

米利上げ減速も実質金利は上昇余地

米利上げに遅行で現状は初期、ドル下支えで米株圧迫

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/10/28 (金)

米国ではFRBの利上げペース減速が焦点になってきたが、実質金利は上昇余地が残存している（名目金利－期待インフレ率）。実質金利は利上げに遅行の傾向があり、現状はまだ上昇の初期段階だ。先行き利上げペースは減速しても利上げ継続余地は残る一方、裏表でのインフレ低下効果が実質金利の押し上げ要因となる。最近では元IMF幹部から「長期実質金利は2003－2006年の水準に近づく」という見通しもなされており、ドル下支えと米国株の上値抑制、国際的な金融危機の火種要因として注視される。

元IMF幹部、長期実質金利は2003－06年水準に

「米国の長期実質金利は、米国発金融危機（サブプライム危機やリーマン・ショック）以前の2003－2006年水準にさらに近づくだろう」、「事実上、相対的な高金利時代に入ったことから、金融および負債リスクの脆弱性が高まり、2008年よりもさらに多様な危険が現れる可能性がある」――。

元IMFチーフエコノミストであるケネス・ロゴフ米ハーバード大学教授は20日、ウェブセミナーでこのような警告を発した（韓国の中央日報紙が引用で紹介）。そのうえで同氏は「10－15%ほどさらにドル高が進む余地がある」としながら、米国での高物価・高金利・高為替レートという状況の一段の本格化を予想している。

現状の米国市場では10月21日以降、FRBの利上げペース減速観測により、米国株の反発とドル反落が後押しされている。一方でロゴフ氏が予測するような米国での実質金利上昇余地は、先行きドルの下支え、もしくは「ドル安ペース鈍化でもドル高トレンドの継続」、米国株市場では「株安余地縮小でも上値は抑制」につながる要因として注目されやすい。

米国の実質金利については、FRBがインフレ退治の間接手段として引き上げ方向に留意している。9月7日にはリッチモンド連銀のバーキン総裁が「物価安定にはインフレ調整後の実質金利がゼロを上回るよう、政策をさらに引き締める必要」、「実質金利がプラス圏になることが目標で、インフレが一段落したと本当に確信するまでその状態を維持」と発言した。最近では10月12日にクリーブランド連銀のメスター総裁が、「実質金利がプラスを実現するまで、利上げを継続する必要」と述べている。

FRBが政策的に重要視している実質金利は明確でない。単純に「インフレ調整後の実質政策金利（FF）」でいえば、米国では最新9月のCPI前年比（消費者物価指数の総合）が前年比＋8.2%と高止まりしている。一方、FF金利の政策誘導目標は連続の大幅利上

げでも、まだ上限は3.25%という水準だ。結果、単純な「FF金利－CPI前年比」による参考の実質FF金利は－4.95%という大幅なマイナスにある。

最近ではちょうど利上げが開始された－8.00%が最低ボトムとなる形で、切り上がりへと移行してきた。過去実績として実質金利は利上げに遅行性があり、現状は利上げの効果が表出し始めた初期段階に過ぎない。先行き実質金利は、一段の上昇余地が残されている。

FRBは同基準での「プラス圏入り」を目標にしているわけではない。それでも先行き利上げペースは鈍化しながら利上げ自体は続くほか、裏表でのインフレ低下圧力もあり、「金利上昇－インフレ低下」という方向性が実質金利の押し上げ要因となり得る。

同基準による実質FF金利は、今年9月に前年比変化幅で＋0.2%のプラスとなった。2019年10月以来、約3年ぶりの前年比プラス圏浮上となっている。過去のFRB利上げ局面では、同変化幅が＋2%前後を超えるという引き締め効果の広がりまで利上げ継続というパターンが観測されてきた。

FF－CPIの実質金利、過去は前年比＋2%が節目

例えば2015年以降の利上げ局面では、「FF金利－CPI前年比」による実質FF金利の前年比変化幅が2019年6月の＋1.8%で上昇ピークとなった（＝引き締め効果の表出拡大）。結果論ながらも、FRBは翌7月に利下げへと転換している。

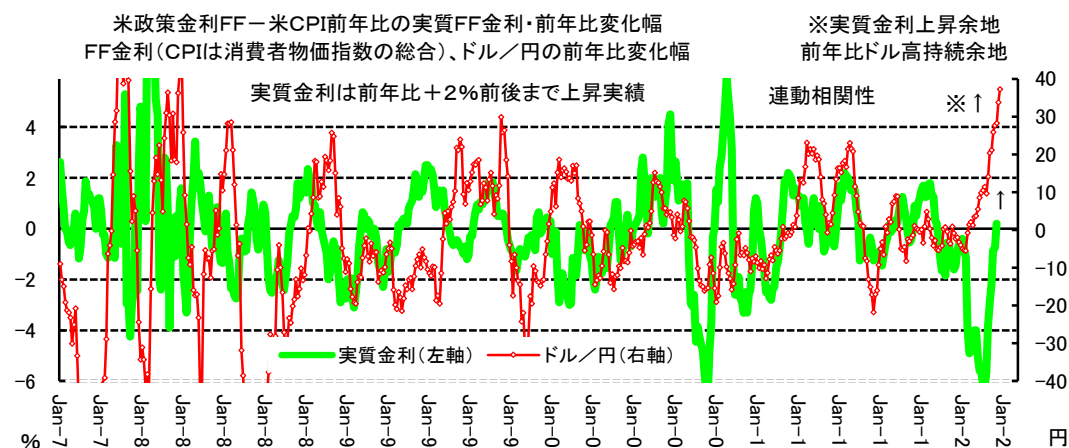
2004年以降の利上げ局面は特殊要因で上下動したが、2006年4月に実質金利の前年比が＋2.0%となってきた。結果論ながらも2カ月後となる同年6月が最後の利上げとなり、その後は利上げ休止へと移行している。

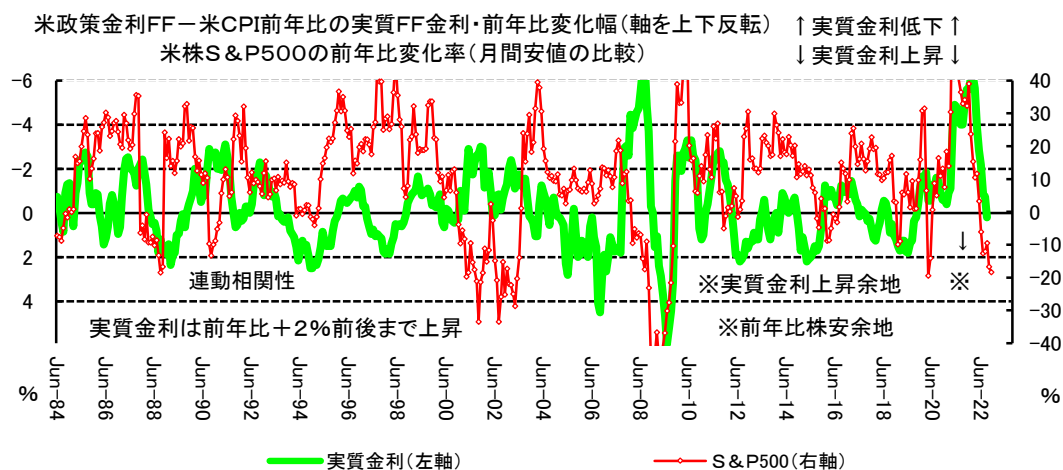
その他、過去の利上げ局面で実質FF金利・前年比上昇ピークは、1997年の＋1.9%、1994年の＋2.5%、1989年の＋2.4%、1982年の＋2.8%などとなってきた。いずれも「＋2%前後」越えが一つの節目となり、その前後で利上げ休止や利下げへ転換するパターン実績がある。その点、現在は9月時点でまだ前年比＋0.2%、しかも約3年ぶりのプラス圏に浮上してきたばかりとなっている。来年にかけては、利上げ継続とCPI低下による「前年比＋2%方向」への実質金利上昇余地が注目されそうだ。

過去実績として米国の実質金利が前年比で上昇している局面では、連動してドル/円の月間ドル高値は前年同月比でのドル高トレンドが維持延命されてきた。来年度の4月以降予想で参考になる今年4月以降の月間ドル高値は、4－5月が131円、6月が137

米国の実質金利に関し、元 IMF チーフエコノミストであるロゴフ米ハーバード大教授は 20 日、「米国の長期実質金利は、2003—2006 年水準にさらに近づくだろう」という見通しを示していた。その具体的な実質金利は不透明ながら、米国の 10 年債金利と期待インフレ率を示すブレイクイーブン・インフレ率

ミシガン大学消費者信頼感指数における「5-10年先の期待インフレ率」でいえば、9月の確報が+2.7%となっていた。それに対して10年債金利は9月末が3.8%であり、参考の実質金利は+1.1%となっている。同ベースでの実質金利は2003-2006年にかけて、+1.7%から+2.2%方向へと上昇していた。同基準でも現状からは、最大で2倍前後という実質金利の上昇余地が残されている。





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。