

米国の実質金利、高止まり持続の余地

FRB 物価押し下げ持続と利下げ鈍化、金利>物価

2024/12/27 (金)

米国の実質金利（名目金利－期待インフレ率や物価変動率）は、来年にかけて高止まり持続の余地がある。為替相場のドル/円では、ドル高基調の継続やドル安抑制の要因となりやすい。FRB は 18 日の FOMC で来年にかけての利下げペース鈍化を示唆する一方で、物価は 2%目標の方向への押し下げ努力を堅持させており、当面は「金利は低下抑制>物価は下落努力」という実質金利のプラス方向が意識される。過去にも物価 2%割れ方向への下落過程で、米国の実質金利上昇とドル高持続のパターンが観測されてきた。

2%目標への米物価下落、実質金利上昇とドル高

「米国ではインフレ率の鈍化に伴い物価調整後の実質金利が上昇しており（金利>物価）、既に金融当局の物価と雇用の目標に近づいている経済への重しが増している」――。

米サンフランシスコ連銀のデーリー総裁は、10 月段階でこのような見解を示していた。

その後に米国では実質金利の上昇でもトランプ新政権の政策期待などにより、内需の打たれ強さや米国株を始めとした資産価格の上昇が続いている。こうした要因もあり、FRB による 18 日の最新 FOMC では来年の利下げ見通しに関して、9 月時の年 4 回から年 2 回に下方修正された。

同時に FRB は依然として、物価を 2%の目標方向に押し下げる努力姿勢を崩していない。米国では当面、「金利の低下ペース抑制－物価は押し下げ努力継続」という構図により、実質金利の上昇や高止まりが支援されやすい。為替相場のドル/円では、来年にかけてドル高基調の継続やドル安抑制の要因となっていく。

最近では 18 日の利下げ決定に反対したタカ派、クリーブランド地区連銀のハマック総裁が 20 日に「最近の経済データの強さや緩和的な金融環境、健全な労働市場を背景に、今後 1 年間のインフレ率は 2%をやや上回る水準にとどまるとの予想もある」と指摘。そのうえで「インフレ率を 2%の目標に低下させるためには、金融政策を当面据え置くべき」という見解を示した。

同じく 20 日にはデーリー総裁が、「インフレ率は既に 2%を超えており、これを 2%へと低下させるため（FRB は）懸命に取り組む必要」と述べている。

過去の米国では物価 2%超えの上昇局面のあと、FRB による政策努力を含めた 2%割れ方向への下落過程で、実質金利の上昇とドル/円でのドル高という連動パターンが観測されてきた。現在の場合、米国

の物価指標は最新 11 月に CPI 前年比が+2.7%と高止まりしている（消費者物価指数の総合）。来年にかけては 2%割れまでの時間余地が、ドル高トレンドの残存余地として注目されそうだ。

現状段階での FRB の政策意図は別にして、米国での実質金利上昇や高止まり、連動したドル高は、米国の物価を押し下げる方向に寄与していく。

過去に米国では CPI 前年比が 2018 年 6 月に+2.9%まで上昇したあと、低下転換で同年 12 月に+1.9%と 2%割れとなる場面があった。同期間の前後でドル/円は、108 円台から 114 円超え方向へのドル高・円安が観測されている。

2014 年 5 月の+2.1%から同年 8 月の+1.7%という物価下落の局面では、100 円台から 104 円超えへのドル高が進展。2001 年 9 月の+2.6%から 2002 年 2 月の+1.1%への下落局面では、115 円台から 135 円方向のドル高が連動形成されている。

現在の FRB による利下げについては、景気や雇用の悪化阻止と同時に、2022 年以降の大幅利上げの「上げ過ぎ修正（＝過剰引き締め是正の中立化）」が一つの目的となっている。

それでも 9 月の利下げ開始から 12 月までの 4 か月間に政策金利 FF の累計利下げ幅は－1%を超え、FF 前年比も－1%の低下となってきた。現状の物価 2%超え継続との見合いでは、やや利下げペースに先走り感がある。この点でも来年以降は利下げペースの鈍化や利下げ幅の縮小につながる余地があり、為替ドル/円では先行きドルの上昇基調継続や下支えの要因となる。

物価見合いで利下げ幅拡大、利下げやや先走り感

最新 11 月の CPI は前年比+2.7%と 2%目標を大きく超えているほか、コロナ危機前の平時では 2018 年 8 月以来のプラス幅となっている。その 2018 年 8 月時点で当時の FRB は、2015 年以降の緩やかな「利上げ」を継続させていた。その前では 2012 年以降の CPI プラス幅となるが、当時の FRB はリーマン・ショック等の対応による 2007－2008 年の大幅利下げを一段落させ、FF 金利を低位で据え置いていた。

その点、現在の「CPI 前年比+2.7%」という 2%超え段階における「FF 前年比－1%」という利下げ幅は、過去に例の少ない物価プラス幅との見合いでの利下げ幅拡大となってきた。先行き物価の再上昇につながる可能性もあり、来年にかけては利下げ鈍化のみならず、利下げ休止や利上げ転換につながる潜在余地を秘めている。

FRB が重要視するインフレ指標、コア PCE デフレ

ーター（個人消費支出のコア価格指数）は、直近11月に+2.8%となり、こちらも2%超えが持続となった。この物価指標が12月も同水準と仮定し、前年比変化幅を最新FFの前年比と比較した乖離幅は「FFが-1.00%-物価指数が+2.8%」で、-3.80%というFFの大幅な下振れとなっている（FF<物価）。

最近では8月の-2.73%のあと、利下げ開始等でFFの下振れと「物価水準見合いでの利下げ幅拡大」という緩和環境の増強が示唆されている。コロナ前では実にリーマン・ショック直後である2008年12月の-5.14%以来という、大幅なFFの下振れ幅乖離となってきた。ちょうど当時は「物価見合いでのFFの引き下げ幅拡大」という緩和環境の醸成もあって、2007年以降のFRB大幅利下げが打ち止めに移行している。

また、前回の利下げ局面である2019年の場合、同乖離幅は2月の-0.74%から、翌2020年2月には-2.42%までFFの下振れが拡大した。当時のFRBはその5カ月前である2019年10月の利下げを最後に、利下げ様子見に移行していた経緯がある。

当時は2020年3月からコロナ対応で利下げ再開となったが、現状の「FF-物価指数」前年比・比較で

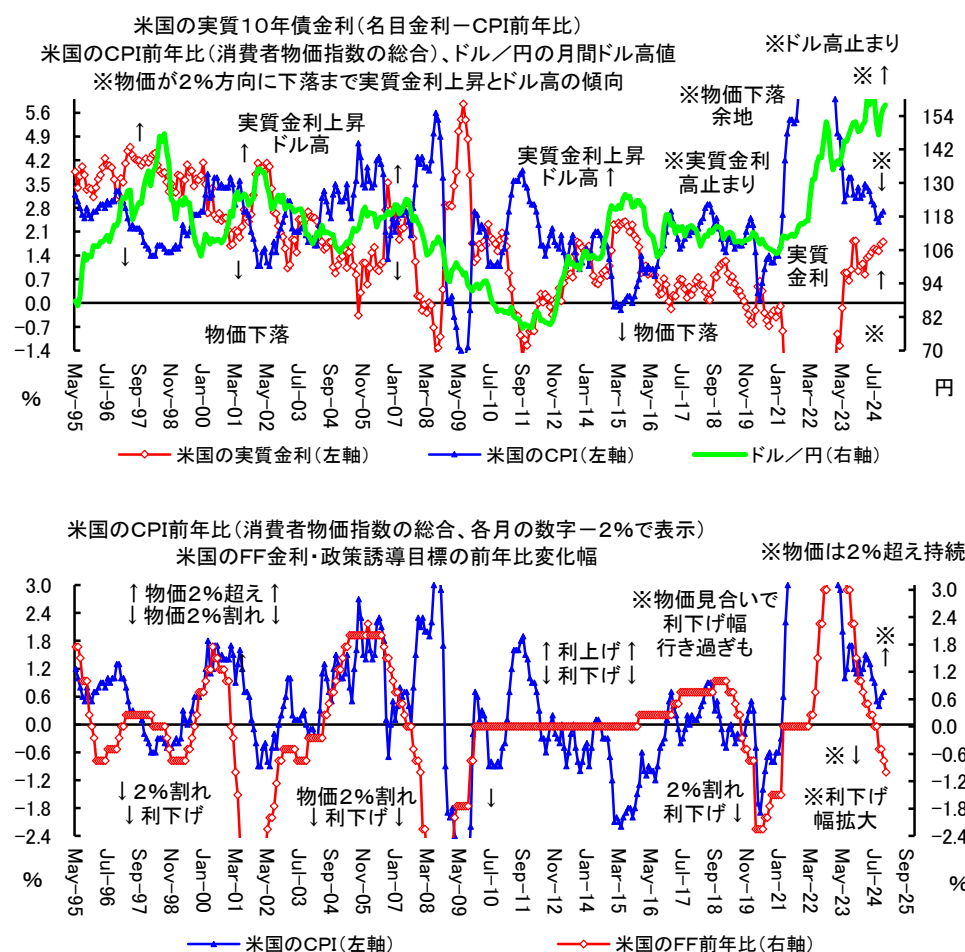
のFFの-3.80%という下振れ拡大は、緩和環境の醸成などにより、先行きFRB利下げの後半入り、ドル/円でいえば米利下げ要因によるドル安余地の狭まりとドル上昇余地の広がりにつながっていく。

なお、実質金利の為替ドル/円への影響度について、内閣府では2022年以降のドル高・円安に関連して以下のような検証分析を示している。

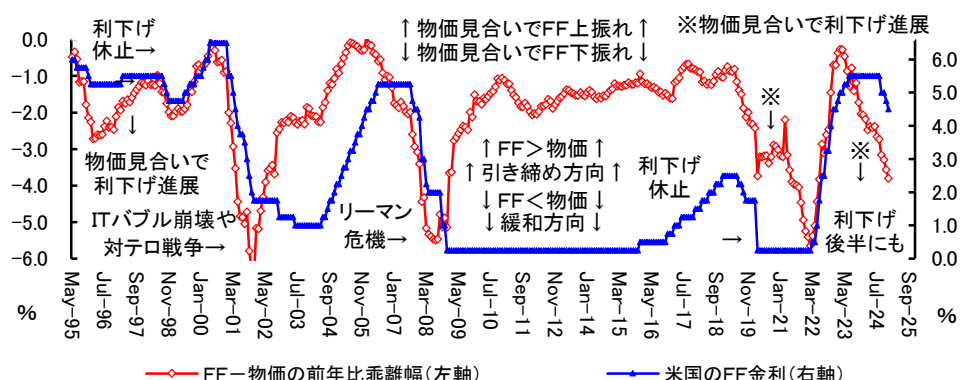
「2020年のコロナ禍以降には、米日の実質金利差とドル/円レートの連動性が失われていた。しかし、2022年に入ってから実質金利差の変動に即してドル高・円安が進み、実質金利差と為替水準の関係が再確認されるようになってきている」――。

その中では「2022年以降には日本での継続的な物価上昇によって他国との相対価格比が変化し（デフレ=円の実質価値上昇=円高の連鎖遮断）、円安の要因となり、さらには実質金利差の変化も円安に寄与している（名目金利は低位持続-物価上昇=実質金利押し下げ）」といった指摘がなされていた。

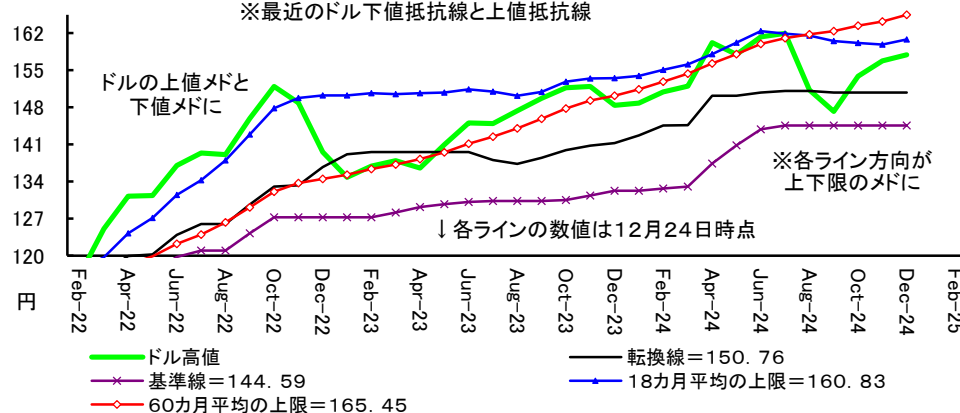
日本の実質金利については12月25日、日銀の植田和男総裁が現状段階でも「実質金利はかなり低く、緩和度合いが強まっている状況」という説明を行っていた（経団連での講演）。



米国のFF金利・政策誘導目標、FF前年比・物価指数の前年比・乖離幅
 ※物価はコアPCEデフレーター(個人消費支出価格指数、最新12月は11月分)



ドル/円の月間ドル高値; 月足の一目均衡表・転換線と基準線
 18カ月と60カ月の移動平均線を中央値としたボリンジャーバンド・各バンド上限
 ※最近のドル下値抵抗線と上値抵抗線



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。