

米 10 年債金利、FF 水準「収れん」上昇余地

現状は下振れ、過去は利上げ休止局面で格差是正も

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/6/23 (金)

米国では 10 年債金利が政策金利の短期 FF (翌日物、現状 5.25%) を下回る状態が続いているが、先行き FF 水準への収れん上昇余地は無視できない。4-5 月からは足元比での中長期的な景気改善を織り込む形で米国株は上昇しているほか、インフレ期待調査では短期の大幅上振れと中長期との乖離が是正されてきている。先行き利上げ休止と連動した長期の景気悪化懸念の後退余地などとあいまって、米金利の短期上振れ・長期下振れには修正余地がある。過去には利上げ休止局面で、格差是正のケースも見られていた。

インフレ期待は短期急低下、中長期比上振れ修正

「今後数年間は金利が上昇し、米国の 10 年債利回りは 2020 年代の残りの期間を通じて平均で 4% を上回って推移する」、「米金融当局は 2% へのインフレ率抑制で、苦戦を強いられるだろう」――。

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 6 月上旬、このような見通しを示した (ブルームバーグ)。中長期スパンでの金利とインフレの上昇圧力には複合要因があり、「政府債務拡大や国防費増加、ポピュリストの圧力など、この変化した世界で米当局がインフレ率を 2% に抑えていくのは容易ではない」(同) としている。

米国債市場では 14 日の FRB による FOMC で利上げが見送られる一方、残り 2 回の利上げが示唆されたことで、改めて短期の 2 年債金利などが上昇となっている。かたや長期の 10 年債金利などは先行きの景気悪化などが再警戒され、14 日以降は上げ渋りとなっていった。

短期金利が影響を受けやすい FRB の金融政策については、引き続き利上げの休止時期や休止の期間、利下げ転換の時期などに不透明感が根強い。それに対して長期金利は利上げ累積効果や銀行不安などを受けた先行きの景気後退が警戒され、最近では中国の成長伸び悩みも着目され始めた。米国の金利は「短期上振れ・長期下振れ」という逆イールドの圧力が続いている。

それでも翌日物の短期 FF 金利が 5.25% で高まりする中、長期の 10 年債金利 (6 月 20 日の終値 3.72% 前後) が先行き FF 水準の方向に収れん上昇となる潜在余地は無視できない。10 年債金利の上昇要因となる長期の成長期待でいえば 4-5 月以降、足元比での先行き景気改善を織り込む形で米国株が上昇となっている。

最新 6 月調査では米ミシガン大学消費者信頼感で「1 年先のインフレ期待」が 3.3% となり、前月の

4.2% から大きく低下した。2022 年 4 月の 5.4% を天井ピークとして、落ち着きが示されている。かたや「5-10 年先のインフレ期待」は、6 月に 3.0% となった。こちらは 2022 年 4 月の 3.0% と同水準で抑制されている。

結果、1 年先と 5-10 年先の格差は、6 月に +0.3% となった。依然として 1 年先が優位ながら、2022 年 4 月時の +2.4% といった 1 年先の大幅な上振れ乖離は修正されている。こうした期間別でのインフレ見通しの変化は、米国の金利についても「短期の上振れと長期の下振れ」という形状の先行き修正につながりやすい。

ちなみに米株 S&P500 は月間高値ベースで、6 月は前年同月比 +6.5% の上昇となってきた (20 日時点)。2022 年 5 月以来、約 13 カ月ぶりのプラス回復となっている。過去実績として米株の前年比プラス化は、期待成長率の改善や安全逃避の後退などを通じて、米 10 年債金利の押し上げ要因となりやすい (米債価格は下落)。

米金利「短期上振れ」修正、銀行株支援

過去に S&P500 で前年比マイナスが続いたあと、プラス圏に浮上したケースとして 2016 年 7 月があった。当時の米 10 年債金利の月間最高は、同月の 1.63% から上昇基調へと移行。8 カ月後となる 2017 年 3 月には、2.63% 方向に切り上がっている。

その他、2009 年 10 月のプラス化以降は、同月の 3.56% から 5 カ月後には +4.01% へと金利が連動で上昇。2003 年 7 月のプラス化以降は、同月の 4.56% から 11 カ月後には 4.90% に金利は上昇している。

過去には現在のように FF 金利が 10 年債金利を上回っている場合 (FF > 10 年債)、その逆転が解消されるのは FRB による「FF 引き下げ」という利下げ後が目立ってきた。例外としては 2000 年時の利上げ局面があり、当時は同年 4 月の FF 6.00% から 5 月の 6.50% への利上げが結果論として最後の利上げとなった。米 10 年債金利の月間最高は、その局面で 4 月の 6.30% から 5 月は 6.57% へと上昇。FF 6.50% を上回る場面が見られている。

同年は 5 月利上げのあと、12 月の利下げ転換まで 7-8 カ月間の利上げ休止が続いた。同期間中に 10 年債金利は上昇一服ながら、5.90% から 6.29% 前後と FF に近い水準での金利高止まりが続いている。

1989 年の利上げ局面の場合、2 月の FF 9.75% への利上げから休止に移行している。利下げ転換となった同年 6 月まで、3-4 カ月間の利上げ停止期間があった。同期間中に 10 年債金利は 9.17% から 9.54%

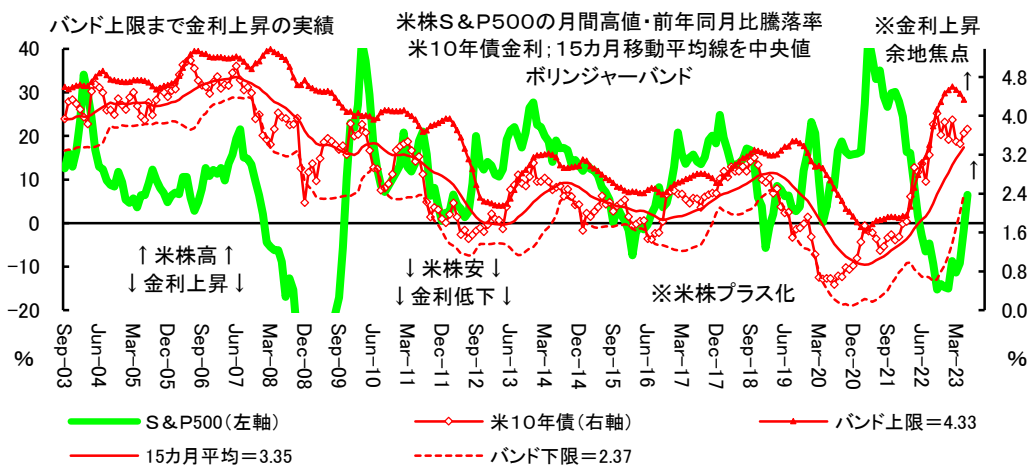
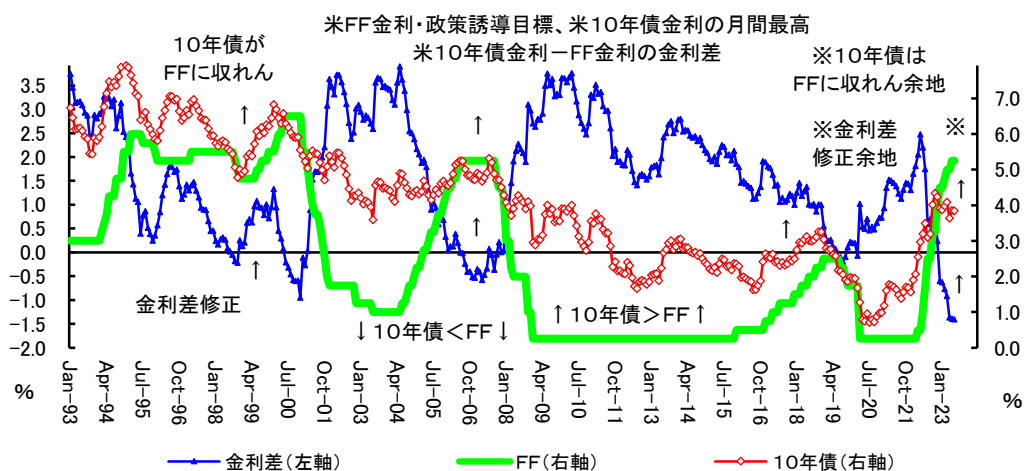
で推移し、FF9.75%に近い水準での高止まり実績が見られていた。

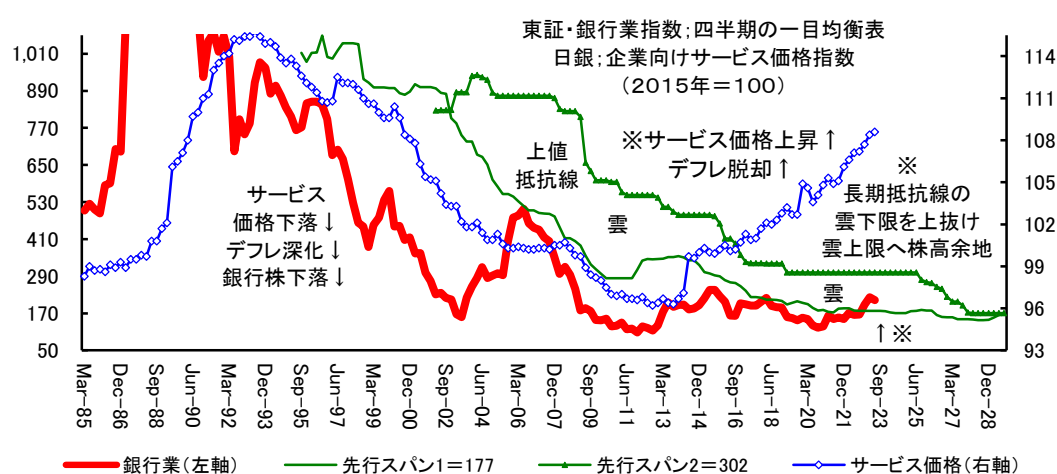
その他、2006年の利上げ局面は、6月のFF5.25%への利上げが結果論としての最後となった。その後、利下げ転換となる2007年9月まで、14-15カ月間の利上げ停止期間が続いている。同期間中に米10年債金利は上げ渋りや低下となったあと、最終利上げから1年後にかけて金利が再上昇。2007年6月には5.32%となり、高止まりが続いていたFF5.25%を上回っている。

今回はFRBによる残り1-2回の利上げ後、年末から来年前半にかけて「現状維持のFF高止まり」が長期化する可能性がある。米10年債金利については現状のFF5.25%を含めて、FF水準の方向への金利上昇余地が注目されやすい。

米国で長短金利差の逆転が修正され、長期金利優位の方向への「正常化」が意識されてくると、利ざや改善を通じて銀行株の先行き底入れと反発を後押しさせる。日本の銀行株についても、連動のプラス材料として注目されそう。ただでさえ日本の銀行株については、「1990年代からの長期デフレの脱却」と「マイルドなインフレ環境への移行」が長期スパンでの株高支援材料となってきている。

東証・銀行業指数の長期テクニカルでは、四半期の一目均衡表チャートで1990年代からのバブル崩壊以降、長期の強力な上値抵抗線となってきた先行スパンの雲下限（現在は177、21日終値は211）を上抜け始めた。これから雲下限などでの下値固めを経て完全に上抜け定着できると、雲上限（302）方向への株高余地を秘めている。





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。