

米 2 年債金利で先行き「利下げ停止」サイン

前年比上昇や FF 先取りの低下一服、景気の先行指標も改善

2025/2/3 (月)

米国債市場では政策金利 FF（翌日物）に先行性がある短期 2 年債金利で、先行き利下げ停止のサインが点滅し始めた。トレンドを示す前年比変化幅は昨年 7 月からマイナスに転じ、9 月からの利下げ開始に先行してきたが、今年 1 月はプラス回復となっている。まだ定着を見極める必要があるが、過去 FF に先行する 2 年債金利が前年比プラスの局面で、利下げ実施や利下げ幅は限られてきた。FF との金利差も 2 年債の「利下げ先取り」下振れが一服となってきたほか、米国経済の先行指標は底入れ改善が増えつつある。

利下げ織り込みの 2 年債先行低下、足元一段落

「米新政権下での政策転換の多くは、短期的にはインフレ率をベースラインよりも押し上げる可能性が高い。財政緩和や規制緩和などは支出と投資をすぐに押し上げるため、短期的に総需要を刺激し、インフレを助長する」、「関税の引き上げや移民の抑制など、その他の政策は負の供給ショックのように展開し、生産を減らし、価格圧力を高める（供給や人手の不足化など）」――。

IMF の調査局幹部は米トランプ新政権の正式発足を踏まえて、改めてこのような分析を行っている。

正確に定量化するのは難しいものの、「需要の急増と供給の縮小が相まって、米国の物価圧力が再燃する可能性が高い」（同）。結果として「インフレ率の上昇は米 FRB が金利を引き下げることが妨げ、場合によっては利上げが必要となる可能性さえある」（同）としている。

その中で米国債市場では政策金利 FF（翌日物）に先行性のある短期 2 年債金利が、1 月 30 日の終値で 4.21% 前後となった。昨年は FF 金利の先行き 3.5% 方向までの利下げ織り込む形で 9 月に 3.50% まで先行低下したあと、2 年債金利は上昇へと転換（今年 1 月時点で FF は 4.5%）。米新政権での政策思惑や過度な利下げ織り込みの修正などにより、今年の 1 月 13 日には 4.42% まで上昇となっている。そこから上昇一服で、実際の新政権動向や FRB の政策対応にらみなどから、小幅な再低下に転じている。

それでも 1 月の月間最低は 4.17% と、月間最低ベースでは前年 1 月の 4.12% を上回る上昇となってきた。昨年は 7 月から前年比マイナスの低下へと転じ、9 月からの利下げ開始の先行サインとなった実績がある。そこから今年 1 月はプラス回復となっており、先行き 6 月などが最後となる「利下げ停止」の先行シグナルとして注目されそうだ。

前年比プラス転換は、まだ定着を見極める必要がある。過去 1990 年代以降の長期実績でいえば、FF に先行する 2 年債金利が前年比上昇（プラス）となっている局面で、利下げの実施や利下げ幅は限定的となってきた。その点で当座は 2 年債金利の月間最低が前年時を上回る水準で定着するか否かが、利下げ継続か停止かの判断材料として注目される。ちなみに前年比で参考になる 1 年前の月間最低は、昨年 2 月が 4.13%、3 月が 4.40% などとなっていた。

先行き利下げ停止を示唆する先行サインとしては、「2 年債金利（月間最低）－FF」の金利差も参考になる。昨年は 4 月から先行きの利下げ局面を織り込む形で 2 年債が先行低下となり、同金利差は昨年 5 月の－0.80% を最少として、8 月には－1.85% へと 2 年債の下振れ低下が進展した。それが先行指標となる形で、FRB は昨年 9 月から 12 月にかけて、計－1.0% 幅の FF 利下げを実施している。

しかし、同金利差は 8 月の－1.85% を最大として縮小へ転換。今年 1 月は－0.33% に縮小し、2 年債の「FF 利下げ先取りの下振れ低下」には一服感が見られ始めた。過去実績では利下げ織り込みの一段落が示唆され、時間差を経て実際に利下げは停止へと移行している。今回も利下げ停止の先行シグナルとして無視できない。

ドル/円、テクニカルではドル安の勢い強まり尚早

FRB の政策判断に影響を及ぼす米国のマクロ景気動向は、米新政権の政策影響の前段階として「景気循環面」で底入れ機運が見られ始めた。景気改善の先導役となる金融機関についても、足元で銀行株は大幅高となるなど、金融経済環境は良好だ。過去実績に沿えば、一定のタイムラグを経て FRB の利下げ停止につながっていく。

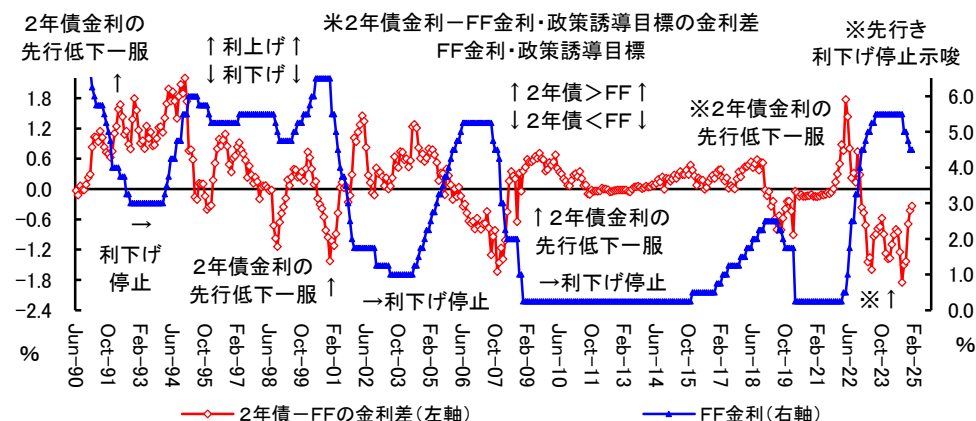
米コンファレンスボードによる米国の景気先行指数は、最新の昨年 12 月が 101.6 となった。11 月の 101.7 からは小幅低下となっているが、昨年 10 月の 101.3 をボトムとして、2021 年 12 月の 120.2 を直近最高とした減速局面の底入れ兆候が見られつつある。前年比では 12 月が－3.0% で、こちらは 2023 年 10 月の－8.0% を最低とした循環的な底入れが明確化されてきた。

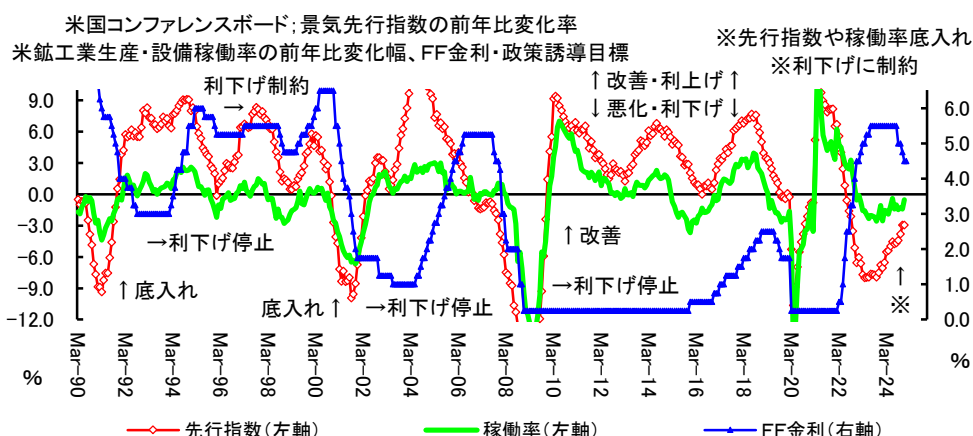
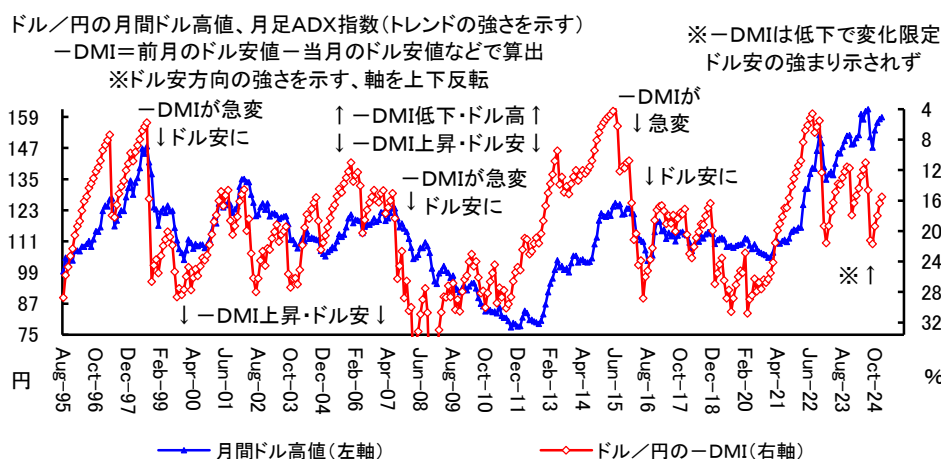
その他、米国の重要な先行指標である ISM 製造業景況指数や、FRB が経済資源（リソース）や設備などの需給ギャップ判断で参考にしている米鉱工業生産の設備稼働率なども底入れ機運が見られている。

一方で為替相場のドル/円については、1 月 10 日の 158.87 円前後を直近ドル高値として、ドルが反

1月の-DMIは30日時点で15.9%となり、12月の16.7%から低下となってきた。昨年は7-8月に

その点、現状の－DMI は昨年 12 月が 16.7%、1 月は 15.9%と低下しており、現状段階でドル安方向への市場エネルギーの高まりはまだ見られていない。－DMI の水準も過去のドル高ピーク時に比べると高い位置にあり、過度なドル高と－DMI 低下の行き過ぎ過熱は抑制されている。





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。