

## ストラテジーブレティン (313号)

# マイナス実質金利の下でのドル高進行 ～米国のマイルドランディングを可能とする2大要因～

## 前人未至の環境、Data Dependent で

2022年は前人未至の不透明な環境の下で始まった。米中対立と保護主義、40年ぶりの高インフレ、サプライチェーンの寸断、急ピッチ利上げ・金融引き締め、コロナによる働き方・生き方の変化と労働市場の変質(=労働者のバーゲニングパワーの増大)、そしてとどめがウクライナ戦争とエネルギー危機、であった。どのような形に収まっていくのか、全く読めない、FRBパウエル議長が繰り返し述べているように、Data Dependent データを注視し弾力的に来るべき時代の輪郭を考えるほかない状況である。

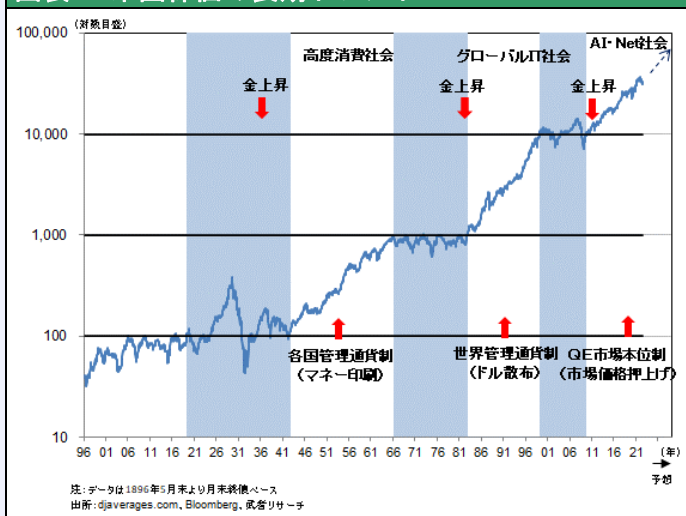
## リスクテイク促進の時代はまだ終わっていない

但し、決めつけは危険である。ディスインフレ時代の終焉とインフレ時代の到来、低金利から金利上昇の時代へ、グローバル化の頓挫(国際分業の進展から国際的分断・対立の時代)へ、小さな政府から大きな政府(規制緩和から規制強化)等、が所与のものごとく語られている。金融資本市場でも、市場フレンドリーな中央銀行が潤沢な流動性を供給しリスクテイクを後押しした Great moderation の時代が終わり、よりリスクとボラティリティが高い時代に入る、との想定が語られているが、そうだろうか。

## 相対的低金利継続、ドル高時代始まる

何が変わるのか、何が不変なのかの見極めが大事である。まず相対的低金利が変わらなかったことが驚きである。次にドル高へと為替相場が大きく変わったことが驚きである。この相対的低金利継続とドル高こそ、米国経済マイルドランディング、その後の成長加速の推進力になるだろう。武者リサーチはコロナショックによっても頓挫しなかった米国の長期株高トレンドは健在と考える。

図表 1: 米国株価の長期トレンド



## (1) 相対的低金利 (G>R: グリーンスパンの謎)は変わらない

### うれしい驚き、グリーンスパンの謎の継続

2022年の市場展開で、最も安堵させたのは、米国の相対的低金利が継続したことである。8～9%のヘッドラインインフレーション(コアCPIでも6%)、年初累計で3%に上る強烈な利

株式会社 武者リサーチ  
代表

武者 陵司

E-mail: musha@musha.co.jp  
www.musha.co.jp

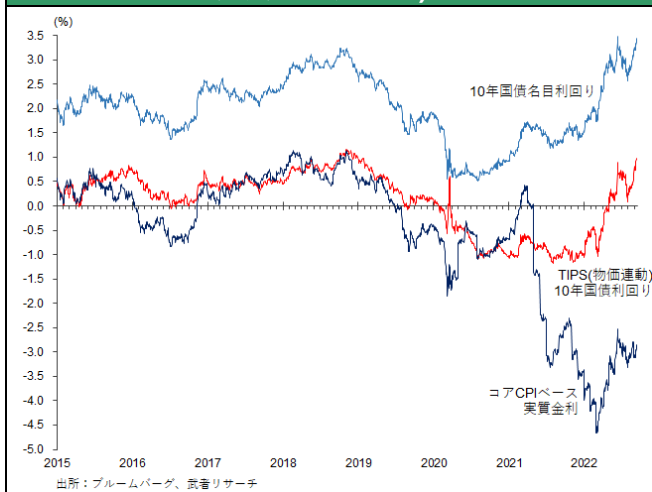
〒108-0075

東京都港区港南 2-16-7

上げ(9月 FOMC での 0.75%利上げを加味して)と QT の開始という激変の中で、米国 10 年債利回りは 3.5%以下で大きく跳ね上がることなく推移している。

何を物価指標として採るかにもよるが、通常用いられるコア CPI(8月 6.3%)を使えば大幅な利上げにもかかわらず、実質金利は 3%弱の大幅なマイナスのままである。と言うことは金融の足は、ブレーキペダルではなく依然アクセルペダルに置かれているということである。

図表 2: 米国長期金利の推移(10 年債名目利回り、コア CPI ベース実質金利、TIPS)



### 成長と資産価格上昇のアンカー健在

米国 10 年国債利回りは 2000 年頃から名目経済成長率を大幅に下回っていたが、コロナショック、2022 年のインフレショックを経た今日でもその関係：

#### “ G (経済成長率) > R (金利) ”

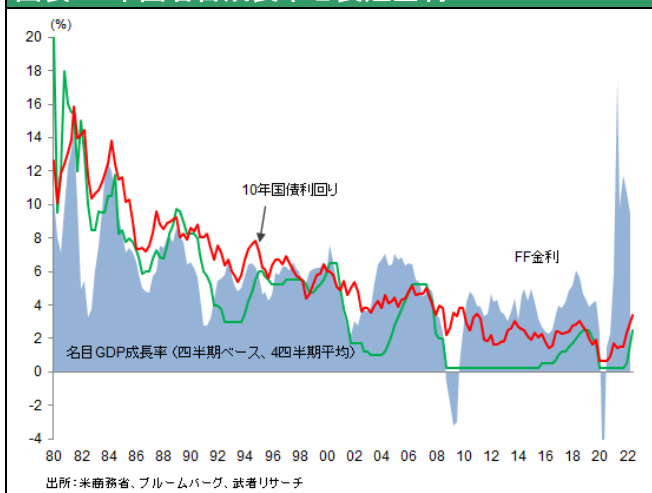
が持続している。名目 GDP 成長率は 2021 年 10.1%、2022 年 1Q 6.6%、2Q 8.4%であり、2023 年以降も 4%を下回るとは想定できない。つまりどこまで行っても 10 年国債利回りが名目成長率を上回るとは考えられないのである。

これは 2005 年に当時のグリーンズパン FRB 議長が、高成長下、大幅な利上げの下でも長期金利が上昇しないことを指して、「謎」と言ったことの定着化である。イノベーションによる資本生産性の向上、潤沢な貯蓄とドル高による米国への資本集中が寄与していると思われる。G (経済成長率) > R (金利)、グリーンズパンの謎の定着こそ、リーマンショック以降の米国経済と資産価格のアンカーであったが、それが健在ということは、米国経済と市場に対して楽観的になれる大いなる根拠となる。

### FEB に裁量余地与えるグリーンズパンの謎の継続

良いインフレを殺さないためのフレンドリーな金融政策は、長期金利が抑制されていることで実施できる。イエレン財務長官が主張する高圧経済状態を持続することで生産性上昇と資産価格上昇が維持できる。高圧経済状態を維持するために FRB が想定するインフレ率を 3%へとターゲットをシフトさせることも可能となる。

図表 3: 米国名目成長率と長短金利

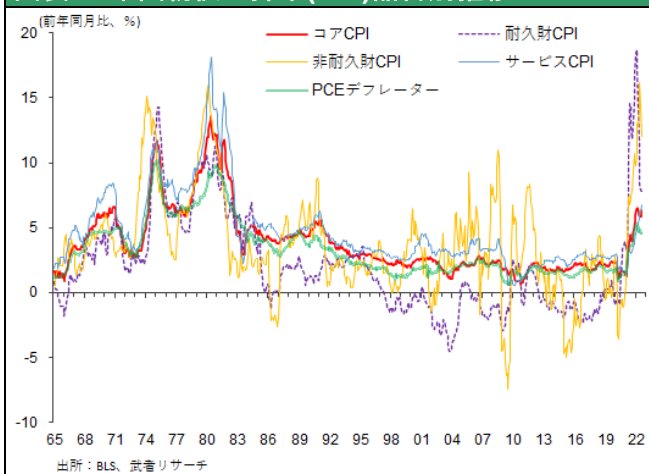


### 期待インフレ率の低下顕著

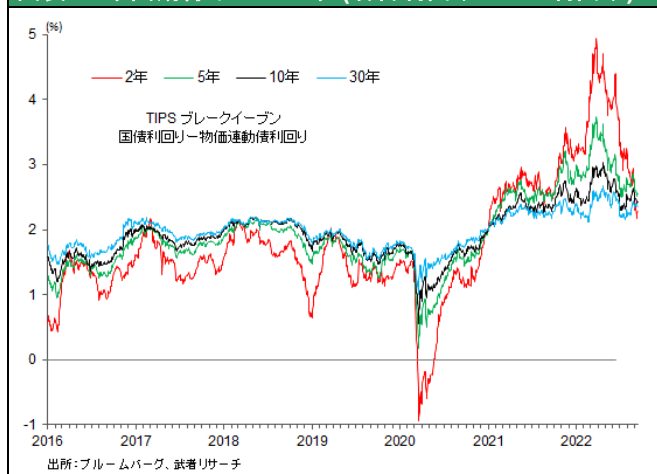
問題は、現下のインフレ情勢が極端に振れていて、真実が見えにくい状況にあることである。図表4に見るように現在の米国物価情勢はようやくピークアウトしつつある段階にあり、インフレとの熾烈な闘いが求められる状況にある。しかし物価連動国債(TIPS)市場においては既に大幅な物価下落が織り込まれている。現在の物価上昇の過半はサプライチェーンの寸断、ウクライナ戦争、コロナ禍による中国ロックダウン、等の一過性の供給制約によってもたらされたものである。それら供給制約の緩和が見えており、加えてFRB利上げによる需要減速期待が織り込まれたことでTIPSから逆算される期待インフレ率は大きく低下しているのである。図表5に見るようにTIPSによる期待インフレ率の変化を見ると3月のピークから直近までに、10年で3.0%から2.3%へ、5年で3.7%から2.7%へ、2年で4.9%から2.6%へと急低下している。

この期待インフレ率に基づけば、実質金利は既に大きくプラスになっており、金融は経済に対してブレーキ役を果している、との評価になる。一時的な高インフレに反応して過剰に金利を引き上げれば、既に物価上昇が沈静化している将来に過度の負担を負わせかねない。10年国債利回りが相対的に低位で安定していることは、オーバーキルを回避するためのフリーハンドをFRBに与えるもの、と考えられる。

図表4: 米国物価上昇率(CPI)品目別推移



図表5: 米国期待インフレ率(名目利回り-TIPS利回り)

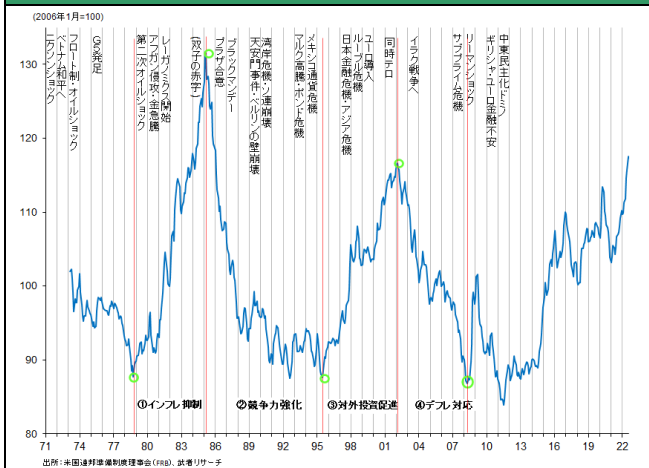


## (2) 2022年の大きなポジティブサプライズドル高

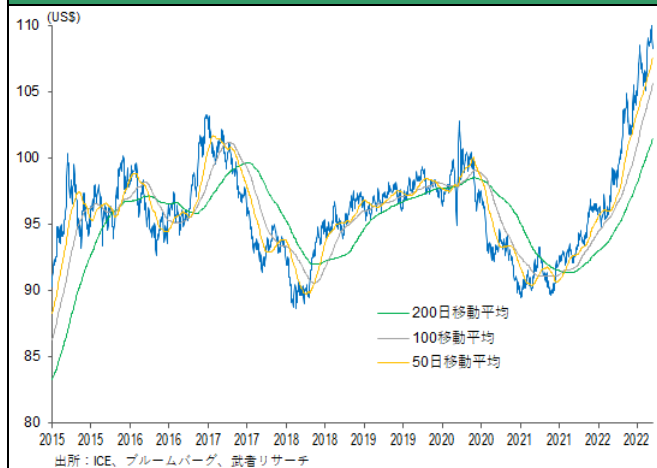
### 長期ドル高時代が継続中

2022年に大きく変化したことはドル高である。主要国通貨加重平均でみたドル指数、ドルインデックスは過去一年間で92から110へと19%上昇した。武者リサーチは一貫して米国のイノベーションの強さと長期ドル高トレンドを主張してきた(「コロナ時の一時的ドル安が終わり、2011年をボトムに始まった長期ドル高トレンドが続いていくことになる、と想定される。」ストラテジーブレティン292号2021年10月19日)が、それが実現している。

図表6: ドル実質実効レート推移



図表7: ドルインデックス推移





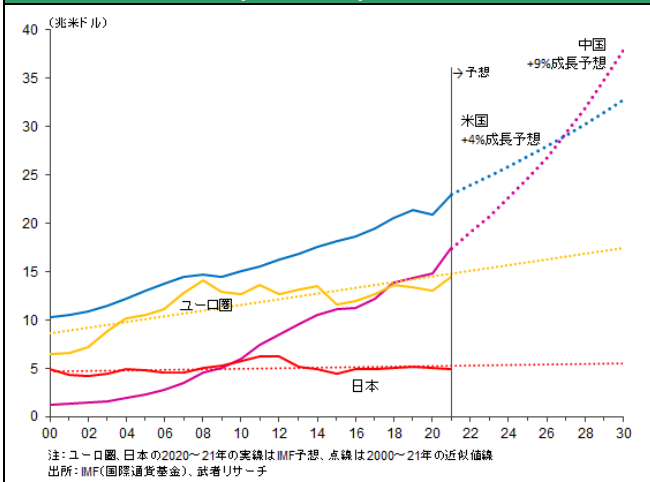
支々対外累積債務であるが、米国のみが巨額の累積債務を続けていることがわかる。対米国債権が各国の支払い準備なのであり、米国は世界最大の債務国、イコール唯一の巨額の世界マネー供給国なのである。

### 圧倒的米国力優位、特にイノベーションが顕在化

「何故、今ドル高なのか」だが、米国国力の圧倒的優位が鮮明になったから、と言うほかない。米国は世界最大の石油ガス産出国かつ純輸出国である。また世界最大の穀物輸出国でもあり、エネルギー穀物価格の上昇は米国にとってプラスである。製造業の衰退が強調されるが、先端産業での競争力は圧倒的である。中国を除く世界のインターネット・サイバー空間を米国の GAFAM5 社が支配しており、その技術力イノベーションの力は他国を寄せ付けない。また基軸通貨ドルを通して世界の金融を支配している。

ドル高になると中国との経済格差、金融格差は開くことになる。図表 10 は主要国の名目 GDP 推移であるが、日、ユーロ圏に続いて米国も中国に追い抜かれると信じられている。しかしドル高・人民元安が進行していくと中国はいつまでもたっても、米国に追いつけなくなる。ドル高、人民元の減価が米中対立において米国を大いに有利化するだろう。

図表 10: 米中日欧(ユーロ圏)の名目 GDP 推移

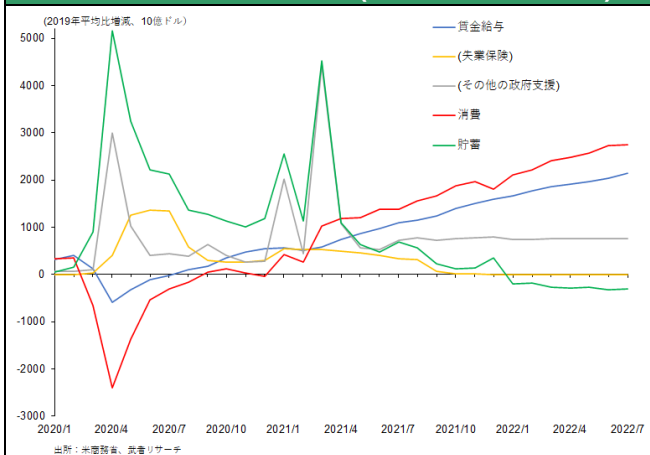


### (3) 米国マイルドランディングが何故可能なのか

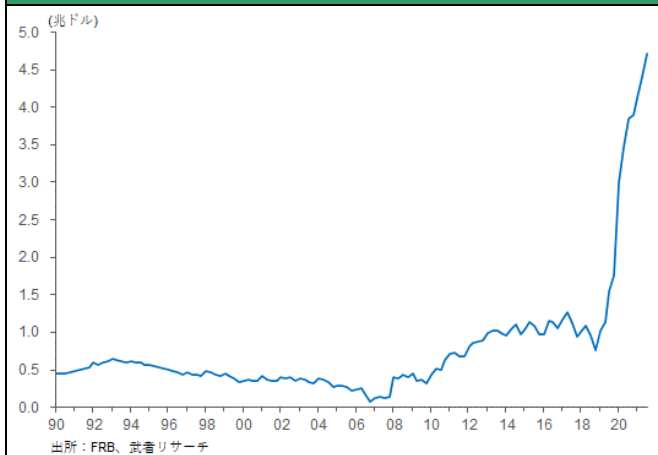
#### 堅調な米国ファンダメンタルズ

インフレはピークアウト、FRB は断固とした利上げによりインフレマインドのスパイラル拡大にキャップをかけた。ターミナルレートは 3%を超えていくが、そのもとでも米国景気は、雇用・投資・企業利益等が堅調でソフトランディングの可能性もある。実質賃金はマイナスだがコロナ禍の下で潤沢になった貯蓄と好調な雇用環境(給与・賃金)、財政政策の寄与により、消費は容易に失速しない。米国企業は 10%近い増収が続き、賃金も上がるが企業の価格決定力も健在で、ドル高による海外利益の換算益減少を除き、利益率が大きく下がる要素はない、高利益が維持されるだろう。

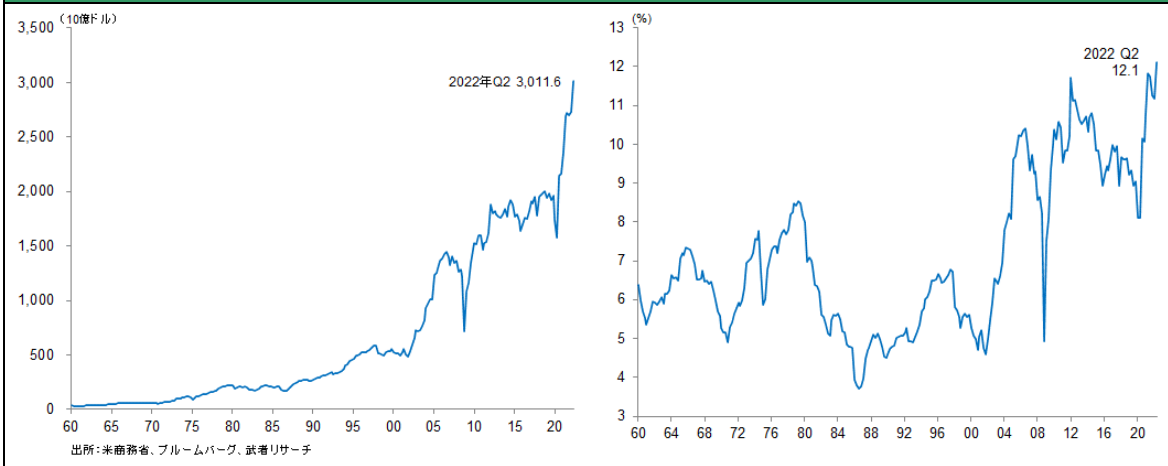
図表 11: 米国家計収支動向 (2019年平均比増減)



図表 12: 米国家計現預金残高推移



図表 13: 米国税引き企業利益と対 GDP 比



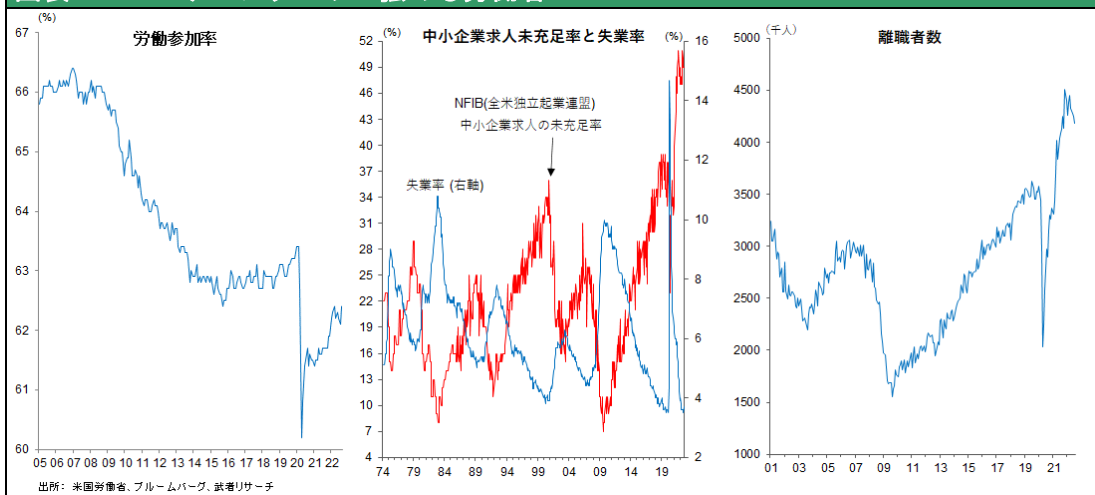
## FRB の市場フレンドリー傾向に変化はない

FRB のインフレ抑制優先によりオーバーキルが回避されるのかが鍵だが、長期金利が抑制されていることにより、金融緩和という手段を使える。イエレン財務長官が主張する高圧経済状態を維持するという戦略が生かされるのではないかと。比較的タイトな労働需給が続き労働者の強いバーゲニングパワーが維持されることで、企業には労働生産性向上のインセンティブが与えられ、それはサプライサイドも強化する。

その場合インフレ率 3%へとターゲットをシフトする可能性もあり、FRB の市場フレンドリーという傾向は変わることはないだろう。となると 2022~2023 年はリセッションの年ではなく、長期経済拡大の中で 3~4 年ごとに訪れた 2013 年、2016 年のような、ミニディップの年になるかもしれない(図表 15)。

利上げ一巡、利下げが視野に入る 2023 年中には米国株式は騰勢に転じるかもしれない。

図表 14: バーゲニングパワー強める労働者



図表 15: 米国の短期経済循環(製造業 ISM と長期金利)



#### (4) “米国衰退論”は誤り～世界の民主自由主義秩序は再構築される

##### 露中の跳梁は“力の空白”を生んだ米国外交の失敗、米国力の低下ではない

この米国が衰退しつつある大国であるかのようなイメージで捉えられ、それを信じたプーチンがウクライナ侵略の暴挙に走り、習近平が覇権挑戦を試みたりしているが、それはシンプルに間違いである。米国の地政学的プレゼンスの低下は、対テロ戦争が手詰まりになったことから始まった。オバマ氏が核廃絶を標榜し、世界の警察官を辞めると宣言したことで、「力による外交」を放棄したと誤解された。続くトランプ政権はアメリカファーストを唱えて自国中心主義に回帰し、昨年バイデン政権は何も得ないままにアフガンから撤退したことで、世界に大きな力の空白が生まれたことに疑いはない。習近平の南シナ海専横もプーチンのウクライナ侵略もそれにつけ入ったものであることは明らかである。それは米国外交の失敗であるが、米国の力の低下によるものではない。

##### ウクライナ戦争は世界リベラルデモクラシー秩序再構築の突破口に

ウクライナ戦争により、より大きな脅威が誰の目にも明らかになり、米国国内の保守派對左翼リベラルの対立は小異であることがはっきりした。今年11月の中間選挙等を経て、理想主義リベラルに偏った米国世論は再び現実主義に振れていくだろう。ドイツのパンシフィズム(平和主義)からの転換、フィンランド、スウェーデンのNATO加盟意向など、自由民主世界のベクトルも揃っている。力による現状変更を許さない世界秩序の再構築に向けて、かつてない求心力が高まるのは必至である。世界の自由主義秩序に疑問符を挟んだり、中ロのような米国衰退説を唱えることは、正しくないし、望ましい態度でもないことを強調しておきたい(ストラテジーブレティン 303号4月18日)。

著作権表示©2022 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。