

米2年債金利に上昇余地、ドル高余地に寄与 FF金利ピークに上振れ実績、利下げ時期も不透明

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/8/30 (水)

米2年債金利は微妙に上昇余地が再拡大となっており、為替相場のドル/円では「ドル高の残存余地」につながりやすい。短期の2年債金利は政策金利FF（翌日物）と相関性が高く、7月以降は先行きの利上げ停止や利下げ観測などで上げ渋りとなってきたが、25日にパウエル米FRB議長がインフレ警戒姿勢を堅持させたこともあり、利下げ時期の不透明感などで金利が再上昇となってきた。1980年代以降の利上げ局面では2年債金利が「FF金利の天井ピーク」を上回る長期実績があり、金利上昇余地の確度も担保される。

米2年債金利上昇やFF比の金利差修正、ドル高に

「FRBにとって真のリスクは、過剰なインフレに陥ることだ。パウエル議長は講演原稿の脚注で『非線形フィリップス曲線』に言及した。労働需要が加速すれば、賃金が増え始めるという話だ。国防や産業政策への財政支出を通じて、賃金上昇が起きるかもしれない。何かしらのショックが起きて、米国では賃金上昇が加速するリスクはある」――。

米国の有力シンクタンク、ピーターソン国際経済研究所のアダム・ポーゼン所長は25日のパウエルFRB議長の講演に関して、このような解説を行っている（28日テレビ東京）。ポーゼン氏は過去に英国中銀で政策委員を務めた金融政策の専門家であり、パウエル氏が講演を行った米カンザスシティ連銀主催による年次シンポジウム「ジャクソンホール会合」にも参加していた。

パウエル氏は25日、賃金を含めた労働市場に関して、「インフレ率の低下には、労働市場の軟化も必要」、「労働市場が冷え込んでいない兆候は、さらなるFRBの行動につながる可能性」と指摘。インフレ警戒姿勢を堅持させながら、残り1回の利上げ余地や、その後の政策金利の高止まり持続、早期の利下げ慎重姿勢などを示唆している。

その中で米国債市場では、短期政策金利FF（翌日物）に相関性や先行性がある2年債金利が再上昇となってきた（米債価格は下落）。7月以降はFRBの先行き利上げ停止や利下げ観測などで上げ渋りとなってきたが、「インフレ高止まりの長期化警戒」や「利下げ時期の不透明感」などもあり、微妙に上昇余地の再拡大が注視されつつある。

もともと1980年代以降の長期実績として、FRBによる利上げ局面では米2年債金利がFF金利の天井ピーク水準を上回るパターンが続いてきた。より期間の長い2年債金利のほうが上振れになるという、正常化の順ザヤ形状だ。

その点、現在は7月の再利上げにより、FF金利の政策誘導目標は上限が5.50%となっている。それに対して2年債金利の直近最高は7月6日の5.12%前後、8月28日の5.10%前後などとなっている。先行きFF金利が現状水準で利上げ停止となるにせよ、11月にかけて5.75%への最終利上げがあるにせよ、2年債金利は「5.50%から5.75%方向」への遅行上昇余地が注目されやすい。

為替相場のドル/円では過去実績として、米2年債金利が上昇したり、米2年債－FFの金利差が縮小と2年債優位への逆転に向かう局面では、ドル高、もしくはドル高止まりの安定化が連動支援されてきた。

最近でいえばドル/円は昨年10月の151円超えをドル高のピークとして、ドルが反落となった。日本の当局による円高阻止介入やFRBの利上げ終盤観測、日銀の緩和修正思惑などもあり、今年1月には127円前後までドル安が進行している。しかし、その後はドルが反発。今年7月までに至るFRBの利上げ継続や、連動した米2年債金利の上昇などもあり、8月28日時点では146円超えまでドルが再上昇となっている。

来年大統領選、歳出減制約、インフレと金利上昇

前回のFRB利上げ局面は、結果論として2018年12月のFF2.50%への利上げで天井ピークをつけた。米2年債金利は、その前月の11月にFFを上回る2.97%へと上昇。ドル/円はその前月の10月に114円超えで当時のドル高天井を形成し、ドルは先行で反落に転じるという「時間差」連動性が見られている。

さらに前の利上げ局面は、2006年6月のFF5.25%への引き上げで結果論としての天井ピークをつけた。米2年債金利は同月に5.28%まで切り上がり、FF比で上振れとなった。同局面でドル/円は1年後となる翌2007年6月の124円超えでドル高天井をつけるという、やはり「時間差」連動性が示されていた。

その他、現在のような利上げ終盤時における「米2年債金利の対FF下振れからの修正上昇」局面としては、2000－2001年があった。同期間にドル/円は複合要因があったものの、ドル/円は102円から130円超え方向へとドル高が進展している。

先行き米国でのインフレ高止まりとFRBの利下げ時期遅延には複合リスクがあるが、一因として注目されるのが、米ピーターソン国際経済研究所のアダム・ポーゼン所長が指摘する「国防や産業政策への財政支出などによる賃金上昇」といった歳出の高止まり余地だ。

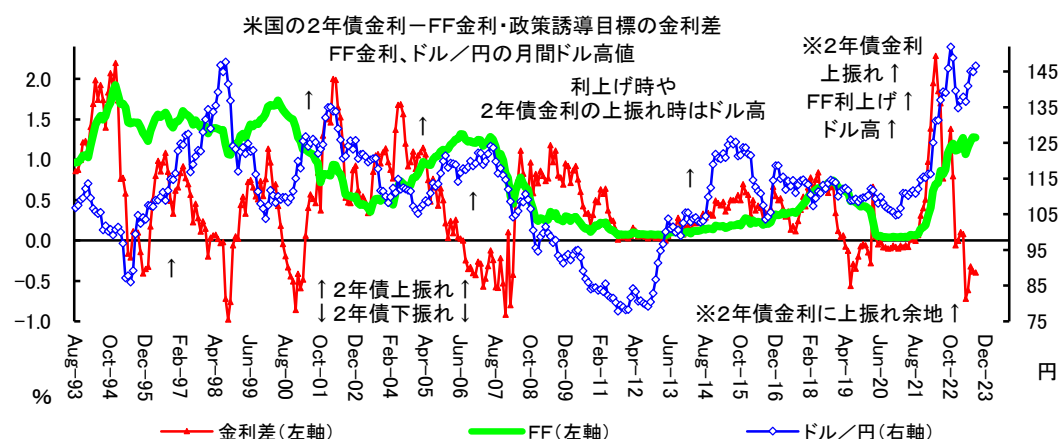
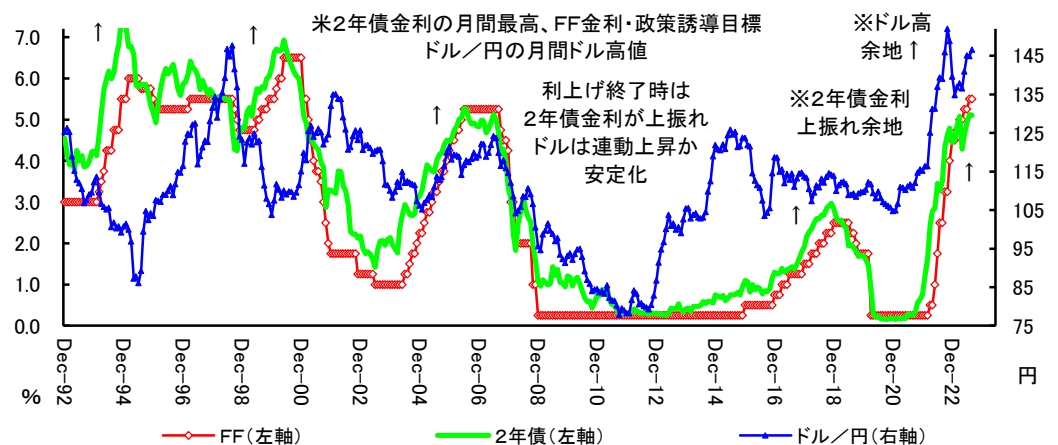
米国では財政赤字拡大と債務上限を巡る与野党対立などにより、歳出の急膨脹には歯止めが掛かっている。しかし、まだコロナ危機対策での歳出急増の反動抑制にとどまっており、「現在もバイデン政権は電気自動車（EV）や半導体の国内生産テコ入れのほか、道路や橋の修復のためのプログラムに多額の資金を投入している」（25 日ブルームバーグ）。結果、「一部のエコノミストや投資家は、このような財政支出によってインフレが再加速し、金融当局が利下げに転じるのが難しくなる恐れがあると警告している」（同）。

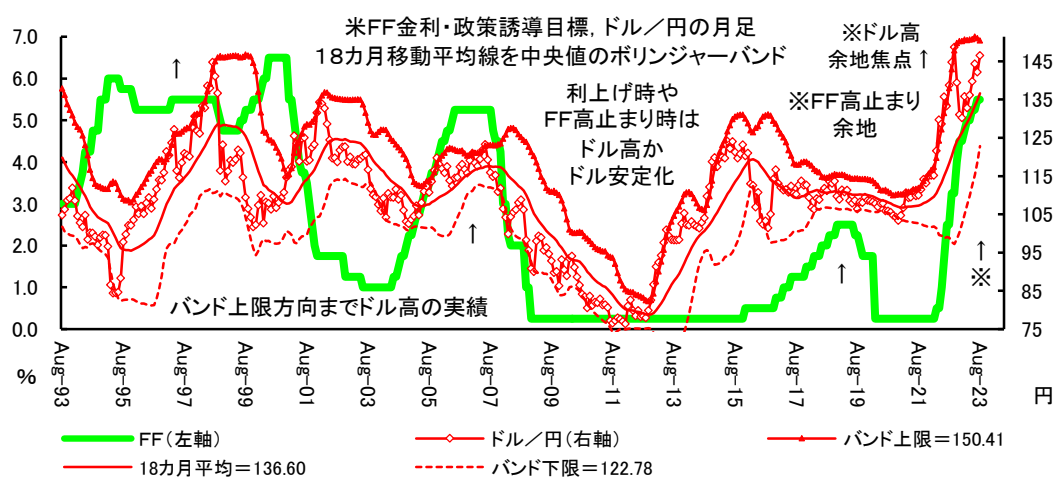
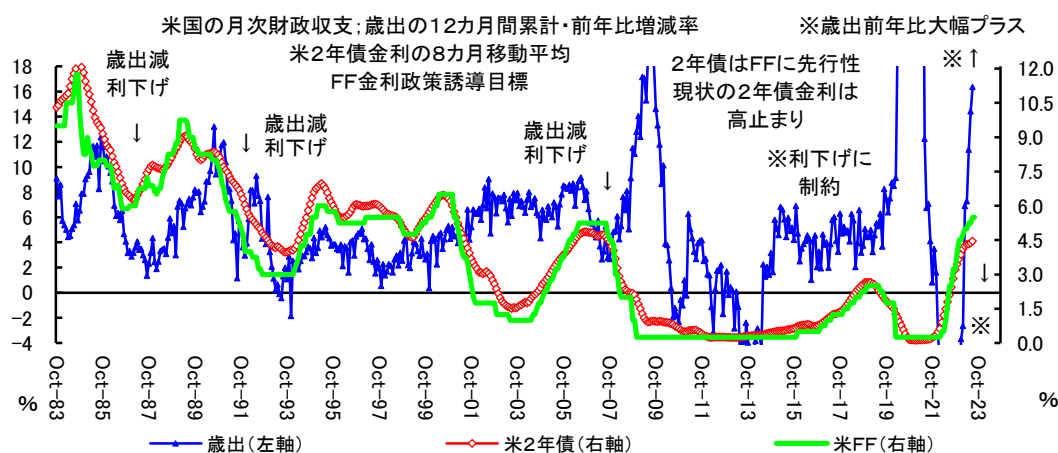
しかも米国では来年に大統領選と議会選が予定されている。来年度の予算案については選挙対策として、与野党ともに過度な歳出削減に慎重となる可能性は無視できない。

現状段階ですら、「債務上限に続き、2024 会計年度（23 年 10 月から 24 年 9 月）歳出法案に関して与野党の対立が再燃しつつあるが、争点となっているのは 1000 億ドル程度。連邦債務残高の安定化に必要な

とアナリストが唱える支出削減・増税額に比べれば僅かな金額」、「予算の比較的小さな部分について両党は派手な対立を繰り広げても、与野党議員はいずれも社会保障給付やメディケア（高齢者・障害者向け医療保険制度）の支払い削減には消極的」、「家計や企業の税負担を引き上げて、政治的な代償を支払うことも望んでいない」（ブルームバーグ）といった問題が指摘されている。

米国では最新 7 月の月次財政収支で、歳出が今会計年度分（昨年 10 月から今年 7 月）で前年同期比＋9.8%となった。同じ 7 月時では昨年の－17.5%を上回り、3 年ぶりのプラス幅となっている。12 カ月間累計の前年比では＋16.4%と、26 カ月ぶりの大幅プラスとなっている。コロナ危機後の歳出急増と反動減が一服となり、前年比では再増加となってきた。過去実績として前年比での歳出増局面では、FRB による利上げ停止はあっても、政策金利の高止まりや利下げ遅延が連動観測されている。





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。