

米2年債金利、FF比や3カ月前比で低下過熱 直近下限ゾーン、利下げ「前のめり織り込み」に修正余地

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/8/16 (金)

米国債市場では短期2年債金利が急低下となるなか、同じ短期金利であるFF金利(翌日物)政策誘導目標との見合いや、3カ月前比で低下に過熱感が見られている。FRBの利下げ「早期かつ大幅化」を織り込む動きとはいえ、下振れ幅は直近下限ゾーンとなっており、短期的には修正余地が注目されやすい。為替相場のドル/円では、ドル下げ渋りや反動調整的なドル反発の要因となる。米2年債金利の直近最低3.65%前後についても、FF金利の現状5.50%との比較で「利下げ織り込み前のめり」となってきた。

世界減速でも商品は高止まり、インフレ低下制約

「世界では現在、世界経済の成長と一次産品価格(資源、金属、食糧などの商品相場)の推移が連動しないという、ニューノーマルが定着しつつある」、「(複合的な構造変化などにより)経済成長が鈍化する中でも、一次産品価格の高騰が普通のことになる可能性がある」――。

世界銀行(世銀)では今年7月、このような分析レポートを示した。

構造変化としては具体的に、世界的な石油の供給制限持続(中東やロシアなどの産油国が、自国の経済・財政支援もあって減産を継続。世界的に温暖化・脱炭素対策が強化)、中国による景気減速下での工業生産の増強持続(過剰生産問題、中国の需要減が商品下落につながらず)、世界的なクリーン・エネルギー開発の強化(グリーン・テクノロジーでは銅やアルミニウムなどの金属が必要)、異常気象と農産物供給の混乱、地政学リスクの持続と拡散(ロシア・ウクライナや中東など)といった要因がある。

その中でも米国では7月後半以降、利上げ遅行打撃や預貯金の枯渇懸念などによる内需の冷却が着目され、インフレ低下期待とFRBの利下げ「早期かつ大幅化」観測、米国債金利の低下(米債価格は上昇)が加速されている。それでも世銀が指摘する商品相場の高止まり余地のほか、米国経済の底力などを踏まえると、現状のインフレ低下期待や金利低下の勢いには、行き過ぎ過熱が無視できない。

実際に米国債市場では短期2年債金利の急低下について、スピード面と水準面で過熱警戒が見られ始めた。2年債金利は7月22日の4.54%を直近最高として大幅低下となり、8月5日には一時3.65%と昨年4月以来の低水準となっている(米債価格は大幅高)。

2年債金利は同じ短期金利である政策金利FF(翌日物)を先取りする側面があり、FRBによる9月から来年に向けた利下げの「早期かつ大幅化」を織り

込む流れとなってきた。それでもFF金利の政策誘導目標は8月時点で、まだ上限が5.50%に据え置かれた状態だ。結果、「米2年債金利の月間最低-FF目標上限」の金利差は、8月14日時点で-1.85%という2年債の大幅下振れとなっている(2年債<FF)。2年債金利のFF利下げ先取りによる急低下には、先走り、前のめりの過熱感が見られている。

過去、同金利差での大幅な2年債下振れとしては、昨年5月に-1.60%という例があった。当時は2年債金利の「FF水準見合いでの低下行き過ぎ」に修正が入り、2年債金利は上昇へと移行。為替相場のドル/円は同月の月間ドル安値133円台からドルの下限が切り上がり、6カ月後となる同年11月には151円超え方向にドル高が進展している。

また、現在と同じようなFRB利下げの前段階でいえば、2000年12月に同金利差が-1.43%という2年債の大幅下振れがあった。当時はその後、FF引き下げによる利下げが本格化されたが、2年債金利は先回りして低下し過ぎていた分だけ、FFとの金利差は2年債の上振れ方向へと逆転(2年債>FF)。同時期のドル/円は2000年12月の110円台がドル安値となり、14カ月後には135円超え方向にドル高が進行した実績を有している。

米2年債金利、米内需株や商品比で下振れ過熱

米2年債金利の3カ月前比変化幅(月間最低-3カ月前の月間最高)は、8月14日時点で-1.39%の低下となっている。最近ではコロナ・ショック直後である2020年3月の-1.49%や、リーマン・ショック直後である2008年12月の-1.92%以来という、大幅な下振れ低下となってきた。過去の下限ゾーンに接近してきたが、現状は過去の金融経済危機時に比べると、混乱の度合いは抑制されている。

その点で先行き急激な金利低下は、反動調整に移行。米債金利の下げ渋りや金利の反動上昇、連動の形で為替ドル/円ではドルの下げ渋りや反動的なドルの反発余地が注目されやすい。

そもそも米2年債金利の直近最低である3.65%は、現状のFF上限5.50%に対し、-1.85%幅も下回っている(0.25%幅の利下げで7回以上)。米FRBのFOMCにおける参加メンバーのFF金利見通しは、6月段階での中央値が2025年末は4.125%、2026年末は3.125%となっていた。長期的にFFが3.65%方向に引き下げられる余地はあるとはいえ、スピード面と水準面で先走りとの織り込み過熱が意識される。

もちろん、現状段階での米国は景気悪化が懸念さ

れている。それでも実状は「警戒比」で底堅い可能性はあるほか、世銀が指摘する景気減速に対しての商品相場の高止まりもあり、米2年債金利の急低下が織り込むほど、米国株市場や国際商品相場では景気悪化と商品安（＝インフレ低下）の予兆シグナルは観測されていない。

具体的に米2年債金利の前年同月比は、8月14日時点で「月間最低－前年同月の月間最高」比較が－1.5%幅の低下となっている。最近では2021年1月の－1.5%や、前回の利下げ局面入り（2019年7月）直後である2019年10月の－1.6%以来といった大幅マイナスとなってきた。

それに対して米国株市場では、米国の内需に先行性のあるNYダウ輸送株指数が、8月14日時点で前年同月比－2.0%の小幅マイナスにとどまっている。月末値比較では、直近最大のマイナス幅である2022年10月の－18.7%や、前回の利下げ開始時である2019年8月の－10.4%といった大幅下落には至っていない。

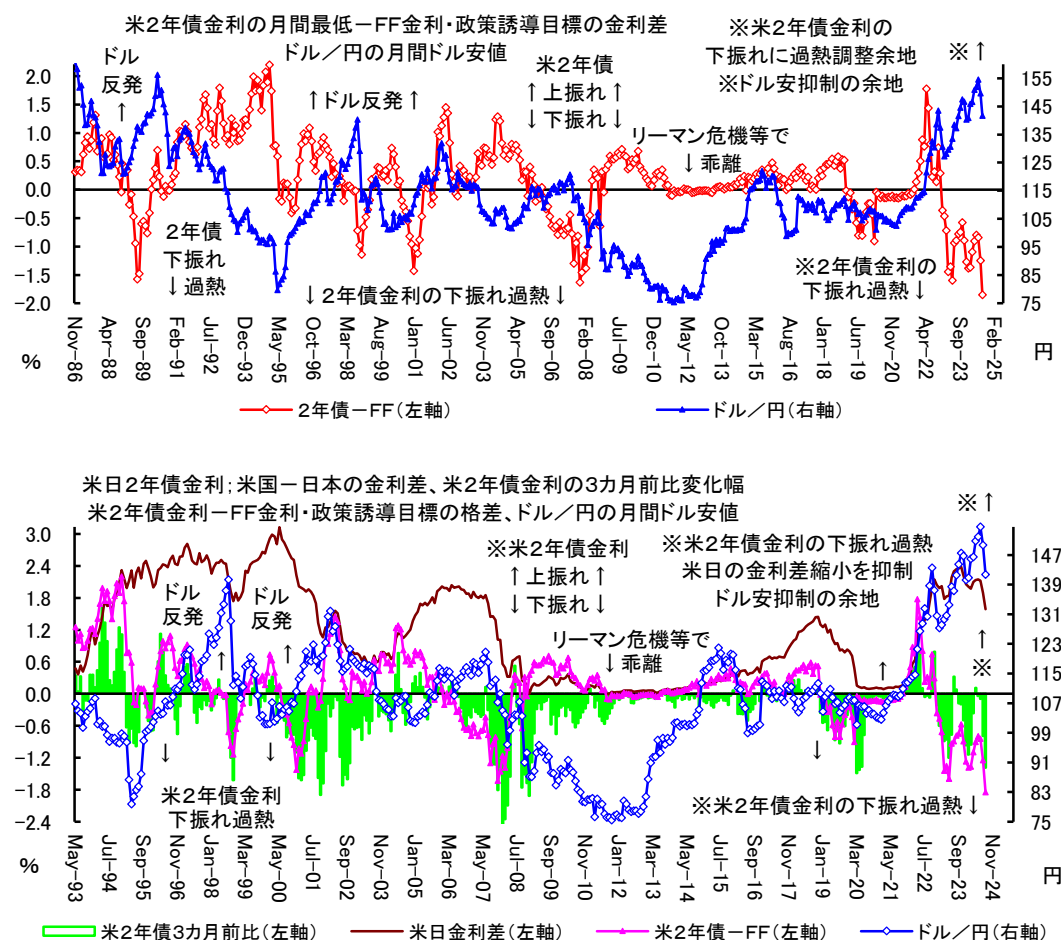
米国の内需が反映され、インフレに影響するWTI原油先物も、8月14日時点では前年比－7.6%と下げ限定になっている。月末値比較では直近の最大マイナス幅である2023年5月の前年比－40.6%や、前回の利下げ開始直前である2019年6月の－21.1%と

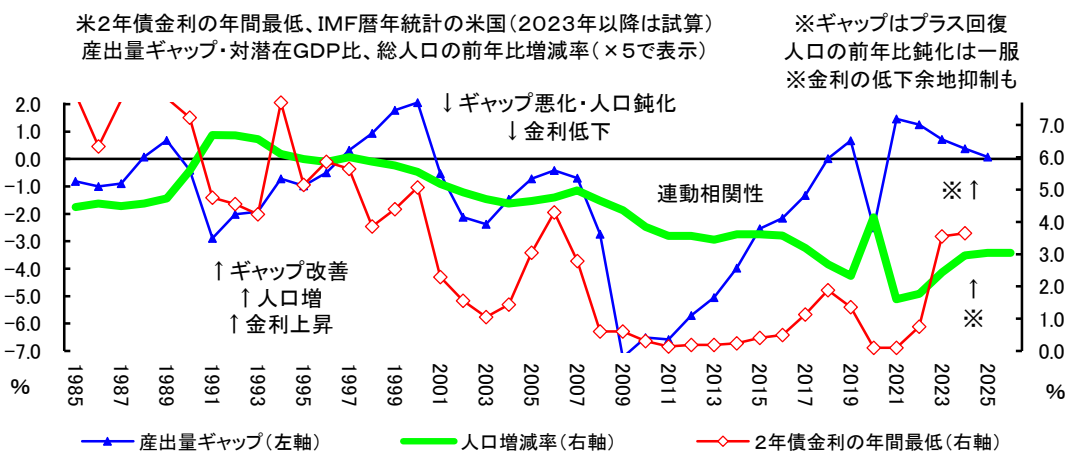
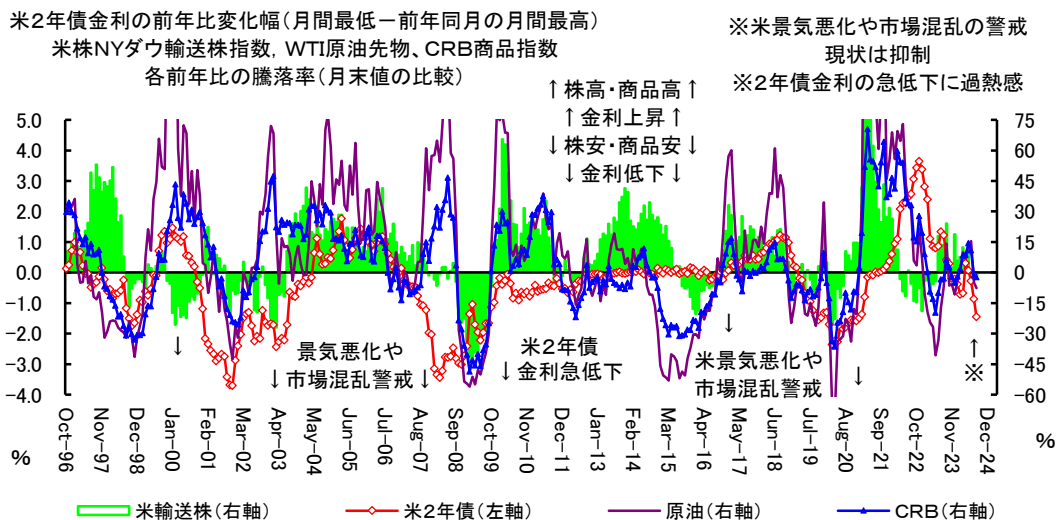
いった大幅下落には至っていない。代表的な国際商品相場であるCRB商品指数もまた、14日時点での前年比は－2.3%の下げ渋り状態にある。

過去、こうした相場は米2年債金利と「前年比」で長期の連動実績がある。この点でも米2年債金利は、前のめり低下の過熱調整余地が注目されそう。

米国のインフレに関する需給ギャップでいえば、IMF最新の世界経済見通しで、広義の需給ギャップを示す産出量ギャップ（Output gap）対潜在GDP比が、2024年に米国は＋0.37%と予測されている。2023年見込みの＋0.71%からは鈍化ながら、コロナ打撃を受けた2020年の－2.51%からは、反動改善のプラスが続く見込みだ。2021年の＋1.47%以降は2029年にかけて、過去最高レベルのプラス幅が定着の予測となっている。

米国では1990年から1996年、2001年から2017年にかけて、同ギャップのマイナス化が長期常態化した。グローバル化や米国企業による生産・雇用の海外移転、移民増とベビーブーマー世代などの余剰雇用などもあり、米国での低インフレと低金利の一因となっている。しかし、足元ではギャップがプラス基調へトレンド転換しており、連動した米国債金利の下限切り上がりが示唆されている。





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。