

米FFはインフレ率超えへ、長期金利が追従も

FF>コアインフレ率、過去50年は10年債金利も連動

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/12/28 (水)

米国ではFRBの利上げ強化もあり、インフレ率は緩やかながらも低下し始めたことで、政策金利FF（翌日物）の水準がコアインフレ率を上回る方向となってきた。FRBによる間接的な実質金利押し上げ（名目金利－インフレ率）意図もあって、今後は引き締め効果の本格表出が注視される。長期の米10年債金利は先行き景気悪化圧力が金利の低下要因（米債価格は上昇）となる一方、過去50年実績ではインフレ率や短期FF金利水準との見合いで、10年債金利もコアインフレ率を上回る連動性が観測されてきた。

米10年債金利、正常化でインフレ率超え圧力

「(米国では) 実質金利が当面、制限的な水準にとどまる必要があることは、かなり多くの人が理解していると思う」、「インフレを2%の目標に向け低下させるため、来年の政策金利FFのピークが12月FOMCで示された当局者の見通しである5.1%よりも高くなる可能性がある」――。

米FRB内部でも政策決定に影響力を持つNY連銀のウィリアムズ総裁は12月16日、改めてインフレ警戒と引き締め強化の姿勢継続をアピールした。

米国の実質金利（名目金利－期待インフレ率やインフレ率）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となり、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」という見解を示していた。

FRBが政策的に着目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）」の関連でいえば、FRBがコアインフレの指標として重要視しているPCE（個人消費支出）コアデフレーターが最新11月に前年比+4.7%となった。直近最高である9月の+5.2%や10月の+5.0%から低下となり、利上げの累積効果もあって緩やかながら低下し始めている。

かたやFF金利は、11月時点で目標上限が4.00%となっていた。単純に参考の実質金利である「FF－コアインフレ率」の格差は、11月に－0.7%のFF下振れとなっている。しかし、足元でFRBは12月にFF金利を4.50%へと引き上げたほか、先行きは利上げ継続とインフレ低下によって、FF金利はコアインフレ率を上回っていく逆転方向となってきた（FF>コアインフレ率）。

先行き実質金利のプラス化方向に寄与するもので、

今後は本格的な引き締め効果と景気冷却の影響が注視される。米国債市場では長期の10年債金利について、先行きの景気悪化圧力などが金利低下（米債価格は上昇）の要因となりやすい。

一方で1970年代以降、過去50年の実績に沿えば、「FF>コアインフレ率」という関係は連動して「10年債金利>コアインフレ率」という金利の上振れ環境を醸成させてきた。単純にFRBによる金融緩和環境の正常化と引き締め政策は理論値の観点により、インフレ率や短期FF金利との見合いで、10年債金利の位置水準を上振れさせる「正常化」の圧力が掛かりやすい。

ただでさえ、現在は世界的・構造的に低インフレや低金利、カネ余りの時代が一区切りを迎えている。これまでの「名目金利<インフレ率」や「名目金利<名目成長率」というニューノーマルの状況には、修正の正常化圧力が漸増していく可能性もある。

実質金利プラス圏維持、米株圧迫でドル下支えも

米国の来年コアインフレ率（PCEコアデフレーター前年比）は、12月FOMCでの参加メンバーによる見通しの中央値が+3.5%となっていた。すでに足元のFF金利4.5%は上振れ逆転となっているうえ、FOMCメンバーによる来年末のFF見通しは5.1%となっている。あくまで予測ながらも、来年末の「FF5.1%－コアインフレ率3.5%」格差は+1.6%のFF金利上振れ公算となってきた（引き締め方向、実質金利はプラス化）。

過去実績に沿えば来年の米10年債金利についても、月間の最高・最低金利ともにコアインフレ率予測の3.5%水準以上や、FFの対コアインフレ率上振れ幅+1.6%に連動した金利上振れ余地（5.1%など）が注目されやすい（12月23日の終値は3.74%前後）

最近ではFF金利がPCEコアデフレーター前年比を下回る状態から上振れとなった局面として、2018年9月があった。同月に「米10年債金利－PCEコアデフレーター前年比」の格差は、月間最高金利が+1.0%幅の上振れ、月間最低金利が+0.8%幅の上振れという金利上昇となっている。

その前のFF金利「対インフレ率」下振れからの逆転は、2004年12月から観測された。同月に10年債金利は同月のコアデフレーター前年比に対し、月間最高金利が+2.4%幅、月間最低金利が+2.0%幅という上振れが見られている。古くは1977年12月から、当時のFF金利「対インフレ率」下振れが解消された。同月の10年債金利は月間最高が+1.3%幅、月間最低金利が+1.1%幅という上振れ幅となって

いた。

来年の米10年債金利水準で参考になるPCEコアデフレーター前年比については、FRBの現状予測+3.5%を下回る低下となる可能性も無視できない。しかし、最新11月は+4.7%とまだ高めのインフレ率であり、低下には一定の時間を要する。

過去には1989年2月に、+4.7%というプラス幅があった。そこから低下に転じたものの、+3.5%にまで切り下がったのは「11カ月後」となっている。その前では1984年5月に+4.7%という水準があった。当時は4カ月後に+3.7%に低下する場面があったが、その後は下げ渋りから+4%前後での横這いが定着。+3.1%に低下したのは、「27カ月後」という時間を有している。

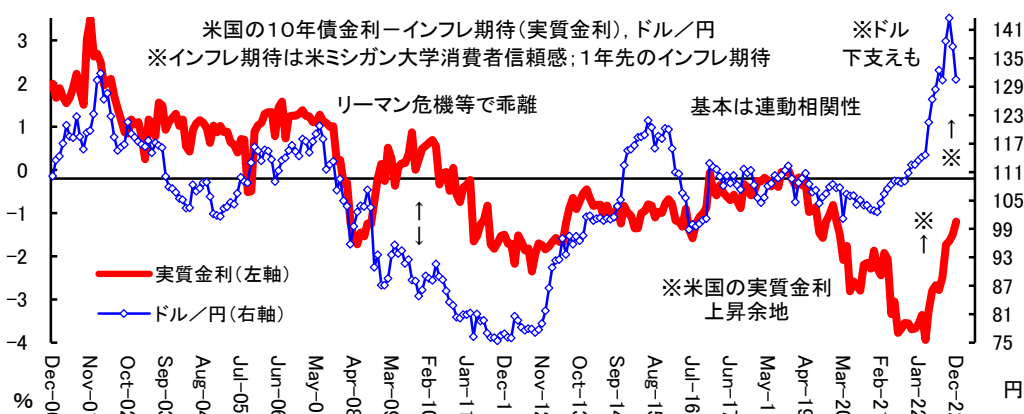
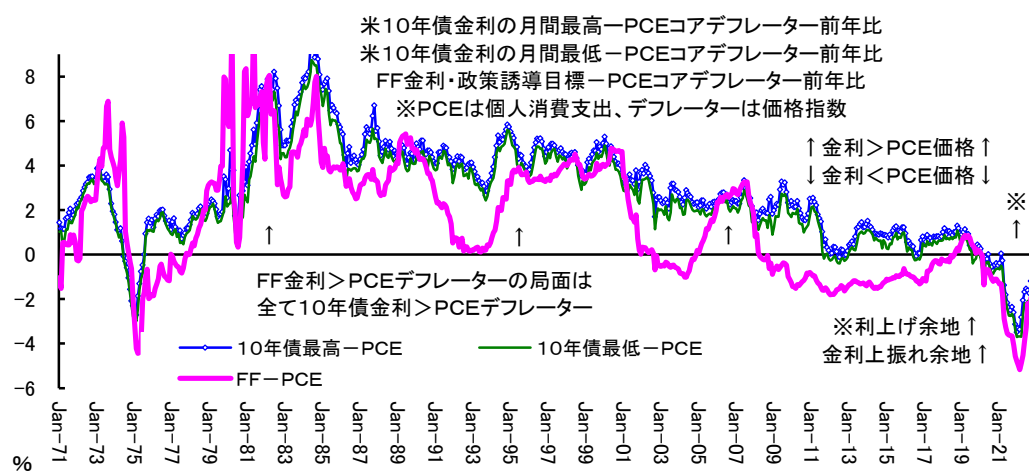
米国でのFRBによる利上げ継続と、「実質金利がプラス圏となり、インフレが一段落したと本当に確信するまでその状態を維持」(リッチモンド連銀のバーキン総裁)という方向性については、来年前半に向けた米国株の上値抑制と下値リスク、為替相場でのドル下支えやドル再上昇の要因として注視される。

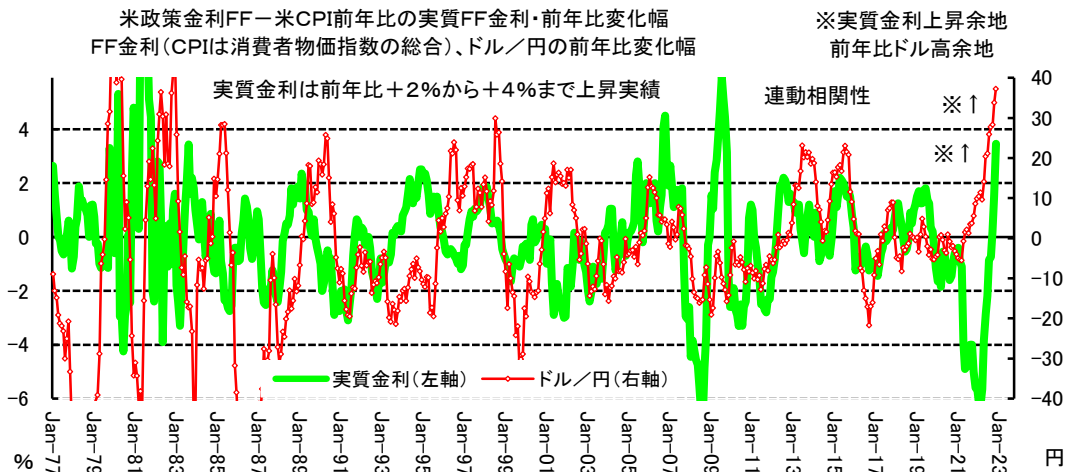
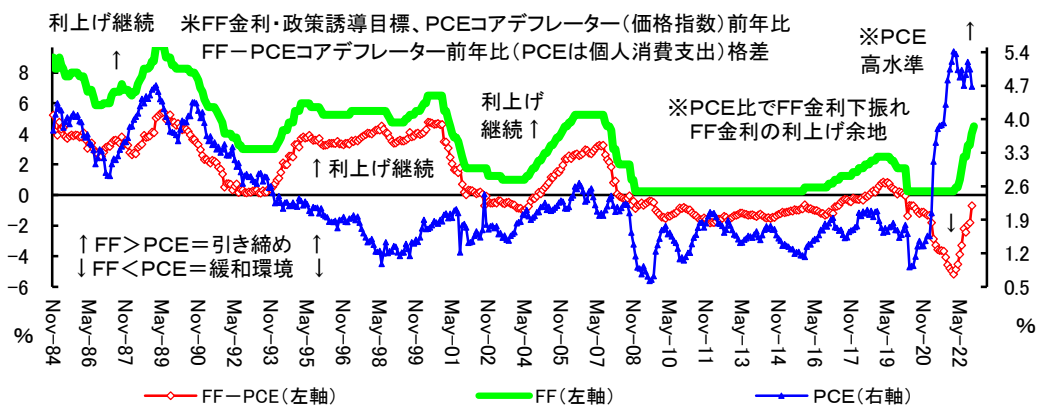
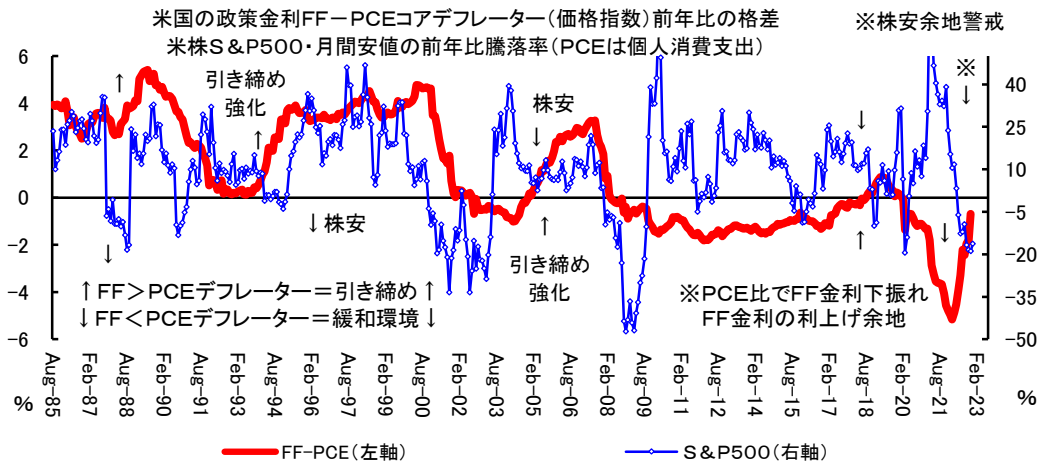
最新の米実質金利の関連では、12月のミシガン大学消費者信頼感で「1年先のインフレ期待」が4.4%となり、前月の4.9%から低下した。今年3-4月の5.4%をピークに天井通過が示唆され、2021年6月以来、約18カ月ぶりの低水準となっている。

名目の10年債金利も12月からは低下となり、月間最低は+3.4%に切り下がってきた。それでも「10年債金利の月間最低-1年先のインフレ期待」による参考の実質金利は-1.0%と、前月の-1.3%からは上昇。今年3月の-3.7%を最低として上昇傾向にある。今後は「名目金利の高止まりや上昇-インフレ低下」という逆行の方向性が、実質金利の上昇要因となっていく。過去実績では米株S&P500の前年比下落、ドル/円でのドル下げ渋りやドル上昇と密接な相関性を有してきた。

最近では12月9日に米金融大手ゴールドマン・サックスの為替担当者が、「米国の実質金利の上昇を見込み、ドル/円の目標を143円方向のドル高・円安に」という顧客向けレポートを取りまとめた。その後、日銀の緩和修正などにより、ドル安・円高が加速されているが、21日には同社のアナリストが「ドルには依然として上昇余地がある」という見解を示している。

その21日レポートでは、「今のところ日銀の動きは技術的な調整」、「米国債の利回りは、日本国債よりも自由度が高い状態が持続」、「米国債の短期ゾーンは景気後退の確率を過剰に織り込む一方、FRBの引き締めサイクルを過小評価している」といった指摘がなされていた。





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。