

November 30, 2023

米長期金利、再び 5% 試す場面も

為替は日銀の曖昧戦略により円安・円高へ振れる動き想定＝MCP アセット・マネジメント 嶋津洋樹氏

今回はグループで投資運用・助言を手掛ける MCP アセット・マネジメントのチーフストラテジスト 嶋津洋樹氏に、主要国の金融政策や為替への影響についてうかがった。マーケットが織り込んでいる来年の米利下げが簡単に実現できず、再び米長期金利が 5% を試す場面もありそうだという。為替は日銀の曖昧戦略の影響で 5 円ほど緩やかに円安や円高が進む範囲にとどまるとの見方。ECB の金融政策も FRB の政策と同様の見方をされやすい面があり、コスト構造の変化により物価が落ち着かず、簡単に利下げへ向かわない可能性があるという。以下、インタビュー要旨。(為替情報部・関口宗己)

■DZH 関口: 来年の利下げの有無が今後の米金融政策の行方に大きく影響してくると思います。弱い結果となった米消費者物価指数(CPI)なども材料になると思いますが、まずはそのあたりの見立てをおうかがいできますか

■嶋津氏: 少なくとも年内の米利上げの可能性はほとんど消えたと言える。次回 FOMC (米連邦公開市場委員会) 会合の利上げはないだろう。

理由は、CPI もそうだが、最近の経済指標が少し弱めになっている。雇用統計、失業保険などを見ても、米国景気はいままでのペースから減速している。特に労働市場のタイトさが緩和してくることを考えると、急いで利上げする必要はない。

ただ、急いで利上げする必要はないとしても、果たしてこれで終わりか、まして早期の利下げがあるか、そこはわからない。どちらかといえば利上げの可能性は残ったままと考えている。

中国景気の底入れや、独 ZEW 景況感指数の改善などヨーロッパの景気底入れもだが、おそらく製造業の循環的な調整が終わってきており、これは米国もそうだが他の国々の経済指標を見ても明らか。

中国やヨーロッパでも製造業の調整が終わり、下げ止まりから持ち直しを探る展開になってきていることも合わせて考えると、米国の雇用減速や物価鈍化を含めて、これらがいったいどこまで利上げの効果で、どこまでが製造業の単純な在庫調整の影響なのか、明確に切り分けできない。

そうすると、物価の伸びが FRB (米連邦準備理事会) の目標である 2% へ向かって直線的に鈍化していく姿は描きにくい。実際、CPI も前月比や 3 カ月前比の年率換算などの数字をみると 2% に向かっているというより、3% 付近に落ち着きそうな動きにみえる。

NY 連銀の予想物価やコンファレンスボード調査の 1 年先の数字が月次ベースで前月より下がったとの話になっているが、これも直近のボトムからの持ち直しのなかでの上げ下げのような動き。ミシガン大学が調査した予想物価は 1 年先が極端に上がる結果となり、

長い期間を含めたところも上がっている。これらを考慮すると、直線的に物価が 2% に向かっている可能性は相対的に低い。FRB としても慎重な判断を下さざるを得ず、利上げ休止と利下げまでの道のりは紆余曲折を経る可能性の方が高い。

そのため年内の利上げはなくとも、来年以降については何ともいえず、場合によっては追加的に利上げをしなければいけない。

9 月、10 月とせっかく長期金利が上がって金融環境が引き締まり、FRB 高官やマーケットも「追加利上げなしでも長期金利が上がっているからよい」としていたが、ここへきて金融環境はむしろ緩和的な水準へ転じている。つまり、これまで利上げしてきた効果が帳消しになり、緩和的なままになってしまっている。

米国景気に減速の兆しはあるが、必ずしも利上げの影響かどうかはわからず、物価が 2% に落ち着くというより 3% に向かう可能性もある。これまでの利上げでせっかく引き締まった金融環境がたった 1-2 週間で元の本阿弥になっていることを考えると、年内の利上げはなくとも、来年以降は気を付けなければならないという姿が浮かび上がってくる。まして、利下げのハードルはそれほど低くはないだろう。

■DZH 関口: FRB 高官なども、これまで積み上げてきた引き締め効果はく落することを警戒するでしょうね。引き締めスタンスをちらつかせつつ様子を見たいところでしょうか。

■嶋津氏: 本来はそれが望ましいだろうがマーケットが先走っていることと、FRB 高官のなかにもおそらくどの時点で物価目標が達成できて利下げに踏み切れるかについて、少し温度差があるように思える。

これまでの高インフレの長期化で中銀としての信認に傷がついている可能性があるため、物価 2% が必達で引き締めの手綱はまったく緩められないと思っている FOMC メンバーがいる一方で、とはいってもインフレは鈍化してきたため安心できて、利上げもほぼ終了と考えてよいとするメッセージを出してくる高

官もいる。

物価 2%がいいのか、2%をやや下回るところがいいのか、2.5%や3%でもいいのか、おそらくメンバーによってかなり温度差がある。私自身は少し厳しめにタカ派姿勢を示さなければ本当に信認に傷が付くと思っている。しかし、必ずしもそれが実現するのかよくわからない。

物価の見通しにも不確実性があるが、それに加えて、引き締め姿勢を転換する物価水準がメンバーによって大きく違っている。

■DZH 関口: 目標に到達できるかどうかの議論だけでなく、達成すべき目標の基準自体もメンバーによって異なっていることが金融政策の行方に関する見方を難しくしているのですね。

■嶋津氏: 物価の行方だけでなく、どこが彼らの満足できるポイントなのかわからない状態にある。

■DZH 関口: 見通しに関してかなり不透明感があることを経済も金融市場も織り込んでいくことで、どのように影響が出てくるとみていますか。

■嶋津氏: この 1 年ほど、昨年も含めて今年までをみてもマーケットとのコミュニケーションがとても難しかったと思う。FRB が利上げは終わらないといっているのに、それを無視する格好で金利が急低下したり、昨年 11 月発表の 10 月 CPI だったと思うが 8%程度の予想のところは 7.7%に下振れたことで、積極的な利上げが終わりに向かうとの期待が盛り上がり、マーケットが利下げを織り込みに入ったりした。

結局、物価目標を達成していないので少なくともタカ派姿勢を止められないはずなのに、マーケットは最後の局面まで信用しなかった。

今年も同じような動きで、インフレ指標が鈍化したとして金利が急低下した後に、「来年上期の利下げシナリオは実現ならない」と述べて夏場以降 10 月まで金利が急速に上昇していくようなことがあった。

足もとでは、利上げ打ち止めとともに早期の利下げ観測が浮上している。今のペースが続けば、年内にも 10 年債で 4%割れを試しそうな勢いである。

昨年と同じ時期でいえば、いくつかの経済指標で上振れが続いて、ドットチャートで翌年の利上げ継続見通しが出された 12 月の FOMC ぐらいからまた急速に金利が上昇するようなことがあった。

ここから来年を展望するうえでも、上半期に利下げということを再び織り込みに入っている。年内は利上げがないという安心感もあるのだと思う。しかし指摘した通り、物価が 2%に向かってスルスル低下していくのは難しい。そして足もとで金融状況が緩和しているので、その分だけ今後は实体经济の押し上げに効く

だろう。これまで失速していた住宅市場の持ち直しが顕在化する可能性がある。

あるいは物価が下がっているので実質ベースでみた可処分所得が増える側面もある。それが消費を支えたりしたことが年末年始に明らかとなり、改めて利上げなしのシナリオを見直さなければならなくなる可能性もある。年明け以降、金利が再び上昇方向へ急展開していくイメージ。10 年債利回りが年内にいったん 4%を目指しても、来年 1-3 月には再び 5%を超えていくような流れを描いている。

■DZH 関口: 直近でも荒っぽく米金利が上下する場面が多いですね。やや長い目で見てもそのような動きがありそうということですね。

■嶋津氏: 1 日で 20bp (ベーシスポイント、1bp=0.01%) 以上も平気で動いたりする。そのような動きが普通に続くし、10 年債が 5%をつけにいった局面でも結構早いペースだった。そのような動きが繰り返されるだろう。

■DZH 関口: 荒っぽい動き必須ですね。金利を反映して為替も荒っぽく動きそうでしょうか。

■嶋津氏: ただ、為替は日銀の金融政策の影響もある。その部分の反映がどのくらいかによる。1 つめはどのような政策をとるかということところだが、同時にどのようなコミュニケーションをとるかということも重要。エコノミストの間では、YCC (イールドカーブコントロール) の柔軟化が YCC の形骸化で、事実上の撤廃であるという評価が多いと思う。しかし、それが日銀とマーケットのコミュニケーションにおいては「YCC は維持されている」という評価になる。

確かに日本は実質金利が他の国に比べて低く、金融環境は緩和的で、それらが円の下押し要因となっている。一方、YCC の柔軟化で日々の金融緩和の度合いは大きく後退した。しかし、緩和を長い期間にわたって続けるための柔軟化であるという情報発信が奏功し、YCC の柔軟化が金融緩和の縮小という評価にはつながっていない。

黒田前総裁の行っていた本来の YCC 政策による日々の緩和の度合いが 10 だとしたら、植田総裁の下での現行の政策は、緩和の度合いが大きく低下し、たとえば 3 分の 1 になったと考えられる。ただ、柔軟化によって半ば永遠に緩和を続けていく体制が整ったと考えるのであれば、結果的に 1 日あたりの緩和度合いとそれを実施する期間とで示される面積はそれほど変わらない。永遠に行っていく、長期化するための柔軟化だと説明すれば、マーケットはそれほど引き締めたと思わない。

これはまさに、植田総裁が以前から持論として述べ

ている、フォワードガイダンスとゼロ金利で緩和的な金融環境を作るという政策である。

日々の金融緩和の度合いは明らかに減っているが、フォワードガイダンスを強化し、息長く実施していくと宣言。相対的に緩和環境が続くことをマーケットが受け入れている。実態として YCC を撤廃しているものの、金融緩和そのものは長く続けるとしているところが状況を分かりにくくしており、結果的に緩和的に捉えられているのが植田氏の政策の本質だと思う。

この延長線でマイナス金利からの脱却を考えてみると、いまマイナス金利は 3 階層に分けて適用しているが、YCC の柔軟化と同じように、マイナス金利 0.1% は変えず、適用する対象をほぼゼロにしていけばよい。YCC とマイナス金利を続けているとしながらも実態は YCC でもマイナス金利でもないという政策へ向かうのではないかと想像している。

そう考えると、たとえ植田日銀が早期にマイナス金利を修正しても、円高へ来年どんどんいくシナリオは描きにくい。マーケットがコンセンサスどおりに米国が来年上半期に利下げへ向かうというシナリオを描いたとしても多分円高の度合いはそれほど強くないだろう。

逆に私が考えているように来年も FRB がタカ派姿勢を続けるとしたら、少し円安・ドル高へ進みやすい状況はあまり変わらないと思う。為替はレンジ相場になりやすいのではないかと考えている。

植田日銀の曖昧戦略に対するマーケットの理解が進まないことが FRB の金融政策の日本への影響を緩和し、緩やかな円安や緩やかな円高で 5 円ずつ上下するようなレンジで来年を終えてしまうのではないかと思っている。

■DZH 関口:FRB 主導の動きを日銀の曖昧戦略が打ち消す局面もありそうで、FRB の政策の行方も、日銀の政策の行方も判断が難しい状態といえますね。

■嶋津氏:植田総裁はマイナス金利政策の解除を急ぐとみている。日本のファンダメンタルズどうこうというよりも、異次元緩和に対する批判的な考えが理由である。就任前の日経新聞の経済教室などにも出ていたとおり植田氏は異次元緩和に否定的で、彼自身が従来から主張してきたゼロ金利とフォワードガイダンスで十分に金融緩和できるということを示したいのだろう。

いまのところそれがうまくいっている。ファンダメンタルズにかかわらずといってしまうと語弊はあるが、戦争に日本が巻き込まれるとか、米国経済がかなり深刻な景気後退に陥るといいうことでもない限り、YCC の事実上の撤廃に続いて、マイナス金利の曖昧化

で事実上のゼロ金利政策に回帰し、フォワードガイダンスとともに表面的には異次元緩和を続けるという方向になると思う。

ただ、市場への影響はコミュニケーションの仕方次第の部分もあり、FRB の政策に振り回されそうになっても、日銀の曖昧戦略でうやむやにされて為替は方向感が出にくい相場展開が想定できる。

■DZH 関口:財務省も含めた本邦当局からすれば極端な動きにならないで静観できるといったところかもしれませんね。

■嶋津氏:そうかもしれない(笑)。

■DZH 関口:その他、欧州など他国の動きなどで留意しておくべき点などあるでしょうか。

■嶋津氏:ヨーロッパは循環的に底入れしてきているが、回復力は乏しいだろう。ユーロ圏・欧州大陸のビジネスモデルは、安いエネルギーをロシアから輸入して、高い経済成長をしている中国向けに、とくにドイツからすれば従来の通貨だったマルク対比、実力対比で割安なユーロを使って輸出競争力を上げて、大量輸出するというものである。周辺国と言われる国々に無理な財政再建などを押し付けることで、持続的なユーロ安も実現できた。

そのビジネスモデルこそが 2000 年以降、東西ドイツの統一で厳しくなった状態から復活する秘訣だったとみるが、それが通用しなくなっている。

ロシア産のエネルギーの輸入は難しく、従来ほど中国へ食い込むこともできない。そもそも中国経済自体が二桁台の成長力から 5%から 5%を下回る成長になっている。これは中国、ヨーロッパの双方に言えるが、循環的な底入れはあっても元に戻っていけない。

安いエネルギーを輸入して経済を回していたが、それが事実上できないのでコストは高くなってくるはず。スタグフレーション(景気停滞と物価の持続的上昇が同時に進んでいる状況)的な色彩が強い。来年は上半期に経済がどんどん悪くなるような状況ではいったんなくなっているが、プラス成長でも 1%未満の低い成長が続き、物価は 2%より高いといった状態となるのではないかと。来年まではスタグフレーション的な色彩が続きやすいとみている。

■DZH 関口:仮に FRB が利下げを織り込むような動きになっても、為替ユーロは強くなりきれないでしょうね。

■嶋津氏:マーケットは FRB と ECB (欧州中央銀行) の金融政策を相似形に見ている。つまり、景気が減速すれば物価が下がり、利下げの環境が整うという見方だ。しかし、それが本当にできるかどうか、実際のところよくわからない。今のユーロに対するマーケットの見方は、景気が弱くて物価もスルスル下がってきたので

いずれ利上げせざるを得ないというものだろう。

しかしコスト構造が変わっているのに、景気が悪くても物価が 2% 以下へなかなか下がらないはず。その事実を見たときマーケットは驚くことになる。

年内の残りの時間はアメリカの動きに主導されて金利が低下するなかで株価が支えられるといった動きが続くかもしれない。しかし、来年にかけてシタグレーション的な色彩が強まれば、利下げは難しくなり、金利は高止まりし、株式などリスク資産を圧迫するだろう。

楽観的な見方をすれば、景気が来年にかけて減速し、それに伴って物価も当然下がり 2% 目標を達成できるというシナリオが描ける。しかし多分そうならないのが来年のヨーロッパだろう。

■DZH 関口:FRB なども含めて主要中銀が成長を犠牲にしても物価を下げると述べていた時期もありました。物価が下がらないため金利を引き下げられないといったように金融政策も対応を迫られる局面になるのでしょうか。

■嶋津氏:長い間、我々はデフレやディスインフレの姿を見てきている。景気が悪くなるとすぐデフレやディスインフレの圧力が高まると刷り込まれている。

イギリスが典型だが、景気が低迷するなかで賃金などのインフレ圧力が高止まっている。物価の伸びが 8% 台から 7% 台に鈍化したからよいという話ではない。

■DZH 関口:物価が表面的に下がっても、賃金など潜在的なインフレが収まらない限り、根本的に物価が下がっていきにくいでしょうね。

■嶋津氏:2% に近づいていく姿は何となく見えていても、本当に 2% 水準にまっすぐ達していくか不透明感がある。紆余曲折を経て、多分時間がかかり掛かるだろう。

■DZH 関口:それに関しては FRB の中でも意見が分かれていて、それがどのようにまとまっていってかみてるところなんだろうが、ECB に関してはドイツがインフレを重視していることもあり利下げへ向かいにくいところがあるでしょうか。

■嶋津氏:議論は紛糾すると思う。異なる国々の意見をまとめるのは FRB メンバーの意見相違よりも手に負えないと思う。もともと各国の思惑もあり足並みが乱れやすいが、どこまで協調できるか。

ドイツも今までは自国経済が強いなかで他の国に対して司令塔のように振る舞えるリーダーシップがあった。景気が悪くなって域内景気の足を引っ張っているときにこれまでと同じように強いリーダーシップを発揮するのは難しくなる。

ドイツを中心とするインフレ・タカ派の国々と、景

気に対して支援を望む地中海沿岸の国々との戦いが、過去 10 年とは違った形で展開されていくだろう。

■DZH 関口:金融政策の捉え方が難しい局面ですね。

■嶋津氏:今後の金融政策を考えるうえで重要なのは、何を是とするか考えるかだろう。物価目標が 2% に対し、2.5% や 2.3% は許容されるのか、そもそも物価目標として 2% が適切なのか 3% でもよいのか、あるいは物価よりも景気や金融安定が優先するのかなどもあって、いうほど簡単なシナリオではない。

当然、投資戦略も立てづらい。足元では 2024 年が「債券の年」になるとの見方があるが、2022 年の今頃も同じことを言っていた。仮に年内に米国の 10 年物金利が 4% を割ったとしても、来年再び 5% を試す可能性は否定できず、荒っぽい動きに振り回されることになりかねない。

■DZH 関口:そうなると経済指標の強弱によって簡単に 20bp ほど動くような日々がまだあって、為替もあわせて上下するような、株式市場もそうでしょうが、そのような動きになりがちでしょうね。

米金利が 4% 付近で推移している局面と、5% に戻っていくときの為替の動きについてはどのようにイメージしていますか。

■嶋津氏:ドル円は、年内は 150 円割れ水準が続くそう。そうした環境でも、日銀のマイナス金利解除の話は意識され続けるだろう。実際、すでに決算などの場で強気の賃上げの話が出ている。春闘で強めの方針が投げられ、これから来年 3 月に向けて話し合っていくところだが、大企業を中心にすでに賃上げに前向きな声も聞こえる。目先は米国の早期利下げ期待もあり、円高になりやすいとみる。

来年は米国の金利が 10 年物で再び 5% を試すようになれば、再び 150 円を超えていくような動きになるだろう。

■DZH 関口:150 円を挟んでやや荒っぽく上下する動きになりやすいのでしょうか。

■嶋津氏:そのように思っている。(了)