

Special Report

ソニーフィナンシャルグループ(株)
金融市場調査部 シニアエコノミスト
渡辺 浩志

米長期金利の落ち着きどころと株式投資のヒント

KEY POINT

- 利上げの累積効果でインフレが鈍化、FRBは調整利下げへ。市場は来年6回の利下げを期待し長期金利が低下
- タームプレミアム(国債需給)は景気と逆相関。期待政策金利(政策金利見通し)は景気と順相関
- 米国景気のソフトランディングを前提とすれば、米10年金利は来年半ばの3%~3.5%がボトム
- 景気とイールドカーブの傾きの関係に基づけば、米30年金利は同時期の3.3%~3.8%がボトム
- 景気減速・金利低下局面ではハイテク株の優位性が際立つ
- 2024年前半は金融相場でハイテク優位、年後半は景気回復期待で幅広い業種が値を上げる業績相場へ

利上げの累積効果が浸透

米国では22年3月に始まった利上げの累積効果が浸透しつつある。底堅かった家計部門にもいよいよ陰りが見え始めた。雇用の増勢鈍化や求人減少、自発的離職率の低下など、労働市場のリバランスが進み、賃金上昇率も低下している(図表1)。

高止まりが警戒されてきたサービスのインフレも賃金鈍化を背景に着実に低下しており、インフレ率は従来のFRBの想定以上に速いペースで沈静化へ向かっている。

図表1:労働市場のリバランスが進み賃金上昇率が低下(%)

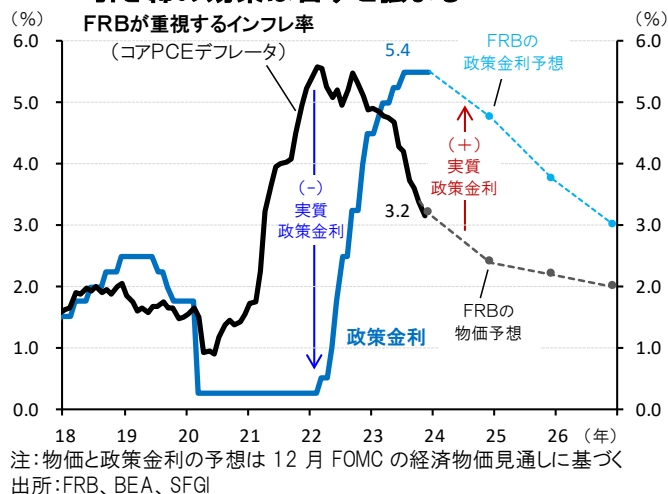


オーバーキルを警戒した調整利下げへ

これを見てFRBは12月FOMCで物価見通しを下方修正するとともに、追加利上げを見送った。ただし、「実質政策金利(=政策金利-インフレ率)」は2.2%と、すでに米国の潜在成長率(1.8%)を超えている(図表2)。こうなるとマネーは実物投資から貯蓄へ向かい易くなり、景気にはブレーキが掛かる。パウエル議長を始め多くのFRB高官は、政策金利が十分に景気抑制的な水準に達したことを認めており、議論の焦点は現在の高い政策金利を維持する期間の長さへと移っている。

だが、この先のインフレ率がさらに低下していけば、たとえ利上げをしなくとも実質政策金利はおのずと高まり、引き締め効果が強まって行く。それによるオーバーキル(引き締めすぎ)のリスクに配慮し、FRBは来年中に3回(0.75%)の調整利下げを行うことを示唆した。

図表2:インフレ鈍化のなかでは政策金利を維持しても引き締め効果は自ずと強まる



なお、FRBは、今回のFOMCで24年末の実質政策金利の見通しを0.3%引き下げた(9月時点2.5%→今回2.2%)。想定以上に速いインフレ率の低下をみて、引き締めスタンスを幾分緩めた格好だ。市場参加者はこれをFRBのハド派転換と過大評価し、来年中に6回(1.5%)もの利下げを行うと期待するようになった。市場の期待は先走り過ぎにも思えるが、これが米国債の買いを促し、長期金利(10年国債金利)を急低下させている。

米長期金利は5%超をピークに急低下

米国の長期金利は、10月半ばの5%超えをピークに急低下している。長期金利は政策見通しを表す「期待政策金利」と

国債需給を反映する「タームプレミアム」に分解出来る(図表3)。8~10月は国債増発や議会の混乱に伴う格下げへの警戒から国債が売られ、タームプレミアムの急騰が主導する「悪い金利上昇」が進んだ。ただし、つなぎ予算の成立もあってこの動きには足元で一巡感も見られる。

図表3: 長期金利 = 期待政策金利(政策金利見直し) + タームプレミアム(国債需給)



注: 期待政策金利とタームプレミアムは NY 連銀の ACM モデルの推定値
出所: NY 連銀、Bloomberg、SFGI

タームプレミアムは予測不能?

長期金利の行方を探るため、まずはタームプレミアムの先行きを見通してみたい。タームプレミアムは国債需給を反映するものだが、それが政治リスクや地政学リスクなど突発的な外生要因に大きく左右されることから、超短期では予測不能と考えられている。

ただし、国債需給を左右する、より大きな要因は景気(内生要因)であり、これを中長期で予測することは可能だ。図表4の通り、タームプレミアムの水準と方向は、雇用情勢(失業保険申請率、週次データ)から一定の精度を持って見通すことが可能である。過去30年を振り返っても、リーマンショック(2008年)やコロナ禍(2020年)など百年に一度といわれるような危機時を除けば、雇用情勢とタームプレミアムの関係は大きく崩れることはなかった。

図表4: 雇用情勢(景気)とタームプレミアム(10年)



注: 失業保険申請率(登録失業率) = 失業保険申請者 / 労働力人口
出所: Bloomberg、SFGI

ポイントは、タームプレミアムが好況期に低下し、不況期に上昇することだ。通常、長期金利は好況期に上昇し、不況期に低下するが、それは後述する期待政策金利の影響である。タームプレミアムは、雇用が悪化するような不況期には、財政刺激のための国債増発(需給軟化)懸念によって上昇するのである(期待政策金利は利下げ観測が高まることで低下)。

ソフトランディングならタームプレミアムは▲0.5%~0%

では、この先の米国景気はどうなるか。企業の資金繰り環境を表す信用スプレッドは、カネ余りや株高を背景に緩んでおり、米景気(GDP成長率)がすぐに大きく悪化する気配はない(図表5)。当社では、利上げの累積効果で米国の経済成長率は減速して行くとみるが、当面は潜在成長率とゼロ%の間での推移(ソフトランディング)を予想する。

図表5: 金融環境(信用スプレッド)とGDP成長率



注: 信用スプレッド = 米ハイ・イールド社債利回り - 米10年国債利回り
出所: BEA、Bloomberg、SFGI

米景気のソフトランディングが実現するなら、雇用情勢が大きく悪化することもないだろう。FRBは24~25年の失業率が自然失業率(完全雇用)と同じ4.1%に止まると予想している。これは図表4でみた失業保険申請率(登録失業率)にして1.2%~1.5%に相当する。その時のタームプレミアムは、▲0.5%~0%である。これが内生要因に基づく予想だ。なお、突発事象があればタームプレミアムは上下に振れるが、この予想レンジから外れる極端な動きは、長続きしないと思われる。

期待政策金利の行方

続いて、長期金利のもう一つの構成要素である期待政策金利について予想してみたい。期待政策金利は向こう10年の政策金利予想の平均値である。FRBのドットチャートに従えば、向こう10年の政策金利の平均値は3.175%となる(図表6)。

図表6: FRBのドットチャートに基づく期待政策金利は3.2%

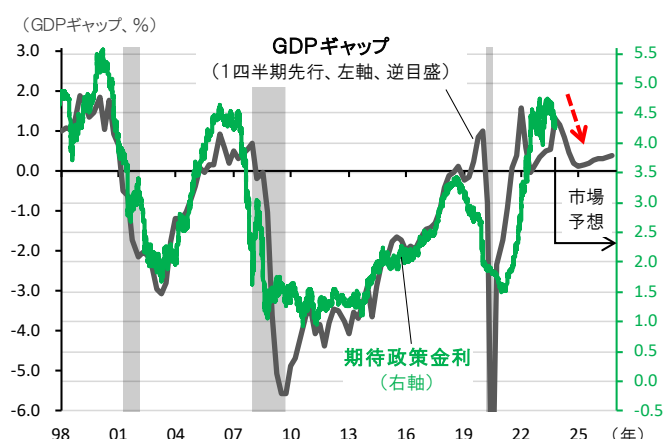
期待政策金利(%)	政策金利見直し				
	23年	24年	25年	26年	27~32年
FRB	3.175	5.375	4.875	3.875	2.500

注: 12月FOMCのドットチャートに基づく。27年降は中立金利への着地を想定
出所: FRB、SFGI

一方、市場の期待政策金利(NY連銀のACMモデル)は現在4.3%程度である。景気がソフトランディングに向かうのであれば、FRBが想定する中立金利(2.5%)までの利下げは行われぬとの見方が背景にあるのだろう。また、長期のOIS金利先物が3.5%近辺にあることをみると、市場は中立金利の水準が大きく切り上がっていることを想定している可能性もある。

もつとも図表6の方法では期待政策金利のボトム水準の目途は立っても、それがいつ実現するかはわからない。そこで筆者は期待政策金利を予想する別のアプローチとして、GDPギャップを参照している。FRBの金融政策は雇用最大化と物価安定を二大責務として運営されているため、その予想である期待政策金利は、雇用情勢を反映し物価を見通すのに役立つGDPギャップに沿って動く傾向があるためだ(図表7)。

図表7: 期待政策金利はGDPギャップに沿って動く傾向



注: 期待政策金利は市場参加者の向こう10年の政策金利予想の平均値
出所: NY 連銀(ACMモデル)、BEA、CBO、SFGI

この先、米景気のソフトランディングが実現するなら、GDPギャップは大きく悪化することはない、来年7-9月期にゼロ%近傍でボトムを付けそうだ。その場合、期待政策金利は同時期に3%台半ばまでの小幅低下に止まることが見込まれる。

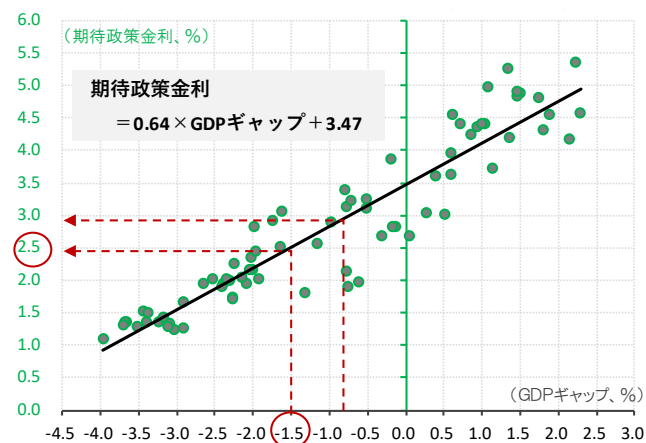
なお、ソフトランディングを前提としたタームプレミアムの予想値は▲0.5%~0%だった。これと期待政策金利の予想(3.5%)を合算すると、米長期金利は来年半ばに3.0%~3.5%の水準でボトムを付けると予想される。

中立金利の目安

図表7からは、さらに次の2点が読み取れる。第一に、景気がソフトランディングとなるなら、その後の回復も緩やかなものとなり、底入れ後の期待政策金利もまた緩やかな上昇に止まると見込まれることだ。

第二として、GDPギャップの過去20年の長期平均値は▲1.5%だが、これに対応する期待政策金利が中立金利の水準と想定される2.5%である点だ(図表8)。これは偶然ではないだろう。GDPギャップの長期平均を経済の定常状態(均衡状態)と考えれば、これに対応する期待政策金利を中立金利(均衡金利)とみなすことができるのかもしれない。

図表8: 経済の定常状態における期待政策金利=中立金利



注: プロット期間 1998~2023年、コロナ禍の20年2Q~4Qは除外
出所: Bloomberg、SFGI

さらに、GDPギャップのコロナ禍後の平均値は▲0.8%である(コロナ禍直後は異常値として除外)。それに対応する期待政策金利は3%であり、最近の市場の見方(景気の過熱やGDPギャップの改善で中立金利が3%台に切り上がっているとの見方)を裏付けるものといえる。

超長期金利の落ち着きどころ

10年金利の見通しが立てば、超長期金利についてもある程度の予想ができる。イールドカーブは景気とともに変動する。好況期にはイールドカーブ全体が上昇しつつ、短期がより高まることで「ベアフラット化」が進む。一方、不況期には利下げ期待から短期ゾーンを中心に金利が低下し、イールドカーブは「ブルステイプ化」する傾向がある。

イールドカーブの傾きを30年金利と10年金利の差で測れば、これが景気の温度を表すGDPギャップと連動することは想像に難くない。また、30年金利を潜在成長率(供給)、10年金利を現実のGDP成長率(需要)に対応すると考えれば、その差が供給と需要の比であるGDPギャップと連動することは、経済原理に則したものだといえる。それを実際に描いたのが図表9だ。極めて高い連動性があることがわかる。

図表9: 30年-10年金利スプレッドとGDPギャップ



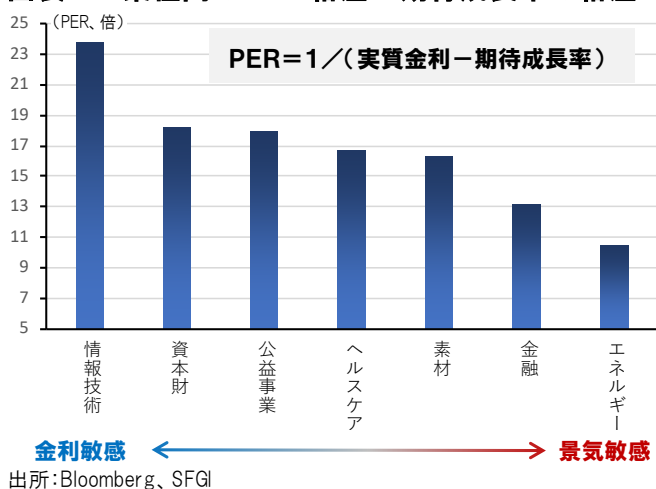
出所: CBO、BEA、Bloomberg、SFGI

GDPギャップが改善する局面(好況期)では、ベアフラット化により30年-10年金利差は縮小する。一方、GDPギャップが悪化する局面(不況期)ではブルスティープ化で金利差は拡大する。この先のソフトランディングを想定するなら、GDPギャップは大きく悪化せず、結果として、30年-10年金利差は拡大するも、0.3%ポイント程度の小幅なものに止まると見込まれる。10年金利を3.0%~3.5%と予想するなら、30年金利はそれに0.3%ポイント上乗せした3.3%~3.8%が当面のボトムの目途となる。これは米国の名目潜在成長率(3.8%)とほぼ合致する水準である。

株式市場へのインプリケーション

金利(割引率)が下がれば、株価(企業収益の割引現在価値)は上がる。当面は不況下の株高、いわゆる「金融相場」が見込まれる。金利低下の恩恵をとくに強く受けるのは金利敏感(高PER)業種である。図表10はS&P500指数の主要業種のPERをランキングしたものだ。PER=1/(実質金利-期待成長率)だが、実質金利は業種間で大差はないため、PERの差は主に期待成長率の格差から生じているといえる。

図表10: 業種間のPER格差=期待成長率の格差

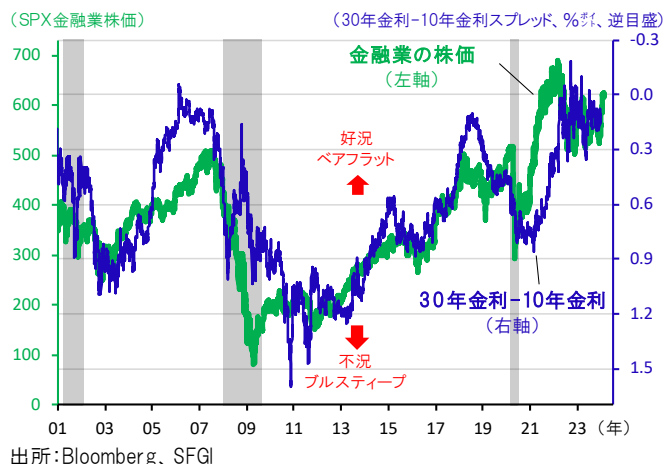


このランキングにみるように、高PER業種とはハイテク(情報技術)のような期待成長率の高い業種である。一方、低PER業種は、業績変動の小さいディフェンシブ業種(ヘルスケア)や、株価が景気や業績(EPS)に左右されやすい景気敏感業種(素材・金融・エネルギー)である。金利が低下する局面では期待成長率が高い業種ほど、PERの上昇にレバレッジが効く。この先の金利環境ではハイテク株がPER主導で上昇し、相対的な優位性を高めそうだ。他方、ソフトランディングであったとしても景気が減速して行くなれば、EPSが株価を左右する低PERの景気敏感業種は逆風に晒されそうだ。

なお、図表9で見たように、今後のイールドカーブはブルスティープ化が進む公算が大きい。これは金利水準と長短金利差を収益源とする金融機関にどう影響するだろうか。イールドカーブのスティープ化自体は預貸利ざやの拡大に繋がるため、金融機関収益にプラスと思われる。だが、30年-10年金利差と金融株の関係(図表11)を見る限り、金融業の収益にとって決定的に重要なのは景気(金利水準)であることがわかる。この

先、スティープ化が進んでも金利水準自体が下がるなら、金融業の株価が現在の水準を保つことは難しくなりそうだ。

図表11: この先のブルスティープ化は金融株の重荷に



なお、ハイテク株と景気敏感株の比を取れば、かつては金利との逆相関が明白だった(図表12)。しかし、昨年末以降は生成AIブームでハイテク業種の期待成長率が一気に高まり、ハイテク株は金利上昇のなかでもその重荷を跳ねのけて上昇した。この先は、AIイノベーションへの期待が持続するなかで金利が低下して行くことから、ハイテク株の上昇は加速し、相対的な優位性が一段と高まると思われる。

図表12: 長期金利とハイテク株/景気敏感株の関係



さらに、半導体サイクルを表す世界半導体販売額の前年比は今年5月に底入れしており、ハイテク株においては循環的な上昇局面も始まっている。半導体サイクルはひとたび好転すれば、新製品の開発・普及のサイクルに沿って上昇局面は、通常2年は続く。また、技術の高度化に合わせてハイテク需要のピークは回を追うごとに高まっている。ハイテクは、イノベーション・金利低下・半導体サイクルの好転という3つの追い風を背に受け、順風満帆にも思える。なお、2024年の米国株式市場全体では、年前半は金利低下を受けてハイテクが相場を牽引し(金融相場)、年後半はFRBの利下げによる景気回復で幅広い業種が値を上げる業績相場へと移行することが予想される。

渡辺 浩志



尾河 真樹 (おがわ まき)
 執行役員 兼 金融市場調査部長
 チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『(最新版)本当にわかる為替相場(2023年日本実業出版社)』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ(2018年朝日新聞出版社)』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



菅野 雅明 (かんの まさあき)
 金融市場調査部
 シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



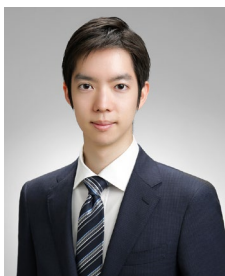
石川 久美子 (いしかわ くみこ)
 金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)
 金融市場調査部 担当部長
 シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



森本 淳太郎 (もりもと じゅんたろう)
 金融市場調査部 シニアアナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



宮嶋 貴之 (みやじま たかゆき)
 金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

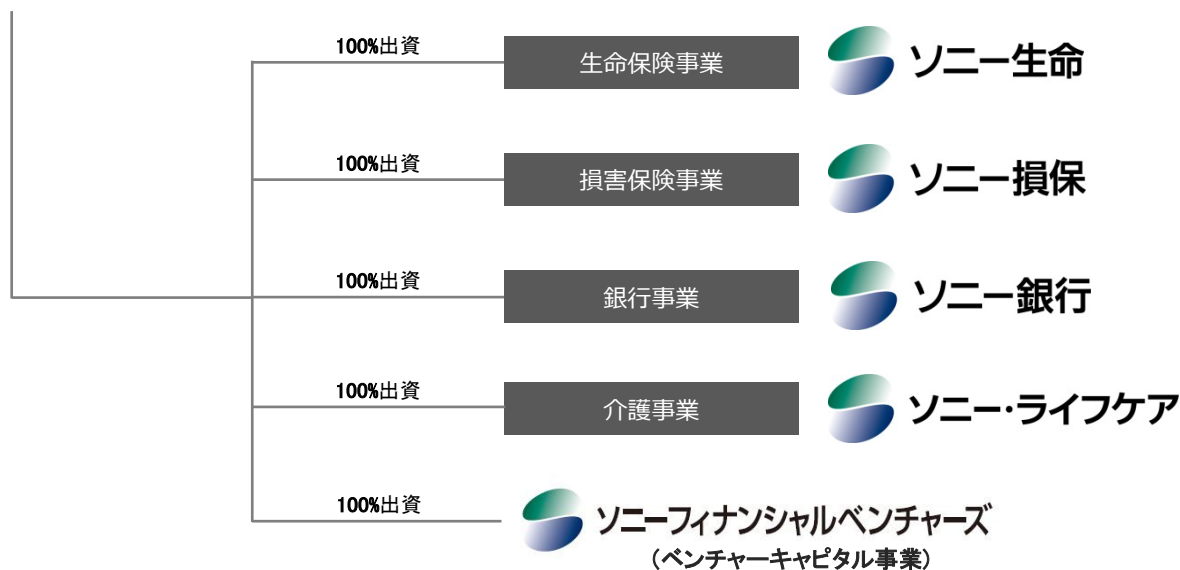
本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfg.co.jp>