

米金利低下、先行き米内需と資産を底上げ

物価・BEI・FF 見合いで金利低下には行き過ぎ感も

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/7/28 (水)

米国では 6 月から長期金利が急低下してきたが、「実質的な利下げ効果」として先行き米国の内需や資産の底上げ波及が注目される。米国株市場では内需に先行する NY ダウ輸送株指数が 6 月以降の下落から一旦の底入れとなってきたほか、米週間統計では住宅ローン申請件数の持ち直しや原油受け渡し拠点での原油在庫減少といった景気前向きサインも見られている。一方でこうした景気減速の抑制は、物価や期待インフレ率、政策金利 FF などとの見合いで「低下行き過ぎ」となっている米長期金利の下げ止まりや反動上昇を促す。

内需先行の輸送株、6 月以降の下落に底入れ兆候

「パウエル米 FRB 議長の任期は来年 2 月となっているが、再任有力説の一方、米議会与党の民主党左派が金融規制への甘さや格差助長などで否定的とされ、まだ不透明感が強い。それでもパウエル氏は 1 期満了までの責務や、歴史に残る功績作りもあり、来年 2 月にかけては雇用の修復を含めた景気の回復や、超金融緩和策の正常化に向けた足場作りに全力を注ぐのではないかな」――。

米金融当局とネットワークを有する米金融機関幹部は、このような指摘を行う。

足元の米国経済はコロナ・ワクチン普及ペースの減速や、内外での変異種を含めた感染再増加、景気対策効果の息切れ、根強い供給制約や物価の高止まりなどにより、成長ペースの鈍化が懸念されている。

米金融大手ゴールドマン・サックスは 26 日、米国の第 3 と第 4 ・四半期の成長率見通しをそれぞれ -1%ポイント引き下げ、それぞれ +8.5%、+5.0% としたばかりだ。理由としては、サプライ・チェーン（供給網）のボトルネック持続のほか、娯楽イベントやレジャーなどの本格再開の遅れ、モノの回復からサービスへの転換がスムーズに行われない可能性――などを挙げている。

一方でパウエル氏の 1 期目任期にあたる来年 2 月に向け、「コロナ危機克服の功績固め」をサポートするのが 6 月以降の長期金利低下である。米国では住宅で在庫・販売物件の不足、自動車で半導体不足などによる生産制約が重石となっており、金利低下による消費刺激効果は減殺されている。それでも米国では昨年のコロナ打撃以降、企業や家計の借入・債務が急膨張となってきた。その中で金利再低下は、先行き米国の内需や資産価格、企業収益に一定のプラス効果をもたらす。

すでに米国株市場では内需に先行する NY ダウ輸送株指数が、6 月 1 日を高値とした調整下落を経て、

7 月 19 日で一旦の底入れ機運が見られ始めた。経済指標でも先行性のある週間統計で、住宅ローン申請指数が持ち直しとなってきたほか、米国内での原油受け渡し拠点・オクラホマ州クッシングの原油在庫が減少といった景気前向きシグナルも見られている。

何より足元の米金利低下はバリエーション面で IT ハイテク株の割高さを抑制させており、関連株は再上昇となってきた。資産効果を通じ、先行き米国の内需や消費をサポートしていく。過去にも米 10 年債金利の急低下は時間差を経て、代表的な米ハイテク株指数であるフィラデルフィア半導体株指数 (SOX) などの株高を連動支援してきた。

今回の場合、米 10 年債金利は 7 月の月間最低が、3 カ月前比で -0.40% 幅の大幅低下となっている（月間最低の比較）。最近では昨年 5 月の -0.53% 幅以来という、大きな下落幅となってきた。当時の SOX は 3 カ月前比の騰落率（月間高値の比較）が、8 月にかけて +22.6% の大幅上昇となっている。

同じ比較でいえば、2019 年 10 月に米 10 年債金利は -0.43% の急低下となった。当時の SOX は 3 カ月後となる 2020 年 1 月にかけて、+16.8% の株高が加速されている。こうした例を含めて、米 10 年債金利の急低下後には、時間差を経て SOX の高値切り上がりが高確率で観測されている。

米金利急低下、過去はドルや日経平均の買い場も

米 10 年債金利の急低下は過去に、時間差を経て米国経済の重要先行指標である ISM 製造業景況指数を押し上げる景気刺激効果も観測されている。コロナ危機前でいえば、米 10 年債金利は 2019 年 9 月に 1.43% 方向に急低下する場面があった。当時の ISM 指数は同月の 48.3 から、4 カ月後となる 2020 年 1 月には 51.1 へと改善上昇となっている。

ISM などの米指標改善は為替相場のドル/円に対し、ドル下げ止まりや反発を促す効果を持つ。2019 年 9 月のあとについても、ドル/円は同月のドル安値 105 円台から、2020 年 2 月には一時 112 円超えへとドル高が進行していた。

それ以前の長期実績としても米 10 年債金利の急低下局面では、連動したドル安場面があっても、その後は ISM などの米国指標や米国資産の底上げ、ドル反発につながることで「ドルの買い場」となってきた。同時進行の形で日経平均株価についても、「安値拾いの仕込み場」へと作用。その後は高確率で株高トレンドへと移行している。

また、現在のような米 10 年債金利の急低下は先行き米国の内需や資産を底上げさせるため、「市場調

整機能」を通じて金利の下げ止まりや反動上昇へと循環移行していく。ただでさえ6月以降の米10年債金利の急低下については、世界的なカネ余りのほか、過度な金利上昇警戒の反動、米国株の過去最高値など世界的な株価高騰に対するリバランス（ポートフォリオ調整やヘッジ対応）などもあり、金利急低下と債券価格の急騰には行き過ぎ感も見られている。

例えば物価との見合いでいえば、米国のCPI（消費者物価指数）は総合で6月に前年比+5.4%の大幅上昇となっていた。それに対して6月の米10年債金利は、月間最低で1.35%前後にまで低下している。結果、実質金利の参考値となる「10年債金利-CPI前年比」は-4.05%の大幅低下となっている。過去最低水準である2011年9月の-2.23%や2008年7月の-1.83%を大きく下回る下方乖離だ。

過去実績としてこうした大幅な下振れ乖離のあとは、「実質金利低下による景気や資産の刺激効果」のほか、「物価水準見合いでの名目金利低下の行き過ぎ修正」により、名目金利は適正水準を模索しに行く反動上昇が見られている。

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）との比較でも、10年債金利は低下に行き過ぎ感が見られている。月間最低比較での「10年債金利-10年物BEI」の格差は7月に-1.08%へと再低下してきた。最近では今年1月の-1.08%に並ぶ下振れ幅だが、1月以降は金利が上昇転換となったように、こうした下振れ乖離のあとは行き過ぎ調整などもあって、米10年債金利の反動上昇が観測されてきた。

さらに現在の米国ではFRBによるFF政策金利（翌日物）の誘導目標上限0.25%との見合いでも、米10年債金利は低下に行き過ぎ感が出ている。7月の月間最低は1.13%前後だが、「10年債金利-FF金利」の乖離は+0.88%前後に縮小してきた（直近最大は4月の+1.28%）。今年1月以来の縮小幅だが、コロナ危機の有事やFRBによる利上げ・利下げなどのFF変更時を除く平時では、2011年以降の下限ゾーンとなっている。短期金利であるFF水準との見合いでも、米10年債金利は低下の行き過ぎと先行きの調整上昇が注視されやすい。



