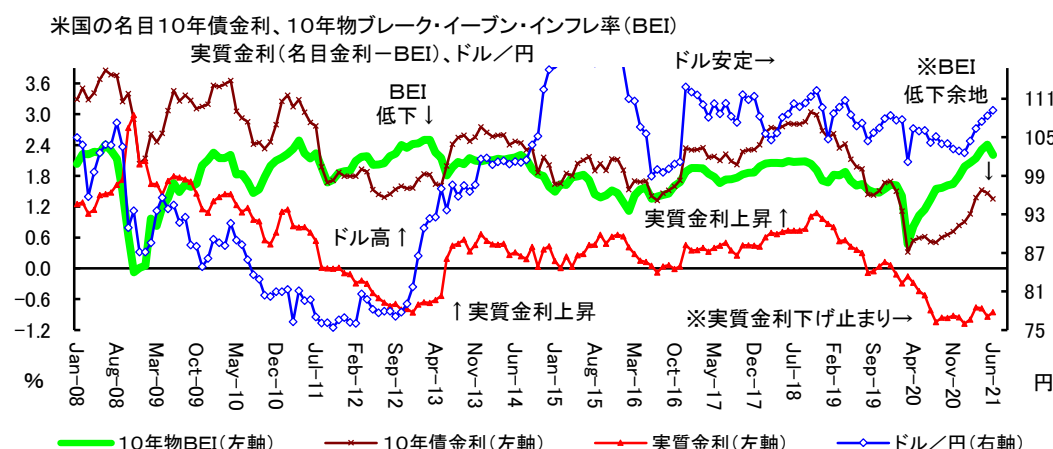
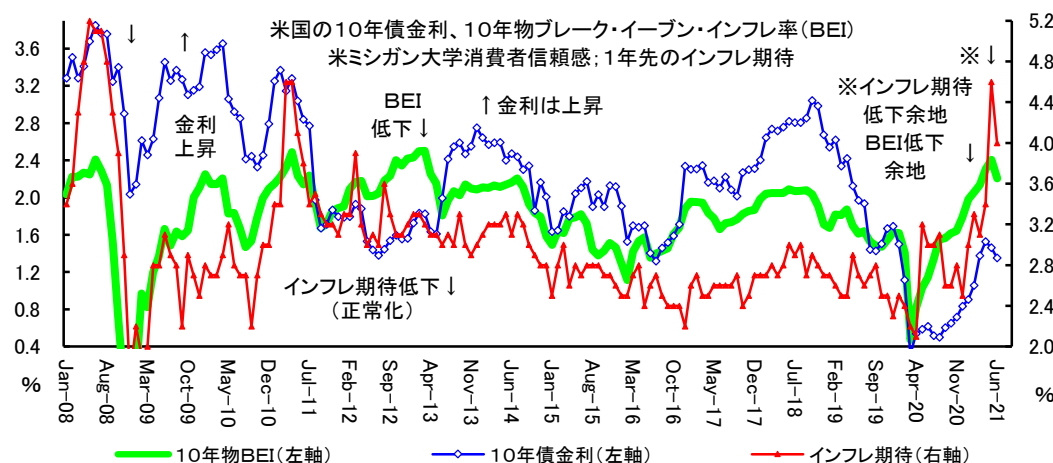
過去の FRB による量的緩和では 2013 年 5 月に当時のバーナンキ FRB 議長が見直しを示唆し（バーナンキ・ショック）、2013 年 12 月に実際の縮小開始を決めた。当時の「名目 10 年債金利－10 年物 BEI」による実質金利は、10 年債金利の上昇や、BEI 比での 10 年債金利の低下抑制もあり、上昇へと転換していた。2011 年以降の実質金利マイナス化が 2013 年 6 月からプラス化に転じ、緩和縮小決定の

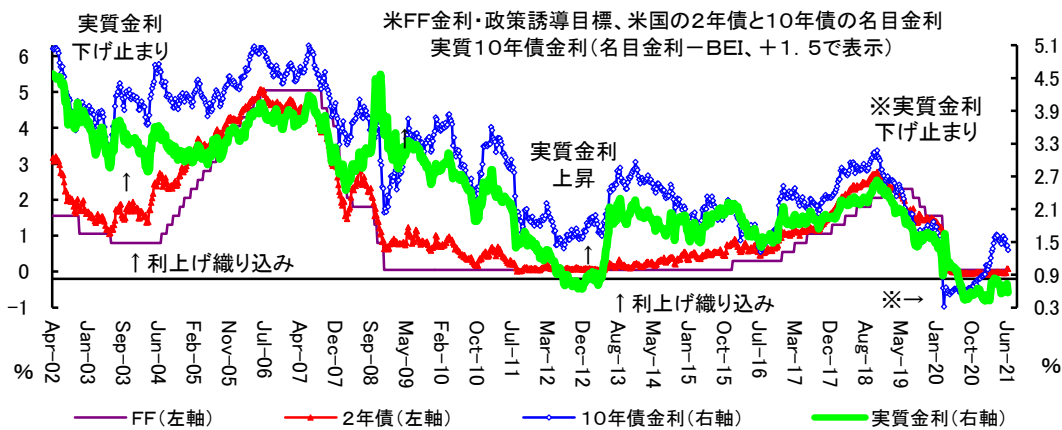
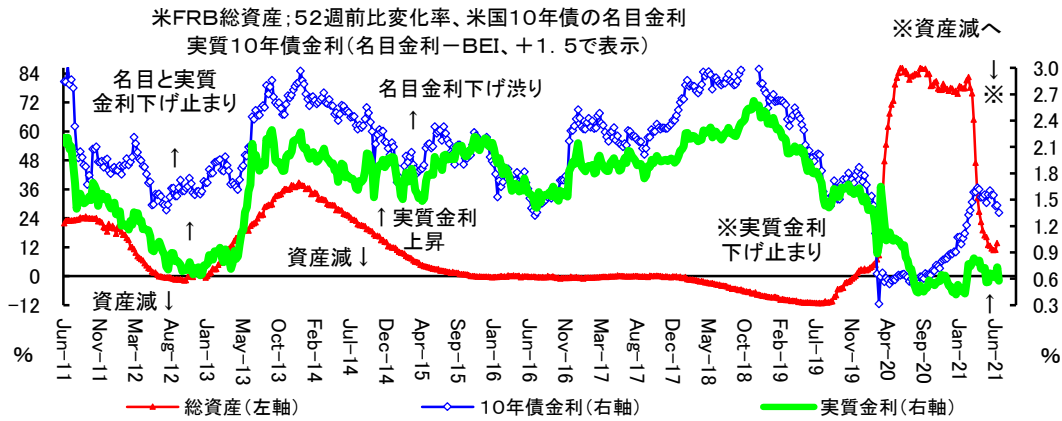
12 月にかけて上昇となっている。

その後、FRB は 2015 年 12 月から利上げに転換した。当時の米実質金利は複合要因があったが、8 カ月前となる 2015 年 4 月をボトムに上昇トレンドに移行した実績を有している。

その他、BEI の適正水準判断で参考になるのが、長期スパンでのインフレに影響を及ぼす需給ギャップの動向だ。IMF の最新 4 月見通しによると、広義の需給ギャップを示す産出量ギャップ・対潜在 GDP 比（Output gap in percent of potential GDP；Percent of potential GDP、）について、米国は 2021 年が＋0.59%となり、前年の－3.12%という急悪化から改善する見通しとなった。それでも最近では 2018 年の＋0.44%（2017 年は－0.96%）と同程度のプラス幅となっている。2018 年に 10 年物 BEI は、1.71%から 2.21%で推移していた。

その前では 1999 年に＋1.68%と、前年の＋0.87%から大幅改善となる場面があった。1999 年に 10 年物 BEI は、＋0.88%から＋2.11%のレンジで推移している。こうした過去ギャップとの比較でも今年 5 月の 2.59%は行き過ぎであり、一定の調整低下余地が注視される。





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。