

### 米日の金融政策逆行、2年債は織り込み進捗 直近盛り上がり比や前年比で、金利差や中銀政策に先行性

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

[info@j-pulse.co.jp](mailto:info@j-pulse.co.jp)

2025/8/29 (金)

先行き米 FRB の利下げと日銀の利上げという逆行方向に関して、政策金利（翌日物）に先行性や相関性のある 2 年債金利では織り込みの進捗が示唆されつつある。ここ最近で米国では利下げ大幅化、日本では利上げ積極化が盛り上がった局面に比べると、米国は金利低下、日本は金利上昇の度合いや勢いが減退している。米国では利下げ局面で政策金利に先行実績のある 2 年債金利の前年比変化幅について、12 カ月移動平均というトレンド・ベースで低下一服となってきた。こうした動向は、米日の金利差や中銀政策に先行性を有している。

#### 米 2 年債前年比底入れ、利下げ終盤や終了に先行

「7 月の米耐久財受注で、航空機を除く非国防資本財（コア資本財）の受注は市場予想を上回る伸びとなった。貿易と税制を巡る不確実性が徐々に低下する中で、企業が投資計画を推進している状況が示唆された」、「トランプ政権が大規模な減税法を成立させたことで企業が税制優遇措置を活用できるようになるため、2026 年には持ち直すとみられている」――。

ブルームバーグでは 8 月 26 日、このような米国の指標解説を行っている。こうした政策効果については、ベッセント米財務長官も 20 日、「米国経済は第 4 四半期に確実に回復し、2026 年は米経済にとって大成功の年になるかもしれない」という見通しを示していた。これから関税不透明感の緩和や減税効果等により、米国で設備投資や雇用が反動改善となる可能性は無視できない。

その中で米国債市場では、政策金利 FF（翌日物）に先行性や相関性のある 2 年債金利が低下となっている。22 日のパウエル FRB 議長による 9 月利下げの示唆のほか、トランプ大統領による FRB 理事解任等を受けた利下げ圧力の再強化、米国の消費者信頼感の悪化などが影響している。

それでも米 2 年債金利は 26-27 日にかけての最低が 3.64%前後であり、直近で利下げ大幅化が盛り上がった 4 月の 3.43%、昨年 9 月の 3.50%ほどの低下には至っていない。先行きの 9 月利下げを含めた複数回の利下げについて、織り込みの進捗を示唆するものだ。

しかも 2 年債金利のトレンド動向を示す前年比変化幅は、利下げ織り込み等による急低下を経て、足元では下振れが一服となってきた。過去実績に沿えば今後の利下げ終盤入りから利下げ終了に至るまで、織り込みの進展が示唆されている。為替相場のドル/円との関係では、現状からのドル安余地の狭まりや、

足元のレンジ横這い下でのドル底固め、先行きのドル上昇余地を支援する要因として注目される。

具体的に米 2 年債金利の前年比変化幅は「月間最低-前年同月の月間最高」ベースで、8 月 26-27 日にかけて-0.65%となっている。2022 年 11 月の+3.64%を最高として低下局面が続いてきたが、昨年 9 月の-1.70%や今年 4 月の-1.61%が最低ボトムとなる形で底入れ兆候が見られ始めた。

しかも同変化幅については、単月のブレを均した 12 カ月移動平均という基調トレンドで、足元の 8 月から方向角度が上向き化に転換しつつある。このまま定着となれば、2023 年 3 月以来、29 カ月ぶりの基調転換となっていく。

最近では 2021 年 2 月から観測されたが、FRB の政策ではコロナ対応に伴う利下げの一服と据え置き局面の持続が示唆され、ドル/円は当時のドル安圧力が一服。同月のドル安値 104 円台から、14 カ月後には 130 円超え方向にドル高が進展となっている。

#### 2 年債金利前年比、米日比では米国の下振れ一服

その前では 2017 年 1 月から、同じような基調転換が観測された。当時は第 1 次トランプ政権下であり、ドルの上値は限られたものの、同年 2 月から年末 12 月にかけては 107-115 円前後でのレンジ安定化が維持形成されている。今回も同様の為替影響が注視される。

今回の場合、米 FRB による残りの利下げ回数や利下げ幅について、制約要因も少なくない。物価面では先行き関税影響による上昇リスクが無視できないほか、足元でも米国の物価に影響する国際商品相場が高止まりとなっている（エネルギー、貴金属、農産物、家畜系など）。関税影響による供給制約や貿易制約のほか、米国での関税不透明感緩和や減税進展による需要の刺激、中国など非米国での米関税「自己防衛」的な内需拡大策などが影響している。

国際的な商品相場である CRB 商品指数は、月間安値ベースでも 8 月は前年比+9.1%の上昇となっている（8 月 26 日時点）。7 月の+7.8%や直近最低である 4 月の-3.6%から切り上がり、8 月としては 2022 年以来の上昇幅となってきた。過去実績からすると半年や 1 年といったタイムラグを経て、米国の CPI（消費者物価指数の総合）の押し上げへと伝播。FRB は利下げ姿勢の抑制や、利上げといった対応が見られている。

さらに米国では財政収支統計で、歳出が再増加となってきた。歳出削減の一服や税制・歳出法案の進展、社会保障費・高齢化対応費・国防費の各累増な

どが影響している。歳出増加は景気を下支えするもので、この点も来年に向けての利下げ制約要因となりやすい。

米財務省の月次財政収支によると、最新7月は歳出の12カ月間累計・前年比が+10.7%の増加となった。年初以降はコロナ対策時以来という、2桁以上の継続的な大幅プラスが続いている。

かたや日銀の利上げについては、まだ利上げ時期の前倒しや今後の利上げ幅の拡大といった織り込みの余地が残されている。それでも政策金利(翌日物)に先行性や相関性のある2年債金利は、8月27日時点で0.88%超えの上昇が見られているが、直近で利上げ積極化の思惑が高まった3月の0.89%を大きく超えるほどの勢いにはない。昨年から日銀の利上げは市場テーマとして長期化しており、一旦の織り込み進捗が示唆されている。

米国と日本の2年債金利差でいえば、前年比変化幅での「米国－日本」格差が8月26－27日にかけて、-1.29%という米国の下振れ劣勢となっている。米国は月間最低－前年同月の月間最高、日本は月間最高－前年同月の月間最低で比較したもので、米国

の下振れ幅が大きくなるベースで計算した金利差だ。

最近では2022年11月の+3.51%が直近最高となり、米国の利下げ、日本の利上げという逆方向を織り込む米国の下振れマイナスが続いている。ドル/円ではドルの上値の重さや、ドルの再下落につながる潜在要因となっている。

それでも同格差は、直近最低である昨年10月の-2.12%や今年4月の-2.29%をボトムとして、底入れ機運が見られ始めた。同格差の基調トレンドを示す12カ月移動平均は、足元の8月から方向角度が上向き化に転換しつつある。このまま定着となれば、2023年3月以来、29カ月ぶりのトレンド転換となるものだ。

過去実績として同格差は2年債金利の水準面で、「米国－日本」金利差と相関性を有している。その点で前年比格差での米国の下振れ一服は、米国の利下げと日本の利上げの織り込み進捗を示唆するほか、米日金利差での米国劣勢(金利差は縮小)の一服と、ドル/円でドル下げ止まりや反発を促す先行サインとして注目されそうだ。



