

米 10 年債金利、FF 見合いで低下に制約

利下げ時は FF 比で上振れ、FF 比で 1%超は優位余地

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2025/9/22 (月)

米 10 年債金利は政策金利 FF (翌日物) との見合いで、現状からの低下制約が焦点になる。FRB は 17 日の FOMC で FF の目標上限を 4.25% に引き下げ、利下げ再開と今後の継続を示唆したが、10 年債金利は 9 月の最低が 3.99% と下振れ状態にある。過去実績として利下げ局面では、長期スパンでの成長期待やインフレ期待の押し上げなどにより、FF 比で長期の 10 年債金利は上振れの正常化に向かいやすい。FOMC メンバーによる来年 2026 年末の FF 予想中央値は 3.4% となっていたが、10 年債金利は利下げ進捗局面で +1% 超は優位となってきた。

昨年 9—12 月の米利下げ、長短金利差で長期優位

「米政策金利 FF の水準は様々なモデルからすると、現状 (8 月時点) の 4.25%—4.50% よりもマイナス 1.50%—1.75% 低くあるべき」、「個人的に FRB に利下げを指示したわけではなく、中立金利にするには推定でマイナス 1.50% の利下げが必要ではないか、ということだ」——。

米トランプ政権のベッセント財務長官は、8 月にこのような見解を示していた。こうした政治的圧力は別にして、FRB は 9 月 17 日の FOMC で 0.25% の利下げを決め、FF 目標の上限を 4.25% に引き下げている。

それでも米国債市場では長期 10 年債金利の月間最低が、9 月 17 日時点で 3.99% となっている。依然 FF 比では下振れの状態にあり、米財務長官の不満のように政策金利 FF は高めの水準だ。

一方で FRB は昨年 9—12 月の利下げ後に休止していた利下げの再開と、当座の利下げ継続を示唆している。過去実績として FRB の利下げ局面では、長期スパンでの成長期待やインフレ期待の押し上げ効果、米国の経済や株価の支援効果などにより、短期の FF 水準比で 10 年債金利は上振れの正常化に向かいやすい。その点で 10 年債金利は直近最低である 3.99% 前後からの低下制約と、先行き下限の切り上がりが見込まれる。

日本市場でいえば、為替ドル/円でのドル安余地の狭まりや下値の切り上がり、米経済や為替の影響が大きい日経平均株価などの日本株では同様の展開が支援されていく。

米国での「長期 10 年債金利 (月間最低) — 短期 FF 金利」による長短金利差は 2022 年以降、長期の下振れ状態が続いたままだ (逆イールド)。それでも昨年 9—12 月にかけての FRB の利下げ (FF 引き下げ) 前後では、同金利差が昨年 8 月の -1.83% という長期の下振れから、今年 1 月には -0.02% に下振れ幅

が縮小となっている。その後は関税混乱や利下げ休止などで金利差の是正は一服となってきたが、今後は利下げ再開等により、「長期金利の上振れ方向への正常化」再開の余地が出てきている。

17 日の FOMC では参加メンバーによる FF 金利の予想中央値が、来年 2026 年末に 3.4% となっていた。過去の利下げ局面では利下げの進捗を経て、10 年債金利は「FF 比で +1% 超」の上振れ優位となっている。今後の利下げ動向には不透明感が強いが、仮に FF が 3.4% に引き下げられると、正常化の流れで 10 年債金利は 4.4% 前後という位置水準も非現実的ではない。

過去 FRB の利下げ開始後、10 年債金利が「FF 比で +1% 超え」となった期間としては、2019 年 7 月からの利下げの場合、コロナ危機に見舞われたこともあって、「20 カ月後」と後ズレしている。一方で 2007 年 9 月からの利下げでは「6 カ月後」、2001 年 1 月からの利下げでは「4 カ月後」、1995 年 7 月からの利下げでは「10 カ月後」、1990 年 7 月からの利下げでは「6 カ月後」といった実績が見られている。

FRB の利下げ局面では、こうした米長期金利の押し下げ効果のほか、米国の景気や株価の支援効果、利下げ前段階での利下げ織り込みなどもあり、為替ドル/円では前年比でのドル高や前年比でのドル安抑制という実績が見られてきた。

年間変化幅では長期優位、前年比で長期金利上昇

足元 9 月のドル/円も FRB 利下げ再開といったドル安材料に見舞われながら、昨年 9 月の 139—147 円前後と同水準や前年比ドル高での推移となっている。当座は FRB 利下げ継続などのドル安材料が続くものの、1 年前の月間ドル安値水準の上抜けや同水準前後での推移持続が注目されやすい。

ちなみに 1 年前の月間ドル安値は、昨年 9 月が 139.58 円前後、10 月が 142.95 円前後、11 月が 149.54 円前後、12 月が 148.65 円前後などとなっている。今年は 4 月の 139.89 円前後がドルの最安値となっており、過去 FRB の利下げ局面に沿うと、来年 4 月にかけて同水準の前後がドルの下値メドになる可能性も注視される。

現状段階で米国の長短金利差は、長期の下振れが維持された状態だ。それでも年間ベースの変化幅の比較では、「10 年債金利の月間最低・前年比—FF 金利の前月比・12 カ月間累計 (年間ベースでの変化幅)」という格差が、9 月は 17 日時点で +1.14% という 10 年債 (長期) 金利の優位となっている。

今年 6 月以降は +1% 超えの長期金利優位が維持

されているが、過去の利下げ局面でも同格差は+1%以上の長期金利優位が定着となってきた。連動の形で10年債金利は、前年同月比でプラス化の傾向が見られている。

その点で当座の10年債金利の下限メドで参考になる1年前の月間最低は、昨年10月が3.69%のあと、11月が4.17%、12月が4.13%、今年1月が4.48%などと切り上がっている。当座の米10年債金利は、同レベルの前後や前年比上昇での推移が焦点になる。

現状のFRB利下げは年初から休止されてきたが、それでも昨年9月から今年9月までのFF引き下げ累計幅は-1.25%幅となってきた。

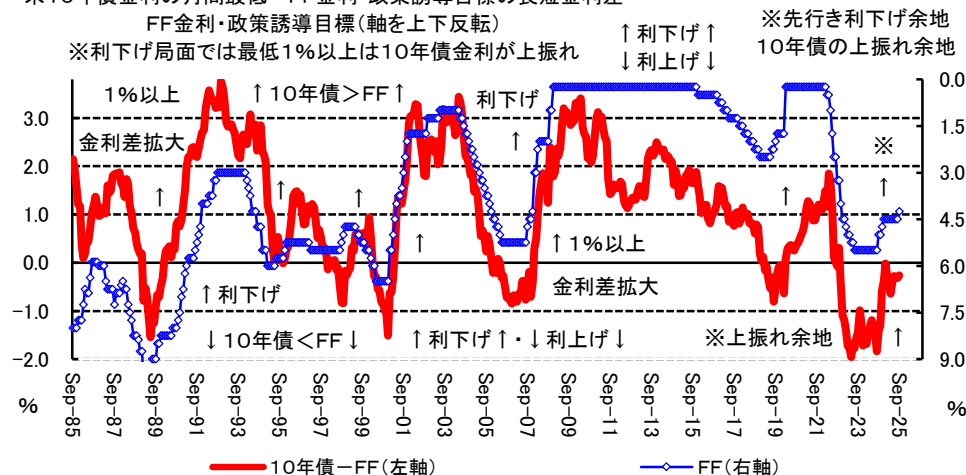
前回のFRBによる利下げ局面の場合、2019年7月から利下げが開始された。当時は長短金利差では、長期が下振れとなっていた。その後、FRBはコロナ危機による大幅利下げに見舞われたが、「8カ月後」

となる2020年3月から長短金利差は長期の上振れという正常化に移行している（FF累計利下げ幅は-2.25%幅）。

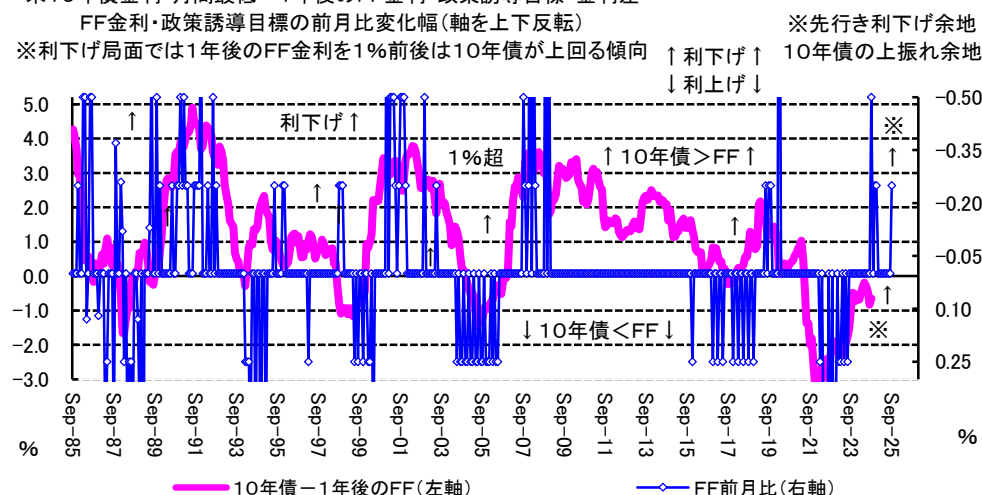
その前の利下げ局面は、2007年9月から開始された。当時はその後にサブプライム危機やリーマン・ショックなどの激震に見舞われたが、長短金利差でいえば「4カ月後」となる2008年1月から長期の上振れ優位へと逆転している（累計利下げ幅-2.25%幅）。

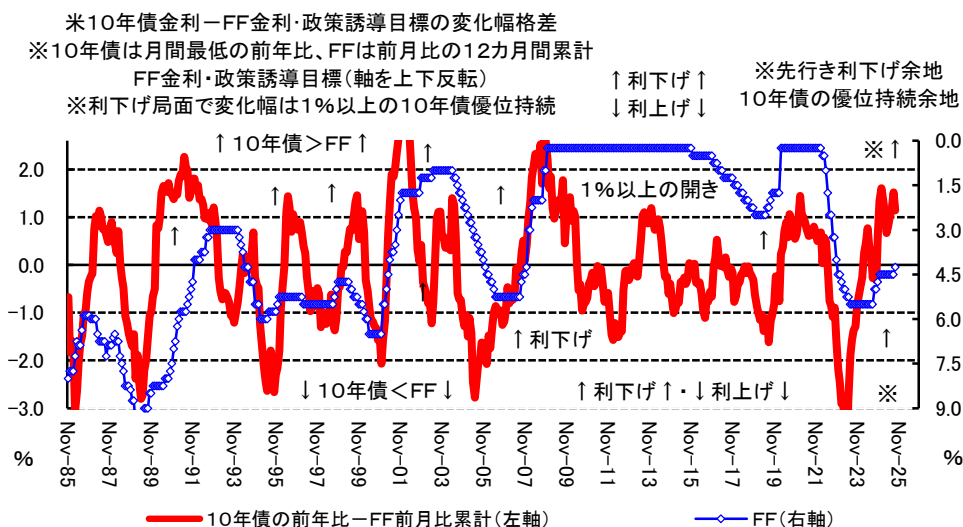
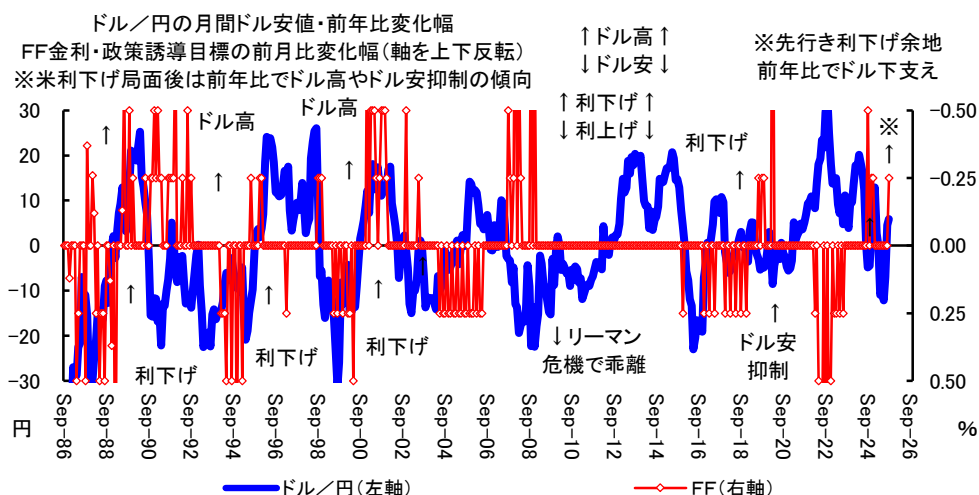
今回は昨年9月から足元9月にかけて、累計利下げ幅は-1.25%幅という状態だ。先行き累計利下げ幅の積み上がりタイムラグを経た利下げ効果の表出もあり、FF金利が現状の上限4.25%から引き下げられていくのと逆方向の形で、10年債金利の上昇とFF比「上振れ定着」といった正常化の余地が注目される。

米10年債金利の月間最低-FF金利・政策誘導目標の長短金利差



米10年債金利・月間最低-1年後のFF金利・政策誘導目標・金利差





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自身でお願いします。