

米実質金利上昇、世界の株価や資源を圧迫 インフレ抑制と名目金利低下への「循環波及」にらむ

米国ではFRBの利上げ加速姿勢や名目金利の上昇などで、実質金利（名目金利－期待インフレ率）が本格上昇してきた。当座は世界株や資源相場などの圧迫要因となるが、先行きはインフレ抑制と名目金利低下への「循環波及」が焦点になる。日本では短期的にリスク回避波及による株安や調整円高などが注視されるが、先行き資源高とインフレ圧力が鈍化していく中での当座のFRBを始めとした海外中銀の利上げ継続は、日銀の緩和持続とあいまって「悪くない適度な円安と日本株の底堅さ」につながる余地も秘めている。

米実質金利上昇、資源相場と名目金利を抑制

「ここ数週間で米国の実質金利が急激に上昇したことについて、今のところ世界的な株式への影響は限定的だが近く変わる可能性がある」、「実質金利の上昇はまだ株式に響いていない。ここから先は実質金利の一段高を相殺する余地が、株式のバリュエーションにほとんど残されていない」――。

米金融大手モルガン・スタンレーのストラテジストは、4月22日にかけての顧客向けレポートでこのような警告を発した（ブルームバーグが引用で紹介）。

その前後から中国でのコロナ感染再拡大と経済制限の再強化や、5月3-4日の米FRBによるFOMCでの金融引き締め加速に対する警戒感などもあって、米国株市場では21-22日にNYダウが大幅安となっている。同時進行で原油や貴金属相場なども、高騰一服で調整下落に移行。為替相場では円安過程で急膨張してきた投機的な円ショート・ポジション（売り持ち）の整理縮小や、資源国通貨（豪ドル、NZドル、カナダ・ドルなど）の下落もあって、調整円高に振れる場面が見られている。

当座は5月3-4日のFOMCを含めて、米国発の実質金利上昇が世界の株価や資源相場の圧迫要因として注視されそうだ。

米国での実質金利については、FOMCでの政策決定に影響力のあるNY連銀のウィリアムズ総裁が4月14日、0.5ポイント幅を含めた利上げペース加速は「妥当な選択肢」としながら、「FF金利をより中立的、もしくはより正常な水準にする必要がある」、「来年までには実質金利をより正常な水準に戻す必要がある」、「米国経済は中立ないし、それをやや上回る水準の実質金利を切り抜けられると考えている」と強気姿勢を示した。

その中であってブルームバーグのデータによれば、米10年物国債の実質金利を反映する10年物インフレ連動国債（TIPS）の利回りが、4月20日に一時ブ

ラス0.02%超えまで上昇している。コロナ危機以降の長期マイナス圏から脱し、2020年1-3月以来のプラス回復が見られ始めた。

ちなみにFRBが前回利上げを開始した2015年12月の場合、同実質金利は0.82%に位置していた。当時はその後に利上げが継続されるなか、2018年11月に1.17%方向まで上昇している。現在は当時比べてインフレ率が大きく上昇しており、FRBによる挽回的な「連続0.5%利上げ」などで、今後は一段の実質金利の上昇余地が見込まれる。当座は米国株を始めとした世界株や資源相場などについて、上値抑制や下落材料となり得る。日本市場でも株高・円安の抑制や、株安・円高への波及リスクが警戒されそう。

一方で実質金利の上昇は、FRBによる引き締め効果の顕在化も示唆するものだ。すでに米国の名目10年債金利は、4月20日前後から上昇ペースが鈍化している。WTI原油先物やCRB商品指数なども、中国でのコロナ懸念などとあいまって、4月18日前後からは調整下落に転じてきた。

米実質金利上昇、適度な円安と日本株高の実績も

その点で米国発の実質金利上昇については、当座はリスク資産の打撃要因として警戒される一方、先行きタイムラグを経て資産インフレや資源インフレの過熱抑制や、名目金利押し下げへの「循環波及」が注目されそう。相場の循環サイクルでいえば、目先のリスク回避相場は「底なし沼の暗闇恐怖」というよりも、先行きインフレ抑制や米国の名目金利低下の可能性があることで、「足元が資源高・インフレ上昇・FRB引き締め加速という最悪期のピーク（陰の極ボトム）」という期待感を創出させる余地を秘めている。

これから米国などで資源高とインフレ圧力が鈍化しても、しばらくはFRBを始めとした海外中銀の利上げや量的緩和巻き戻しといった政策正常化は継続される。一方でその段階でも、日本では日銀による超低金利や量的緩和策は持続が見込まれる。今後、米国発の実質金利上昇などを通じた資源高とインフレの抑制は、日銀緩和に伴う副作用としての「悪い円安と悪い物価高（資源高）」の打撃緩和へと作用。日本では「悪くない適度な円安と日本株の底堅さ」に波及していく可能性も残されている。

過去には米国での実質金利上昇が、リスク回避の局面を挟みつつも、日本で適度なドル高・円安と株高の好連鎖を促したケースも少なくない。

例えば米国での10年物インフレ連動国債（TIPS）

ベースでの実質金利は、過去 2011－2013 年のマイナス局面のあと、2013 年 6 月から現在と同じようなプラス回復の上昇があった。当時の日本ではアベノミクス始動と黒田緩和開始という政策強化もあったが、そこから 2015 年 6 月までドル高・円安と日本株の上昇トレンドが形成されている。同期間中における日米の株価は月間高値の騰落率で、NY ダウが+18.6%に対し、日経平均株価は+52.7%と大きくアウトパフォームしていた。

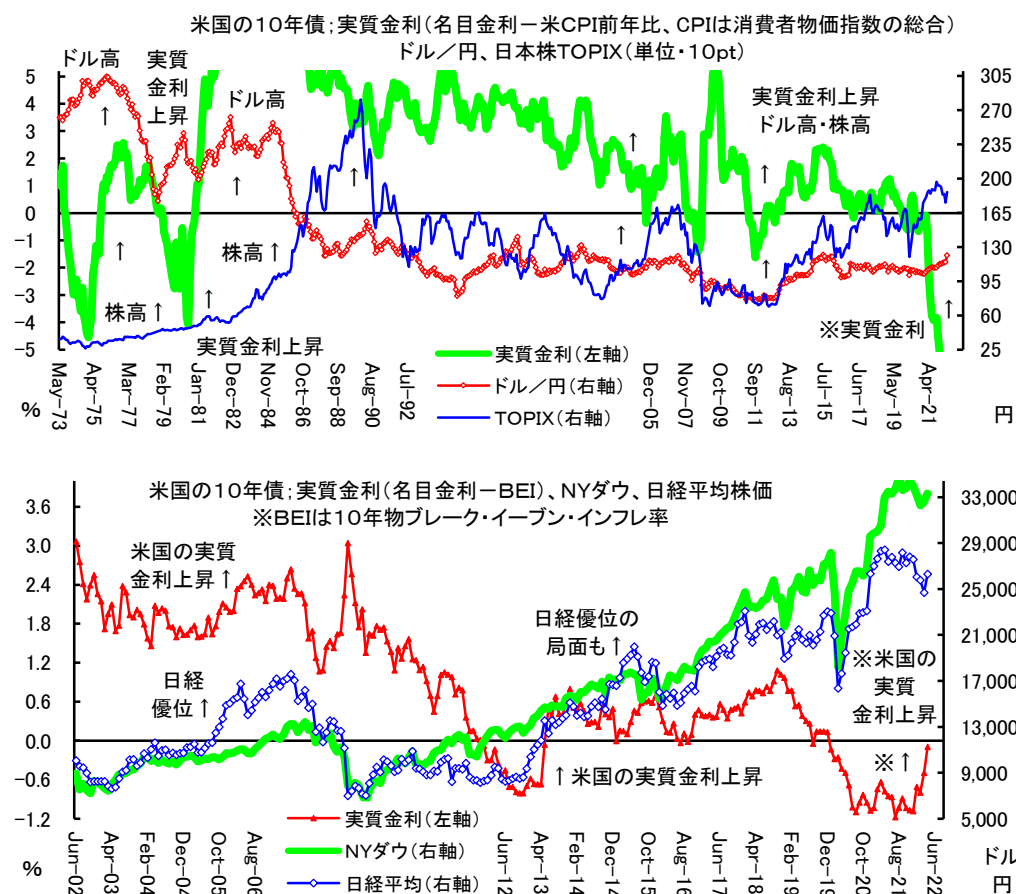
その他、米国での「名目 10 年債金利－CPI 前年比（消費者物価指数の総合）」ベースによる実質金利でいえば、2005 年 9 月の－0.4%から 2006 年 10 月には+3.5%まで上昇する場面があった。当時は現在と同じように FRB の利上げ局面にあったが、日本ではリスク回避による円高と株安は短期にとどまっている。反対に同期間中にドル/円は、106 円台から 119 円台へと+13 円以上のドル高が進行した。日経平均も 1 万 2498 円から 1 万 7301 円へと、+4803 円幅の株高実績が見られている。

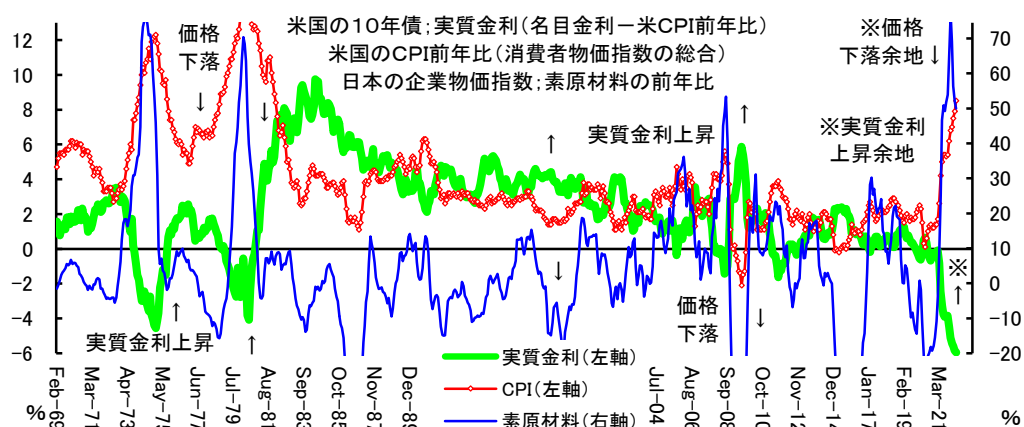
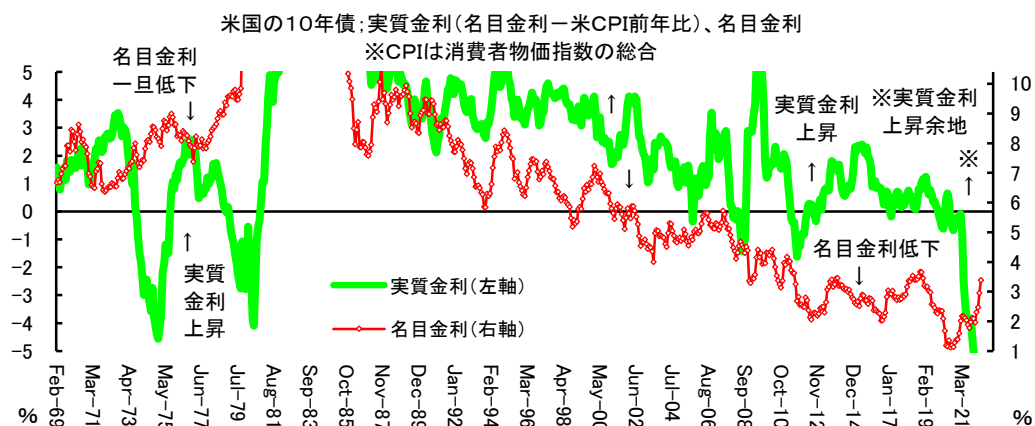
この 2005－2006 年の場合、FRB 利上げと実質金利の上昇、それに伴う資源高やインフレの抑制もあって、名目の 10 年債金利は 2006 年 6 月に 5.25%前後

まで上昇したあと、同年 12 月には 4.40%前後へと低下となっている。米国の金利上昇一服も、当時の日本株の上昇と円安（リスク回避抑制）の持続につながっていた。

過去実績として「名目 10 年債金利－CPI 前年比」ベースによる実質金利については、計算上の要因もあるが、実質金利の上昇が引き締め効果となって CPI とインフレの抑制に波及する連動相関性が観測されてきた。最近では 2018 年 2 月にかけて実質金利は 0.8%にまで上昇したが、CPI は 5 カ月後となる同年 7 月の+2.9%で天井ピークをつけて、低下へと転じている。

現在と同じような原油高騰に見舞われた 1970 年代のオイル・ショック前後では、CPI が 1974 年 12 月に+12.3%にまで急騰する場面があった。当時の実質金利は同月の－4.6%で、それまでの低下基調が底入れに移行。実質金利の上昇転換と逆相関の形で、CPI は上昇ピークから低下に転じた連動実績を有している。今回についても足元の米国の実質金利上昇を受けて、先行き資源高とインフレの抑制、名目金利の急上昇一服と低下、リスク回避相場の一段落という循環波及が注目されそうだ。





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。