

## ストラテジーブレティン (363号)

# 米国実質金利上昇は、株高・ドル高要因だ ～利下げ期待は too much～

## 高実質金利時代に戻る

米国経済の物差し、金利水準が大きく変転し、市場参加者を惑わし続けている。これまでの経済常識に反して、1年半で5.25%と言う極端な利上げも、過去50年で最大・最長期にわたる逆イールド(長短金利逆転)も、景気後退を引き起こしていない。

加えてこの間インフレが大きく鎮静化してきた。その結果実質金利は著しく高くなっている。この高実質金利を放置すれば深刻な景気減速、あるいは金融危機を引き起こしかねない。大幅な利下げは必至でありそれは円高をもたらすので、日本株式にはより深刻な打撃を与える、との懸念が、日本株売りを正当化している。

## 大幅利下げを先取りする市場金利

そうした見込みの下で、米国の市場金利は利下げを先取りして大きく低下している。9月13日現在、FF金利12か月先物は2.92%、2年債利回りは3.57%、10年国債利回り3.66%となっている。一年間で、今の5.5%から3%へと250bpもの利下げが織り込まれているのである。このような急激な利下げはITバブル崩壊時(2000年12月の6.5%から2001年12月の1.75%へ)、リーマンショック時(2007年8月の5.25%から2008年12月の0.25%へ)と言う金融危機に準ずるものである。この急激な利下げに見合う経済的現実とは、深刻な景気後退としか考えられないが、依然としてエコノミストの間では米国経済ソフトランディング派が大勢である。とすれば、市場参加者の経済見通しと金利見通しとの間に大きな乖離が存在しているということになる。エコノミストが景気見通しを過度に楽観視しているのだろうか、または市場が過度に利下げ見通しを高めているのだろうか。

株式会社 武者リサーチ

代表

武者 陵司

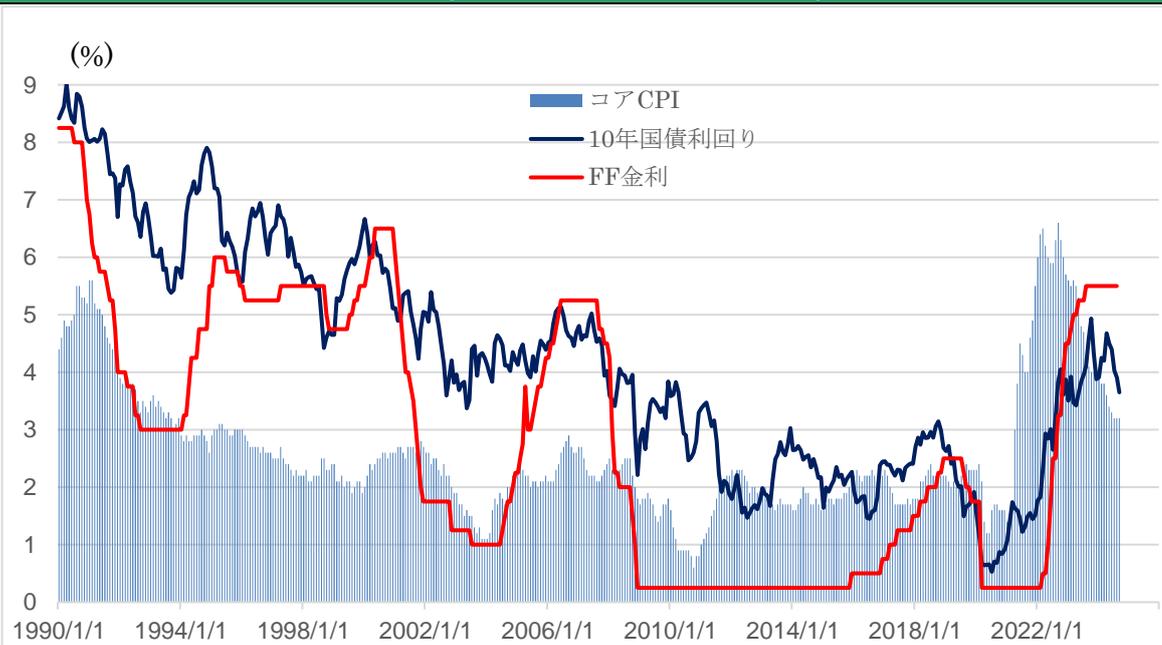
E-mail: musha@musha.co.jp

www.musha.co.jp

〒108-0075

東京都港区港南 2-16-7

図表 1: 米国コア CPI と長短金利 (FF レート、10 年国債利回り) の推移



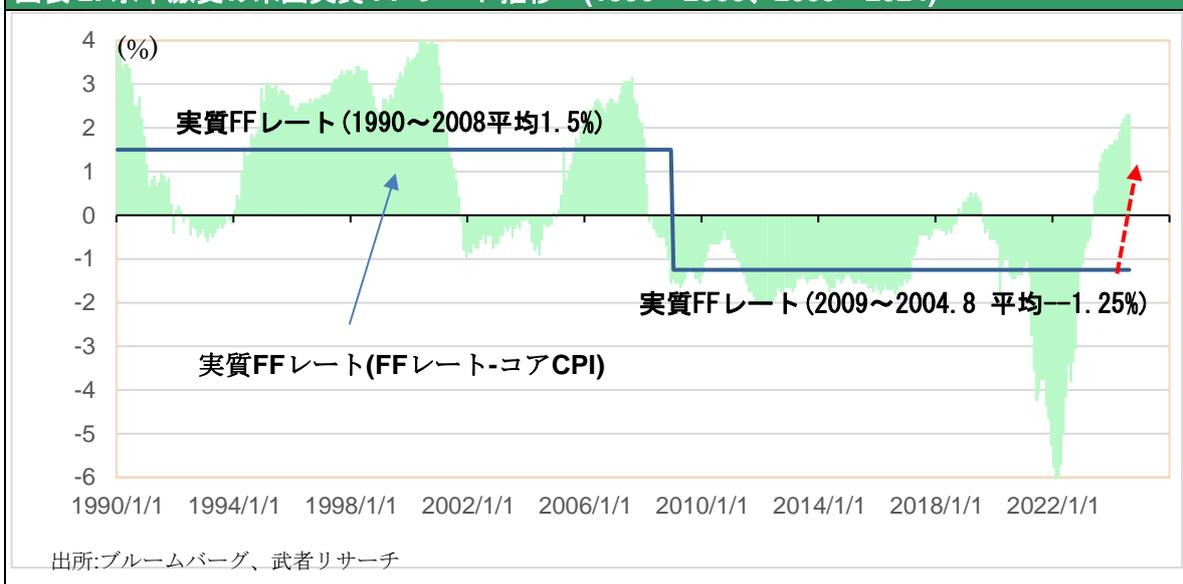
出所:ブルームバーグ、武者リサーチ

武者リサーチは市場の利下げ期待が行き過ぎている可能性が高い、と考える。鍵は現在到達した実質金利の高さを危険なものとするのか、否かにかかっている。リーマンショック以降 188 か月の平均を見ると名目 FF レートは 1.23%、コア CPI 2.48%、実質 FF レートは -1.25%、となっている。この実質 FF レート -1.25% を中立金利と考えれば、現状は著しく金融引き締めのめであり、早急な利下げが必須との結論になる。

### 中立金利上昇を見込み始めた FRB、だがまだ道半ば

そうした見方が正しいのかどうかだが、FRB は中立金利が上昇しておりそこまでの利下げは必要ない、との見方を強めているようである。四半期ごとに公表されている FOMC メンバーの SEP (Summary of Economic Projections) によると、FF レートの長期収束値 (terminal rate) は 2023.12 月 2.5%、2024.3 月 2.6%、2024.6 月 2.8% と段階的に引き上げられている。この間インフレ予想は 2.0% で変わっていないので、実質 FF レートの長期収束値は 0.5% から 0.8% へと引き上げられたことになる。この長期収束値の引き上げはこれからも続きそうであり、仮にこの実質 FF 金利の長期収束値が 1.3% まで引き上げられるとすれば、現在の実質 FF レートが 2.3% なのであるから、利下げは 100bp で十分と言うことになる。

図表 2: 水準激変の米国実質 FF レート推移 (1990~2008、2009~2024)

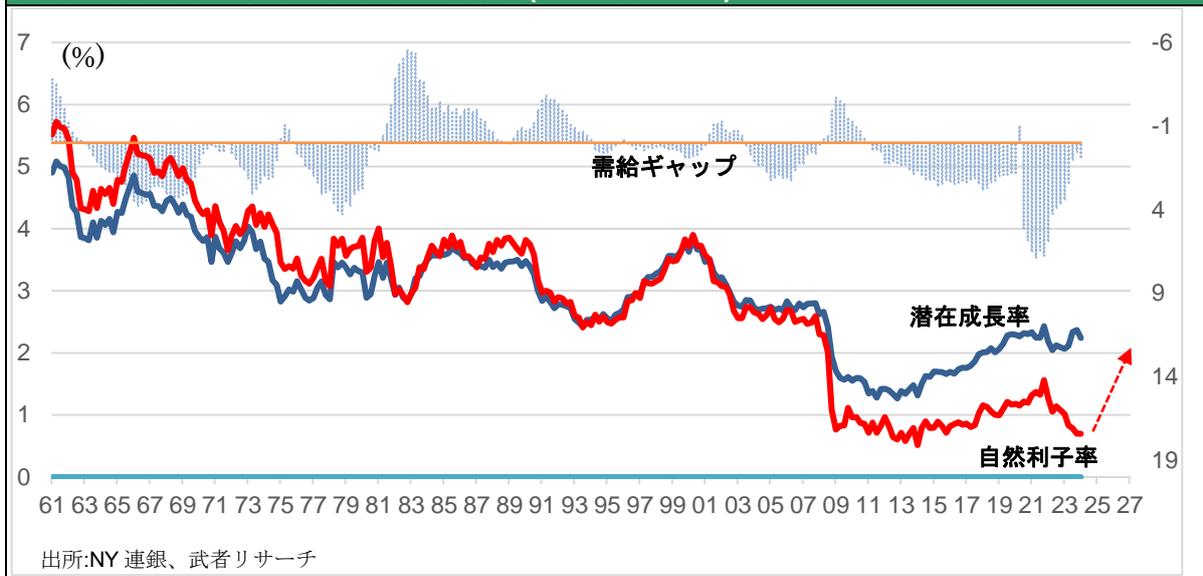


### リーマンショック以降、何故中立金利が低下したのか

中立金利の目安となる実質 FF レートの長期収束値は今日のレベルなのか。図表 2 により 1990 年以降の実質 FF レートを振り返ると、2008 年のリーマンショックを境に、大きくレベルが変わっていることが分かる。1990 年から 2008 年までの 228 か月の平均実質 FF レートは 1.5% であった。しかし 2009 年以降 2024 年 8 月までの 188 か月の平均は -1.25% と大きく低下して推移してきた。リーマンショックを境に中立金利のレベルが劇的に変化したのである。そして今再び実質 FF レートが大きくプラスになっている。

この実質 FF レートの推移は、NY 連銀が試算する自然利子率の動きとも符合する。図表 3 により 1960 年以降の潜在成長率と自然利子率の推移をたどると、それまで完全に一致していた潜在成長率と自然利子率が、2009 年以降大きく乖離し、自然利子率が潜在成長率 (= 完全雇用成長率) を大きく下回り続けたことが分かる。つまり完全雇用を実現するためには大幅な金利水準の引き下げが必要と言う時代が、10 年以上にわたって続いたのである。何故自然利子率 (= 実質中立金利) が低下したのだろうか。多くの要因が指摘されているが、武者リサーチは以下 3 要因が重要と考える。①人々が過度に悲観的になり、リスクテイクに後ろ向きになった、②先行き不透明感が強まり、高いリスクプレミアム (タームプレミアム) が求められた、③企業・家計ともに借金需要が低下し、金利感応度が下がった (企業は自己金融力の高まり (= 貯蓄が高まり) により、家計はリーマンショックの後遺症で借金に後ろ向きになったことにより)、である (注)。この環境の下で QE (量的金融緩和) が打ち出され、資産価格が押し上げられ、金利以外のチャンネルによる需要喚起策が導入されたのである。(注) 自然利子率の低下の要因として上記 3 点に加えて、世界的過剰貯蓄による世界的実質金利低下、高齢化・生産性低下等による総需要低下、等も指摘されている。

図表 3:米国潜在成長率と自然利子率推移(NY 連銀による)



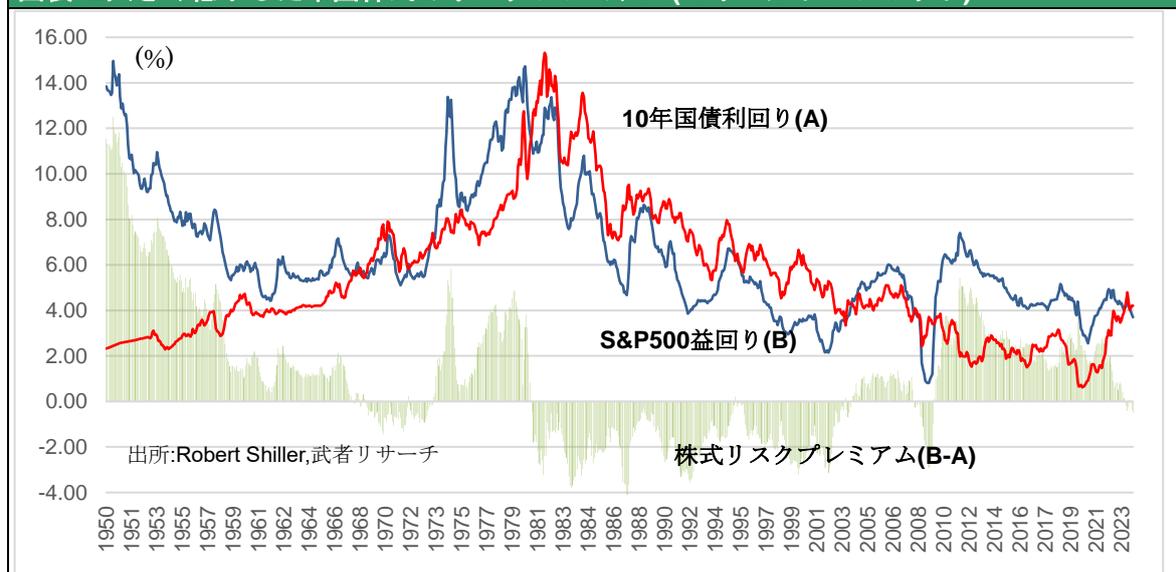
### 中立金利は劇的上昇場面に入った

しかし、リーマンショック後の低金利環境が大きく変わっていることは、今や明らかである。まずネット・スマホの普及に続いて AI 革命が進行し、更にコロナパンデミックを大過なく乗り切り、その後のインフレも着実に沈静化して、人々の楽観度は強まっている。

楽観度の高まりは、第一に大幅な利上げにもかかわらず、AI 関連投資など設備投資意欲が旺盛であること、第二に株式投資意欲が高まり、株式リスクプレミアムが急低下したこと(=バリュエーションが大きく高まった)こと(図表 4 参照)、第三に 2017 年のトランプ減税、コロナ対策の American Rescue Plan Act(1.9 兆ドル、2021 年)、Chip-S 法、IRA による産業政策等により、財政支出が恒常的に対 GDP 比 5%を超えるなど、財政赤字を所与とする経済が定着したこと(図表 5 参照)等、構造的とも思える環境変化によって支えられている。

このように米国の自然利子率(=実質の中立金利)は大きく上昇しているを見るならば、FRB の利下げは限定的となり、金利は長期にわたり高止まりする可能性が高い。ここからの円高の余地は小さいと考えられる。1995 年 7 月のテキサラ危機後の利下げが株高とタームプレミアム縮小と言う好投資環境が現出したが、現在と類似している。

図表 4:大きく低下した米国株式のリスクプレミアム(=イールドスプレッド)



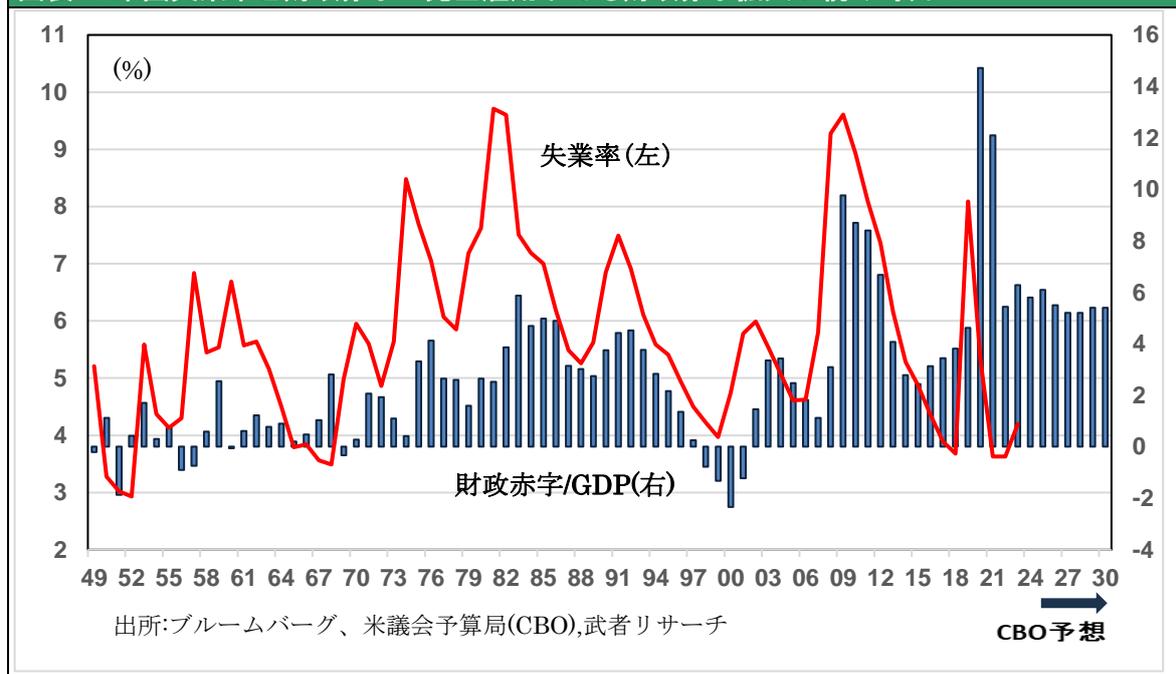
## 高実質金利の原因がファンダメンタルズの好調さだとすれば、それは株高ドル高要因だ

米国経済のソフトランディングを疑うべき事情は何も起きていない。まず 2%インフレ向けの足取りは確か。また 8月の失業率 4.2%は依然完全雇用に近い、基本的に堅調との見方は覆らない。

何かの理由により投資家や消費者、雇用主等の経済主体の心理が急悪化しない限りリセッションは考えにくい。心理悪化要因としては、株安、及び日本の利上げが引き起こす金融不安(ブラックマンデー型)の二つが市場で想定されたが、どちらも深刻なものではなかった。アトランタ連銀による 3QGDP ナウは 2.5%と堅調である。注視されるクレジット・リスクプレミアムは 8月初めに上昇したもののその水準は過去の危機時と比べて低く、金融市場のストレスは全く高まっていない。また株式市場の VIX(ボラティリティ・インデックス)や代表的な短期弱気指標であるプット・コールレシオが 8月初めに急伸したがそれらは大きく鎮静化した。これらファンダメンタルズに根拠を持たない市場の嵐は、過度のレバレッジ解消に伴う痼癩ととらえられる。すでに過剰レバレッジの調整は急進展しており、市場の不透明感は改善に向かう可能性が高いと考えられる。

大統領選挙と言う不透明要因はあるが、ハリス氏、トランプ氏どちらになっても、米国の中立金利が大きく跳ね上がっているという基本線は変わらない。米国の 2年債利回り 3.58%、10年債利回り 3.66%は 100bp の利下げを織り込んだ水準。米国の市場金利はすでに循環的ボトム圏にあると考えられる。とすれば日米金利差拡大から想定されている、140円を超えての円高進行も考えにくいとみられる。

図表 5: 米国失業率と財政赤字～完全雇用下でも財政赤字拡大が続く時代に



著作権表示©2023 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見直しは、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。