

米国、インフレ期待の「長期」は下げ渋り

BEI 等で微妙に長短乖離、長期金利低下やドル安を制御

2022/11/18 (金)

米国ではインフレ期待が短期で低下しつつあるが、長期は下げ渋りとなっている。期待インフレ率を示すブレイクイーブン・インフレ率 (BEI) 等では、短期の低下幅との相対比較で長期は抑制される微妙な開きが見られ始めた。コロナ・ショックやウクライナ戦争などを契機とした、長期的・構造的なインフレ先高警戒の定着が注視される。米国では 11 月から物価指標の低下もあり、長期債金利の低下 (米債価格は上昇) やドル安が見られているが、中長期スパンでは下押し制御や下限の切り上がりが焦点になる。

6 カ月先予想、景況指数は悪化も価格下げ渋り

「(金利を) やや控えめに引き上げた後にさらに上げると人々に伝えるより、少し高めに引き上げた後に戻さざるを得なくなる方が良い。ある時点でインフレ期待に影響するからだ」、「FRB が引き締めを早期に停止してインフレ期待の高まりを長期化させるようなことがあってはならず、1970 年代の失敗を繰り返すべきではない」――。

米サンフランシスコ地区連銀総裁のデイリー総裁は 10 日、利上げペースの鈍化は支持しながらも、利上げが不十分となるよりは、少し行き過ぎる方を支持する考えを示した。

米国では現状、1970 年代のような「インフレ期待の高止まりの長期化」には至っていない。それでも最新 11 月分の NY 連銀製造業景況指数では、6 カ月先予想で景況指数が前月の -1.8 から -6.1 に悪化する一方、仕入価格は前月の 48.6 から 48.5 と低下幅に限られた。最近の米国では 10 月の物価指標で低下が相次ぎ、景況指数も悪化が目立ち始めたが、「先行きインフレ期待」は微妙な下げ渋りが示唆されている。

同じ NY 連銀による 10 月の消費者期待調査でも、先行きのインフレ期待は 3 年後が 3.1% (9 月は 2.9%)、5 年後は 2.4% (同 2.2%) とそれぞれ前月から上昇した。その中で期待インフレ率の参考になる米債市場でのブレイクイーブン・インフレ率 (BEI) では、短期の低下幅との相対比較で長期は抑制される微妙な開きが見られつつある。

米国では 11 月以降、物価指標の低下もあって長期債金利の低下 (米債価格は上昇) やドル安が見られている。しかし、中長期スパンでは長期金利やドルについて、下押し制御や下限の切り上がりが注目されやすい。

単純に短期のインフレ期待は、FRB による引き締めの冷却効果や資源高騰の一服、株価下落、住宅価

格の騰勢一服、来年にかけての景気悪化懸念などが急上昇に歯止めを掛けている。一方で長期スパンではコロナ・ショックやウクライナ戦争などを契機とした、長期的・構造的な物価先高とインフレ先高の警戒感が根強く残存したままだ。

長期の構造面ではベビーブーマー世代の引退などによる人手不足と労働市場の逼迫定着、ウクライナ戦争の長期化懸念と資源・食糧価格の高止まりや品不足の持続警戒、新冷戦による反グローバル化、世界的な脱炭素化と化石燃料関連の投資・供給先細り (資源エネルギー高止まり)、米国 IT デジタル企業の人員削減などに見られるデジタル進化の一服 (IT 革命による価格破壊の一服)、新興国での人件費上昇といった要因により、長期スパンではインフレの高止まりが意識されやすい。

具体的に米 BEI での長短格差は日中終値ベースで「10 年物-2 年物」が 11 月 16 日に -0.18% となり、2 日の -0.41% を直近最低として 10 年物の下振れ乖離が一服となってきた (ブルームバーグ算出)。より長期の「30 年物-7 年物」格差では 16 日に +0.12% となり、11 月 3 日以降は 2020 年 12 月以来となる 30 年物優位のプラス化が定着しつつある。10 月 7 日の -0.16% が 30 年物の下振れ最低となり、期待インフレでは微妙ながらも「長期物優位」の先高方向が見られ始めた。

30 年-10 年金利差縮小一服、金利やドル下支え

同時進行で米ミシガン大学消費者信頼感でも、期間別・期待インフレ率では中長期の劣勢と短期の優勢が一服となっている。最新 11 月の速報では「5-10 年先と 1 年先の前年比格差」が -0.2% となり、10 月と同水準ながらも底入れが明確になってきた。今年 3 月の -2.1% で 5-10 年先の下振れ乖離はボトムとなり、「短期の大幅上振れの修正低下」と「中長期の緩やかな切り上がり」という基調変化が見られている。

過去実績として米 BEI や消費者信頼感の期待インフレ率で「長期劣勢・短期優勢」に歯止めが掛かる局面では、インフレ期待での相対的な長期上振れが示唆され、10 年債や 30 年債といった長期金利は下げ渋りや下限切り上がりに移行してきた。

例えばリーマン・ショックのあとミシガン大学消費者信頼感での期待インフレ率・前年比格差は、5-10 年先の下振れマイナスが続いたあと、2012 年 2 月から中長期優位方向のプラス化に転換している。当時の米 10 年債金利は低下局面を経て、同月の月間最低 1.80% から下げ渋りに移行。低位底這い化か

ら5カ月後となる2012年7月の1.38%で底入れとなり、下限切り上がりから金利上昇のトレンドへと移行している。

足元の米国では「より長期スパンでのインフレ期待の微妙な上昇」を示唆する形で、米国債市場の30年債－10年債という金利差では、30年債の劣勢トレンドに底入れ兆候が見られ始めた。最近では2021年4月以降、30年債の相対低下と金利差の縮小が長期化している。しかし、9月が金利差縮小のボトムとなり、微妙ながらも「30年債優位」の方向に金利差が開き始めている。

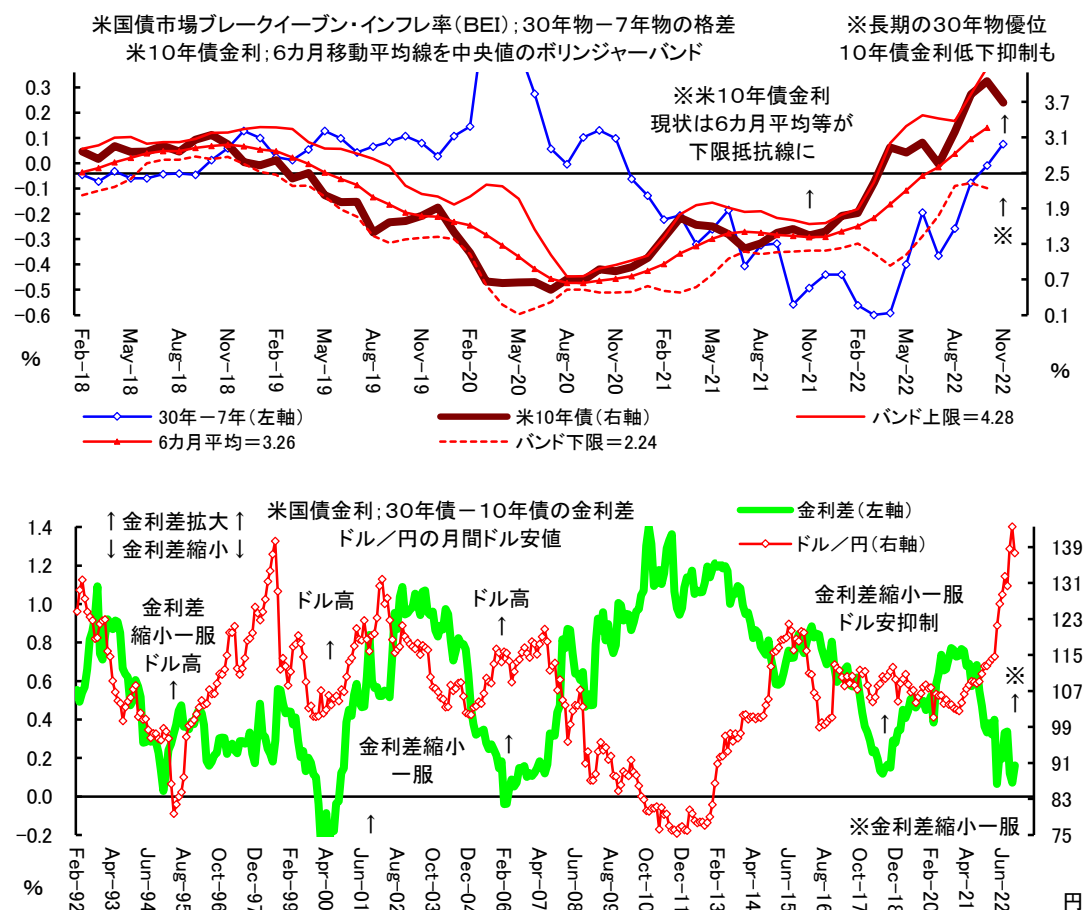
具体的に日中終値比較では、11月16日に+0.15%の30年債優位となった。9月27日の-0.12%が下限となり、僅かながらも下限が切り上がっている。過去には長期スパンでの金利差縮小傾向が、2018年7月で底入れとなった。当時のドル/円はレンジ横這い化ながら、「30年債－10年債」金利差の底入れなどが米長期金利の下げ渋りへと作用。ドルも下落余地が抑制される下げ渋りとなっている。

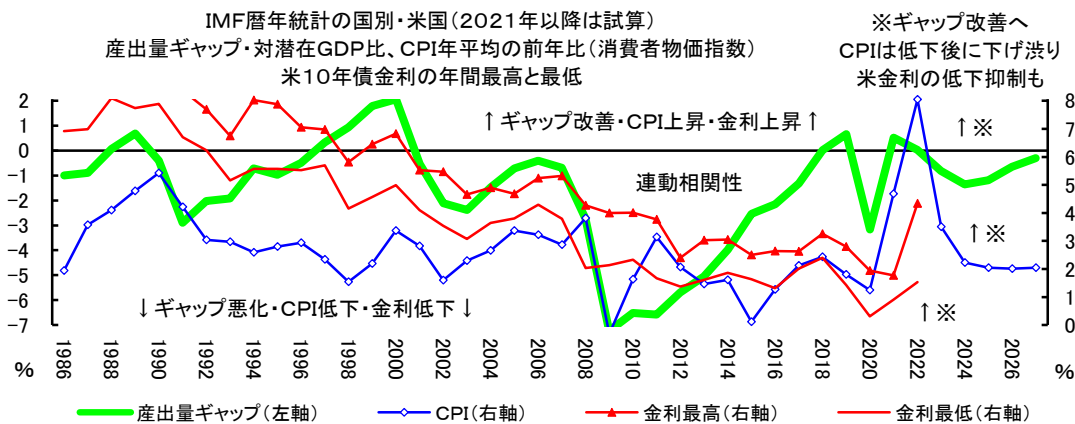
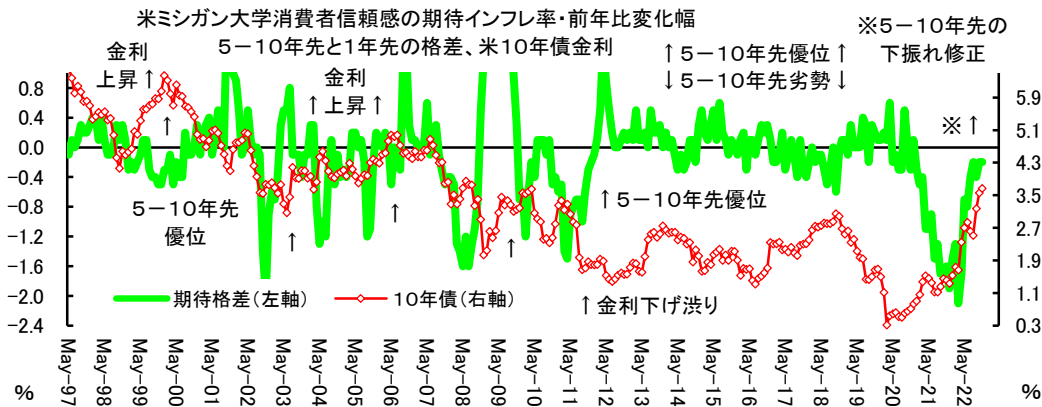
その前の金利差縮小からの底入れは、2006年や

2000年、1994年などで観測された。いずれも時間差ケースを含めて、米長期金利の下げ渋りと低下余地の狭まりが、ドルの下落歯止めやドル高トレンドに寄与している。

なお、IMFの暦年経済統計と見通しによると（2021年以降は試算）、米国の広義需給ギャップを示す「産出量ギャップ・対潜在GDP比」は、2020年の-3.2%から2021年の+0.5%、2022年の0.0%という回復を経て、来年2023年は景気悪化懸念でも-0.8%と下げ渋り予測となっている。2009年から2014年にかけての「デフインフレ時代」における-4%から-7%からは切り上がっており、連動して米10年債金利やドルは下限の切り上がりが支援されやすい。

IMF試算による米CPI（消費者物価指数）年平均の前年比は、2022年の+8.1%という大幅上振れから来年2023年は+3.5%と低下の見込みだ。それでも2020年の+1.2%や2019年の+1.8%からは高い水準が続き、過去比では米長期金利やドルの下押し度合いは抑制される。





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自身でお願いします。