

米 FF 実質プラス化「1 年経過」でも物価上昇 引き締め効果に遅れ、利下げ時期遅延と回数の減少に

(株) ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2024/4/15 (月)

米国では政策金利 FF がインフレ率を上回る「実質プラス化」の引き締め環境が約 1 年の経過となってきたが、最新 3 月の CPI（消費者物価指数）は上昇となった。引き締め効果の遅れが意識されつつあり、FRB の利下げ時期遅延や回数の減少につながりやすい。為替ドル/円への影響では FF 金利の現状維持と前年比プラス環境が前年比ドル高を継続させるほか、FF 金利の低下余地の狭まりと、その高位見合いでの長期金利の FF 比「下振れからの上振れ正常化」の逆転余地が、米長期金利の上昇とドル上昇の潜在要因となる。

FRB 幹部「インフレ安定化で実質 FF プラス重要」

「米国でインフレ率を 2%に戻す安定軌道に乗せるために金融政策は今年（昨年 の 2023 年）、景気抑制的な領域にさらに踏み込まねばならず、政策金利の FF は 5%を上回り、実質 FF 金利は当面プラスの領域にとどまる必要がある」、「（政策金利の名目と実質は）景気抑制的な水準に当面維持すべき」――。

米クリーブランド連銀のメスター総裁は昨年 4 月段階で、このような見解を示している。昨年 4 月時点で FF 金利の政策誘導目標は上限が 5.00%であったが、その後はメスター氏の主張にも沿う形で 5 月、7 月に利上げが継続され、昨年 7 月時点で FF 上限は 5.50%に引き上げられた。そこから現在に至るまで、同水準での高止まりが長期化している（FF は短期金利、翌日物）。

単純に米国の CPI（消費者物価指数の総合）前年比と FF 金利を比較すると、2020 年のコロナ危機以降は大幅利下げと CPI 比での FF 下振れにより、実質金利はマイナス化（ $FF < CPI$ ）という緩和環境が続いてきた。しかし、2022 年 3 月以降の利上げ強化もあり、昨年 3 月には $CPI + 5.0\%$ で FF も 5%という、実質金利のプラス方向（ $FF > CPI$ ）へと移行している。そこからはメスター氏の指摘通りの形で、FRB は「インフレを安定軌道に戻すため、実質 FF 金利のプラス領域」を継続させてきた。

直近の今年 3 月でいえば CPI 前年比が +3.5%に対し、FF は 5%となっている。実質 FF 金利の参考値は「 $FF - CPI$ 前年比」で +2.0%のプラス圏となり、昨年 3 月以降は +1%台から +2%台での推移が約 13 カ月間の経過となっている。

利上げと実際の物価押し下げにはタイムラグがあるとはいえ、現在は 3 月 CPI が +3.5%となり、直近最低である昨年 11 月や今年 1 月の +3.1%から再上昇となってきた。FRB の物価目標である 2%からも、再び上振れ乖離となっている。過去比では「引き締

め効果の遅れ」が意識されつつあり、FRB の利下げ時期遅延や回数の減少につながりやすい。

直近 3 月は実質 FF の参考値が +2.0%とプラス化でも、CPI は +3.5%と高めになったが、過去には 2006 年 9 月に「実質 $FF + 3.2\%$ でも CPI は +2.1%の 2%超え」という組み合わせがあった。当時は利上げ局面にあったが、引き締め効果の遅れもあり、その後の利下げ転換は「12 カ月後」の 2007 年 9 月と遅れている。

その前では 1999 年 9 月に「実質 $FF + 2.7\%$ でも CPI +2.6%」というケースがあった。当時も引き締め局面にあったが、その後の利下げ開始は「16 カ月後」となる 2001 年 1 月に後ズレとなっている。

今回も利下げ時期の遅延や利下げ回数の減少が焦点になる。為替相場のドル/円との関係でいえば、当面の FF 金利現状維持が「FF の前年比プラスや同水準」の継続につながり、過去の長期実績として「前年同月比ドル高」の持続が担保される。昨年の FF 上限は 5 月と 6 月が 5.25%であり、今年 5-6 月に -0.25%の利下げがあったとしても、FF は 5.25%と前年同水準でマイナス化は回避される。

米長短金利差に正常化余地、過去はドル高の実績

今年 7 月以降については昨年 7-12 月の FF が 5.50%であり、利下げがあると FF は前年比マイナスに移行していく。しかし、直近の年内利下げ観測は 3 月 CPI の上振れもあり、「年 1 回の -0.25%」や「利下げなし」という見方が浮上してきた。FF の前年比が小幅マイナスにとどまったり、前年水準が継続となると、ドル/円も前年水準の前後が維持されやすい。

昨年のドル/円は昨年 10 月に 147-151 円、11 月に 146-151 円での推移となっていた。今年については年後半の 10-11 月にかけて、こうした水準の前後やドル上抜け状態が持続となる可能性がある。

来年に向けてのドル/円は、米国の短期 FF 金利（翌日物）の低下余地の狭まりと、基本的な高位の持続、高位の FF 持続との見合いでの長期 10 年債金利の上振れ上昇余地が、ドルの下落幅抑制やドル高余地の残存につながりやすい。

米 10 年債金利は足元の 4 月に、10 日時点で月間最高が 4.57%前後となっている。FF 金利の目標上限は 5.50%が維持されており、「10 年債 - FF」の長短金利差は -0.93%という 10 年債の下振れが続いている。昨年 7 月の -1.41%をボトムとして下振れ幅は縮小しているが、2022 年 12 月からの逆イールドは持続となっている。

しかし、平時の長短金利差であれば長期の 10 年債

金利のほうが上回るのが自然であり、先行き「正常化」による10年債金利の上昇余地が残されている。過去ドル/円の1980年代以降における長期実績によると、「10年債－FF」の長短金利差で10年債の下振れから上振れに向かう正常化の前後で、ドルは底上げから上昇トレンドに向かうパターンが目立ってきた（リーマン・ショックなどの混乱時を除く）。

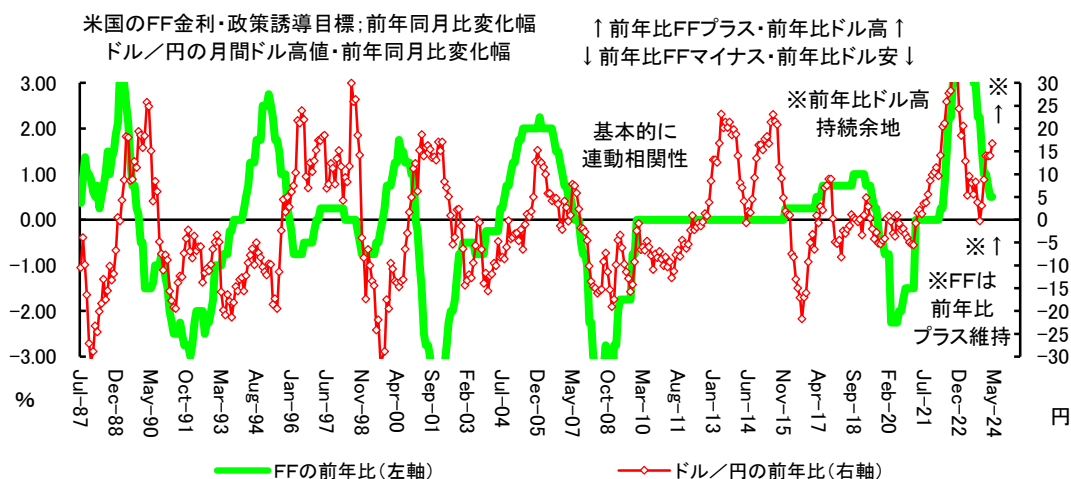
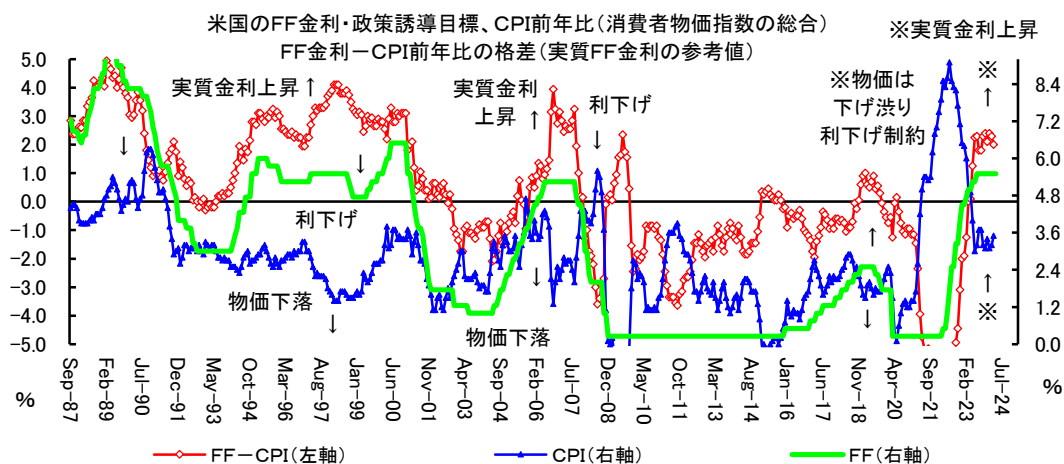
単純に長短金利差の逆転解消と10年債金利の上振れ転換は、FFの利上げを経た利下げ開始とFF金利の低下局面で目立っている。その中で米10年債金利の上昇がドル高につながる要因としては、単純な金利差のほか、米国経済の引き締め打撃の後退と緩和転換による回復期待、利ざや修復による金融機能の改善と銀行などの体力回復、短期の資金調達と長期投資の活発化等による米国の企業収益や株価の改善——といった要因がある。

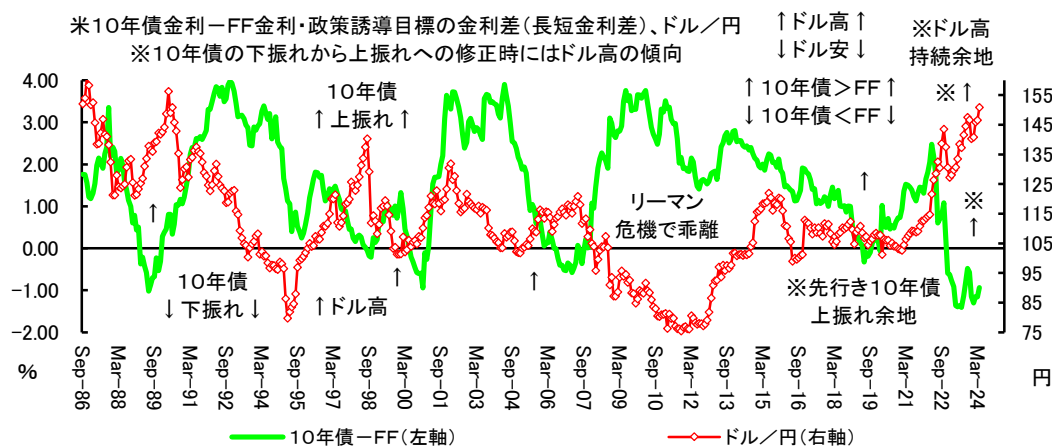
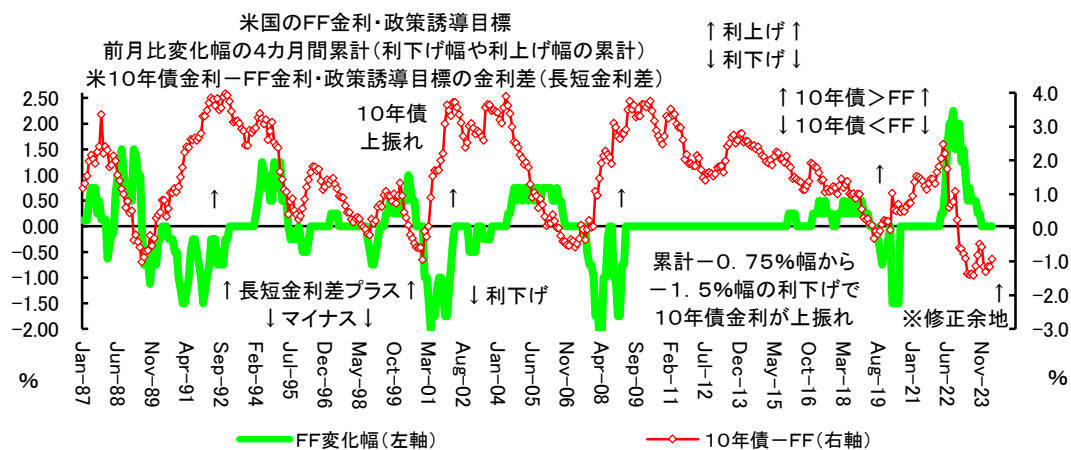
過去の利下げ時における逆イールドの解消と政策

金利FFの上限でいえば、2019年の利下げ転換の場合、利下げ前の起点2.50%から「累計－0.75%幅」までの利下げ継続とFFが1.75%に低下したところで、10年債金利はFFを上回る逆転となっていた。

その前における利下げ局面と10年債金利の対FF上振れ逆転は、2007年時が利下げ累計－0.75%幅、2001年3月が－1.50%幅、1998年時が－0.75%幅、1990年時が累計－1.50%幅——という利下げが進んだところで、「FF低下に対しての長期金利の上昇」という正常化が観測されている。

現在の場合、利下げ前の起点であるFF上限は5.50%だ。来年に向けてFFは累計－0.75%幅の利下げで4.75%、累計－1.50%幅の利下げで4.00%という水準になっていく。こうした「一定利下げのあとのFF水準に対しての上振れ逆転」を見据えると、来年にかけての10年債金利は先行きのFF水準4.00%から4.75%前後を上回る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。