

ダイワのチーフストラテジストが語る米国金利の見通し

2023年9月

大和証券株式会社
金融市場調査部
チーフストラテジスト
谷 栄一郎,CFA

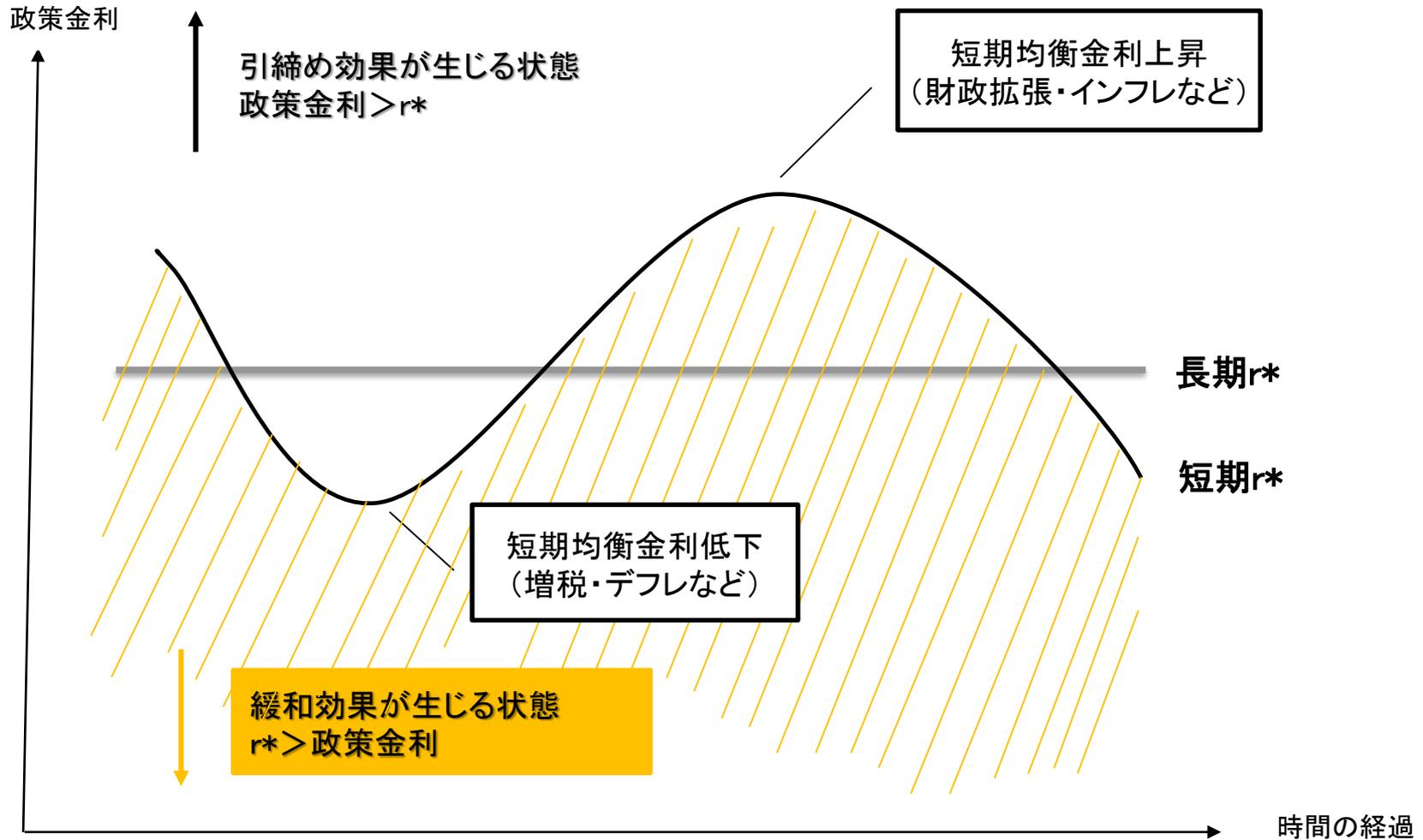
本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成いたしておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。

本資料の内容につきましては、貴社のご判断に基づき、ご活用いただきますようお願いいたします。なお、本資料の内容に関する一切の権利につきましては当社に帰属し、本資料の全部又は一部を当社の承諾なしに公表又は第三者に伝達することはできませんので、貴社限りとしてご活用ください。

パウエルFRB議長（ジャクソンホール）

我々は曇り空の下、星（stars）を頼りに航海している

長期 r^* と短期 r^* （イメージ図）



短期的な現象？ずっと高金利が続く？

ポイント①

$$2\% + 1.8\% = 3.8\%$$

→4%を超える米長期金利は魅力的

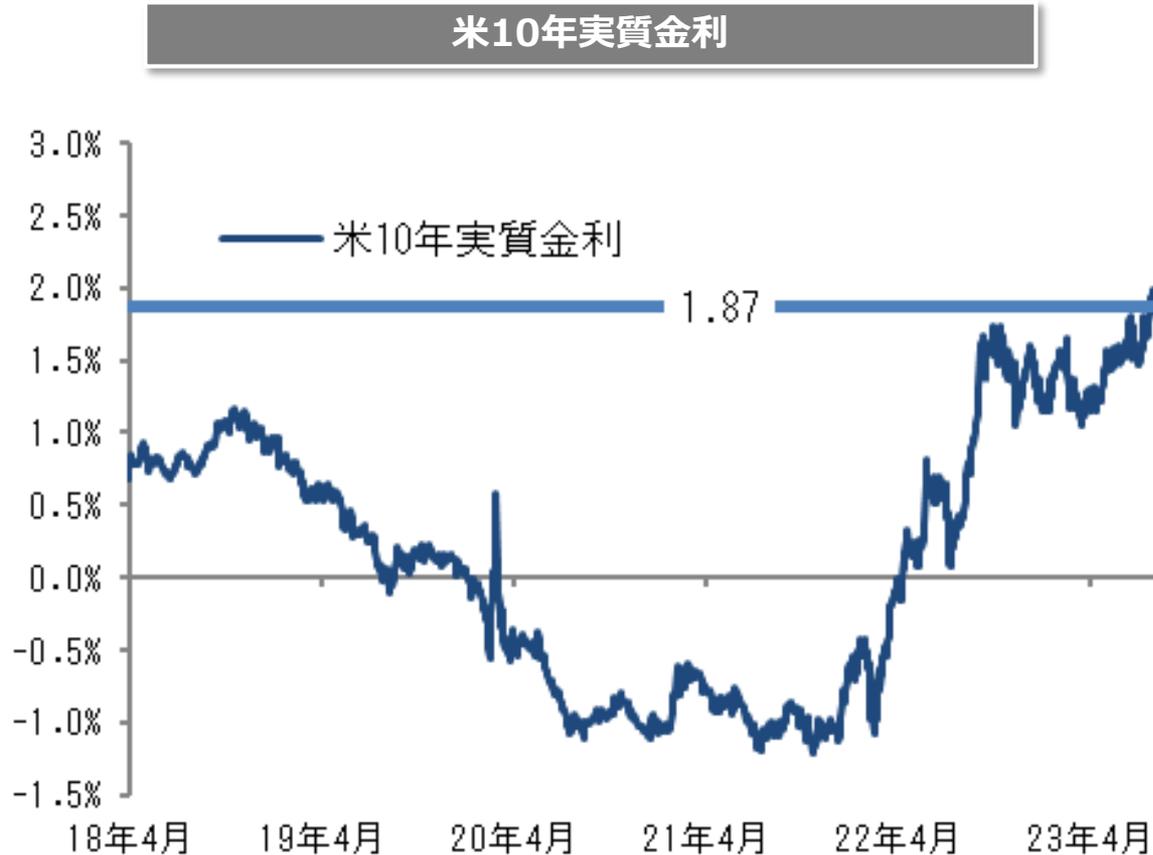
米国債10年金利

米10年金利



10年金利が上昇

米10年実質金利



今回は実質金利の上昇が特徴的だった

米FRBによる米経済予測（23年6月）

	2023	2024	2025	長期的 見通し
GDP成長率				
2023年6月	1.0	1.1	1.8	1.8
2023年3月	0.4	1.2	1.9	1.8
失業率				
2023年6月	4.1	4.5	4.5	4.0
2023年3月	4.5	4.6	4.6	4.0
PCEインフレ率				
2023年6月	3.2	2.5	2.1	2.0
2023年3月	3.3	2.5	2.1	2.0
コアPCEインフレ率				
2023年6月	3.9	2.6	2.2	-
2023年3月	3.6	2.6	2.1	-
FOMC参加者の政策金利見通し				
2023年6月	5.625	4.625	3.375	2.500
2023年3月	5.125	4.325	3.125	2.500

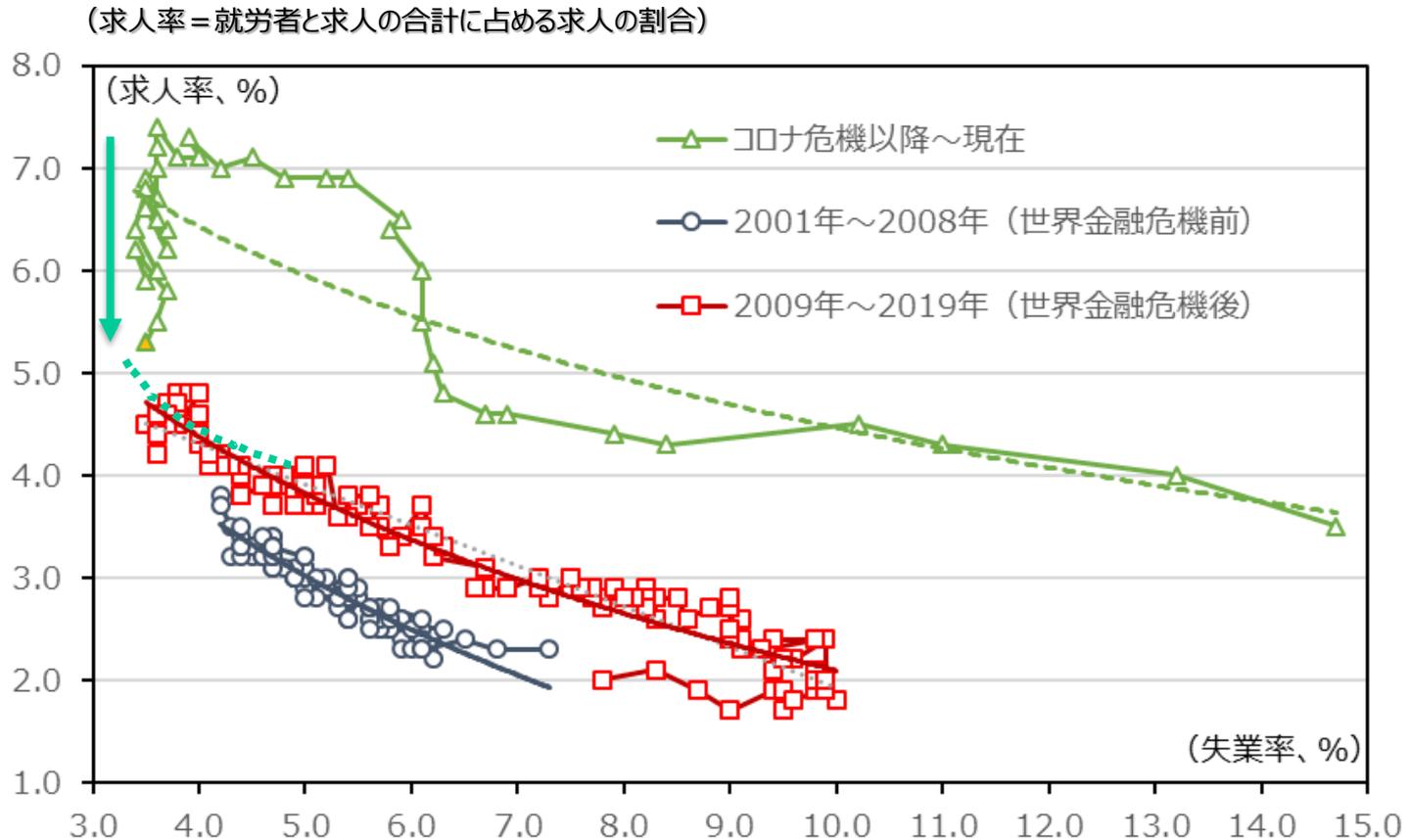


…米国の潜在成長率は1.8%

ポイント②

**失業率が悪化しないまま
インフレ鎮静化？**

ベバリッジ曲線（UV : Unemployment Vacancy曲線）



カギを握る「求人率」

（ご参考）過去の日経報道

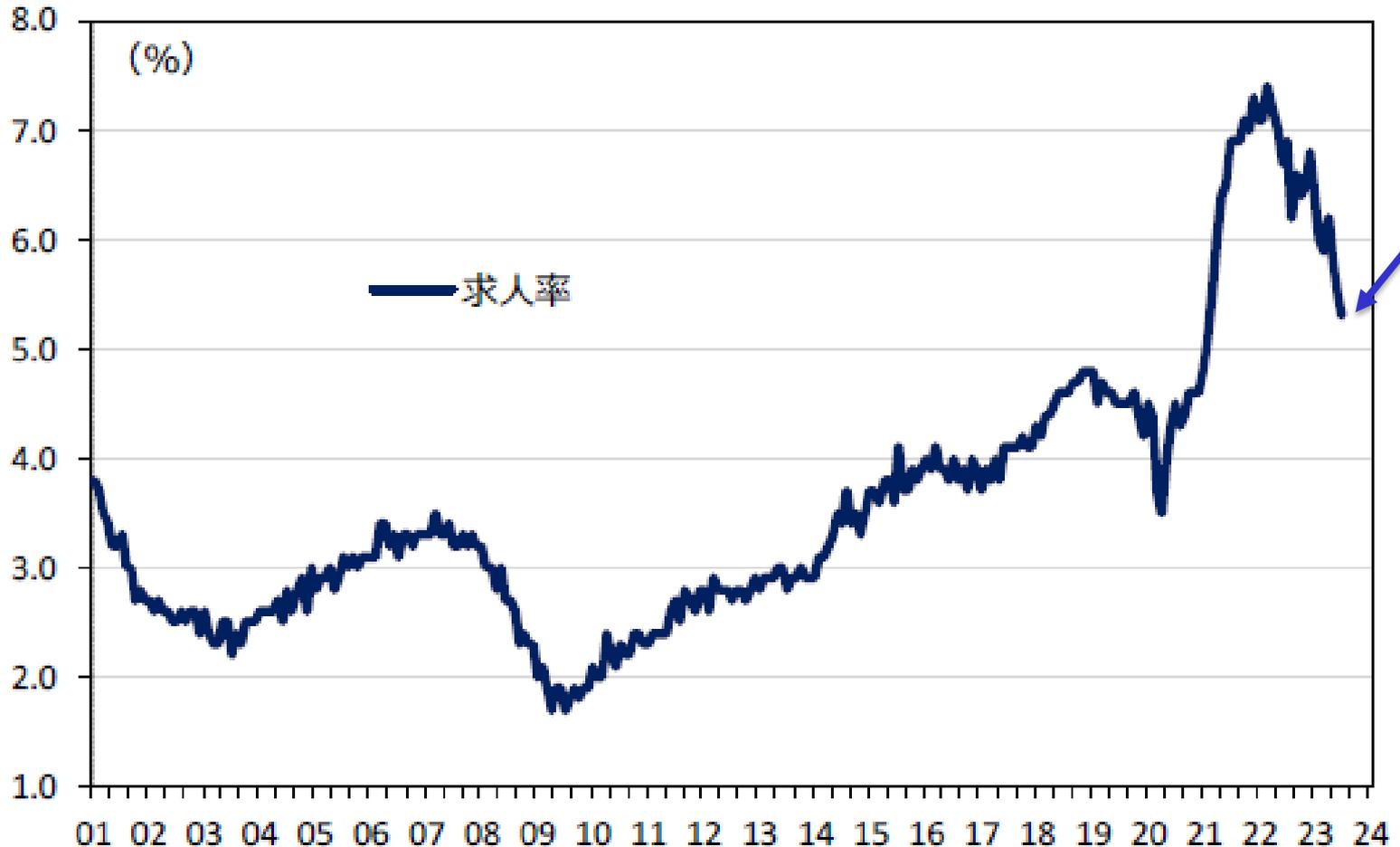
米求人過去最高930万件 4月、需給にミスマッチ

【ワシントン=長沼亜紀】 2021年6月9日 日経新聞

米労働省が8日発表した4月の雇用動態調査（JOLTS）によると、非農業部門の求人件数（季節調整済み、速報値）は、前月から99万8000件増の928万6000件となり、前月に続き統計開始の2000年12月以来最高を更新した。新型コロナウイルスの感染抑制と経済再開を受けて、**求人は急増しているが、人手不足を背景に実際に採用できている件数は横ばいで、労働需給のミスマッチが鮮明となった。**

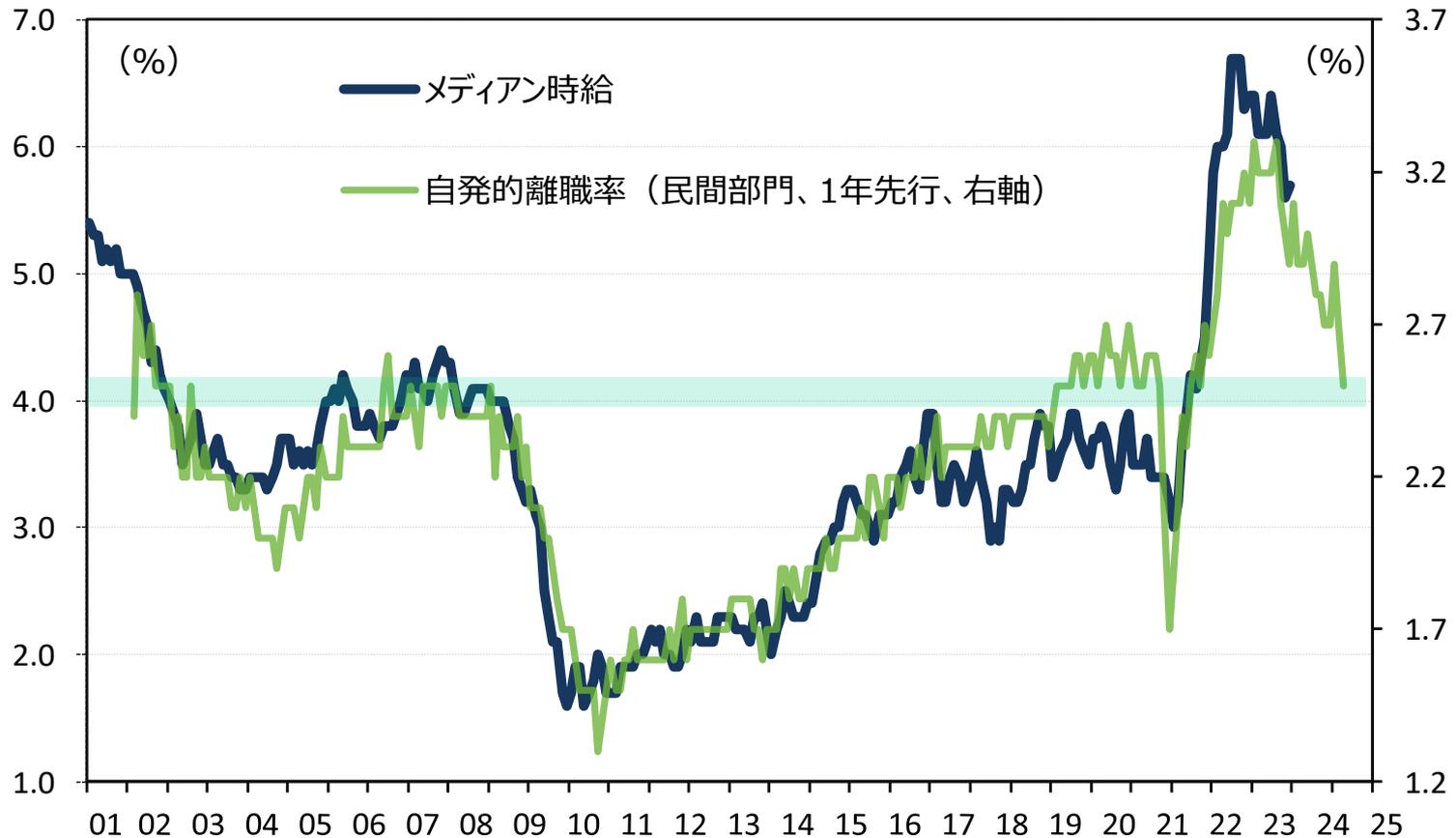
求人率は6.0%で0.6ポイント高まり、こちらも過去最高となった。求人率は、就労者と求人の合計に占める求人の割合を示したもので、**求人率が高いほど企業が埋めようとしている空席の職が多く労働需要が強いことを示す。**コロナ感染が本格化する前の2020年2月の求人率は4.4%で、経済封鎖で労働需要が急減した20年4月には3.4%まで下がっていた。

米求人率の推移



「求人率」は急速に低下（正常化）

米自発的離職率と時給

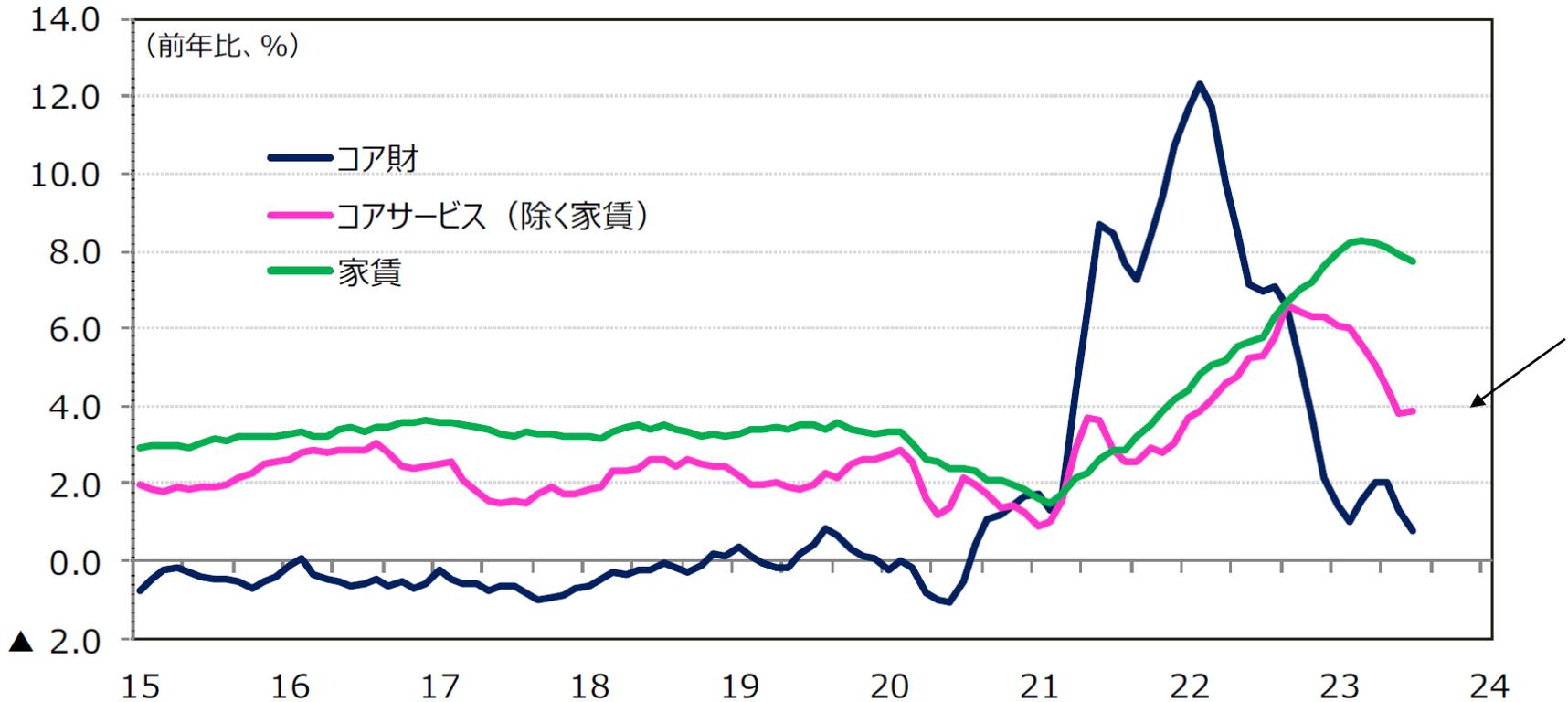


「時給」の先行指標も低下

米国消費者物価指数（コア）

DWVW23030

CPIコアの内訳（前年比）



曇りがちだった「コアサービス」の見通しに光明

ジャクソンホール パウエルFRB議長講演（2023年8月25日）

- ・我々がここまで進んできたことを考えると、今後の会議では、入ってくるデータと進化する見通しとリスクを評価しながら**慎重に（carefully）進める**立場にある。
- ・今後の会議では、データの全体性と進化する見通しとリスクに基づいて進捗状況を評価する予定だ。この評価に基づいて、我々はさらなる引き締めを行うか、それとも代わりに政策金利を据え置き、さらなるデータを待つかを決定する際に、**慎重に（carefully）作業を進めていく**。
- ・我々は経済が予想ほど冷え込んでいないかもしれないという兆候に注意を払っている。**持続的にトレンドを上回る成長を示す追加の証拠があれば**、インフレのさらなる進展が危険にさらされる可能性があり、金融政策のさらなる引き締めが正当化される可能性がある。労働市場のリバランスは今後も続くと予想される。**労働市場の逼迫がもはや緩和していないという証拠があれば**、金融政策の対応を必要とする可能性（could also）もある。

年内追加利上げは慎重に判断

本日のポイント

ポイント①： $2\%+1.8\%=3.8\%$

→4%を超える米長期金利は魅力的

ポイント②：失業率が悪化せずにインフレ鎮静化？

→「求人」を適切に減少させられればソフトランディング

開示事項

【株式レーティング記号について】

株式レーティング記号は、今後12ヶ月程度のパフォーマンスがベンチマークとする株価指数の騰落率と比べ、以下の通り判断した事を示します。

1（買い）=15%以上上回る 2（アウトパフォーム）=5%~15%上回る 3（中立）=±5%未満 4（アンダーパフォーム）=5%~15%下回る 5（売り）=15%以上下回る

各国におけるベンチマークは以下の通りです。

日本：TOPIX、米国：S&P 500、欧州：STOXX Europe 600、香港：ハンセン指数、シンガポール：ストレイト・タイムズ指数、韓国：韓国総合指数、台湾：加権指数、オーストラリア：S&P ASX200指数

【目標株価について】

目標株価は、アナリストによる当該企業の業績予想をもとに算出しています。目標株価に達しないリスク要因は、当該企業の業績動向の急激な変化や、想定を超えたマクロ環境の変化等です。

【その他の留意事項】

このレポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。レポートに記載された内容等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく修正、変更されることがあります。内容に関する一切の権利は大和証券にあります。事前の了承なく複製または転送等を行なわないようお願いいたします。

【当社に関するディスクロージャー】

利益相反関係の可能性、保有株式等、主幹事を担当した会社、個別銘柄に関するその他の開示事項、（株）大和証券グループ本社（現地法人等）が主幹事等を担当した会社につきましては、https://lzone.daiwa.co.jp/l-zone/disclaimer/j_disclaimer.pdfをご参照ください。本件につき情報が必要な方は、大和証券リサーチ・プロダクション部までお問合せ下さい。

【無登録格付に関する説明書】

レポート本文中に注記のある格付けは、金融商品取引法第66条の27の登録を受けていない格付業者が公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては「無登録格付業者が付与した格付に関する留意事項」<https://www.daiwa.jp/risk/unregistered.html>を必ずご確認ください。

【お取引にあたっての手数料等およびリスクについて】

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行なう場合、約定代金に対して最大1.26500%（但し、最低2,750円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大0.99000%の国内取次手数料（税込）に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行なうにあたっては、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行なうことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された各種手数料等（最大3.3%（税込）の購入時手数料、換金時には、1口（当初1口=1,000円）につき最大22円（税込）の解約手数料や最大0.5%の信託財産留保額、間接的にかかる費用として、運用管理費用（国内投資信託の場合には信託報酬として最大年率2.42%（税込）、外国投資信託の場合には管理報酬等として最大年率3.755%程度）、その他運用実績に応じた成功報酬やその他の費用・手数料等（運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を表示することができません））をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。各商品の目論見書等のご請求は、大和証券のお取引窓口までお願いいたします。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行なわれていないものもあります。

商号等：大和証券株式会社 / 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本STO協会