

米金融政策正常化の進展と米長期金利

【ポイント】

1. 米国の利上げ観測の高まりなどを受けて短期金利が上昇する一方、長期金利の上昇は限られ、長短金利差が縮小している。
2. 米長期金利は期待インフレ率の低下、均衡実質金利の低迷、タームプレミアムの低下、日欧など他国の緩和的な金融政策の継続などによって下押しされている。
3. 米国の金融政策の正常化の進展は日米短期金利差拡大を通じてドル高圧力となるが、長期金利の下押し要因の解消は当面見込まれず、米長期金利の上昇が限定的となるなかで、ドル円レートの一時的なドル高・円安方向への動きは限られよう。

米国の長短金利差の縮小、すなわちイールドカーブのフラット化が市場で注目されている。金融政策の影響を受けやすい短期金利の上昇により米国の10年と2年の国債利回り差は約10年ぶりの水準まで縮小している。本稿では、ドル円レートに大きな影響を及ぼす米金利動向を米国の金融政策正常化の進展と長期金利の下押しという観点から整理したい。

1. 正常化が進展する米国の金融政策と短期・長期金利の動向

FRB（米連邦準備制度理事会）は2015年12月に利上げを開始して以降、2016年12月、2017年3月、同6月と4回にわたり断続的に利上げを行い、12月にはさらなる利上げ実施も視野に入れている。また、量的緩和政策で大量に買い入れた国債やMBS（不動産担保証券）などの保有債券については、これまで償還する毎に再投資を行いバランスシートの規模を維持してきたが、今年10月より償還再投資の段階的な縮小を開始している。このように金融政策の正常化が進展するなか、利上げ観測の高まりとともに短期金利が上昇する一方、長期金利の上昇は限定的となっている。

まずは金融政策の影響を受けやすい短期金利の動向について確認する。米2年国債利回りの推移をみると、特に今年9月以降、上昇が顕著となっている（図表1）。2017年入り後の物価低迷に加え、8月下旬から9月上旬にかけて上陸した大型ハリケーンが経済に及ぼす影響への懸念などを背景に後退していた利上げ観測が、再び高まったことによる。9月上旬以降、ハリケーン上陸による経済への影響が限定的との見方が強まったことに加え、9月のFOMC（米連邦公開市場委員会）における参加者の金利見通し（中央値）に基づく利上げ回数が、2017年にさらに1回、2018年は3回となったことなどを受けて、市場参加者の利上げ観測は急速に高まった。その後10月末に公表された7～9月期の実質GDP成長率が、4～6月期に続いて3%成長となるなど、ハリケーンの影響を受けながらも米国経済が堅調さを維持していることが改めて確認されるとともに、

図表1. 米10年・2年債利回りの推移



利上げ観測も高まり、短期金利は上昇基調となった。

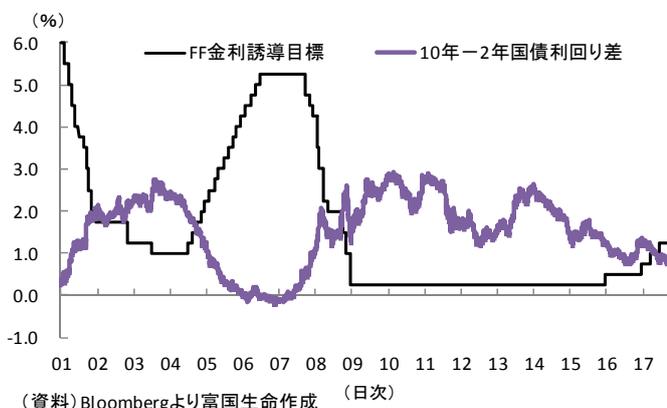
一方、米 10 年国債利回りの上昇は限定的となっている。利上げの実施や今後の利上げペース加速への思惑が高まると、通常、長期金利に対しても上昇圧力がかかる。にもかかわらず、10 年国債利回りは短期金利の上昇ペースが早まった 9 月上旬以降も上昇は限られ、足元でも 2.3% 台にとどまっている。なお、この時期はトランプ政権の政策の目玉の一つである法人税率引下げなどを含む税制改革に進展がみられた時期でもあったが、長期金利への上昇圧力は限定的となっている。10 月下旬に今後 10 年間で最大 1.5 兆ドルの財政赤字拡大を認める予算決議案が成立し、11 月には上院、下院でそれぞれ内容は異なるものの、税制改革法案が可決された。まだ上院、下院の異なる法案を一本化する調整が残されているものの、大規模な税制改革の実現が現実味を帯びてきた。税制改革法案の成立は財政悪化懸念という観点からも長期金利の上昇圧力となるが、そうした懸念は現状ではみられず、今のところ、減税による短期的な成長率押し上げ期待と利上げ観測の高まりを通じた短期金利の上昇への寄与にとどまっている。

2. 長期金利の下押し要因

このように、金融政策の正常化を進めるなかでも、長期金利の上昇は限定的となり、長短金利差が約 10 年ぶりの水準まで縮小している（図表 2）。過去の米国経済を振り返ると、景気後退の前には決まって長短金利差が縮小し、短期金利が長期金利を上回る逆イールドが生じたことから、長短金利差の縮小は景気後退のシグナルともいわれる。そのため、NY 連銀では長短金利差（米 10 年債利回りと 3 ヶ月物利回り）を基に景気後退確率を公表しており、直近の計算では 1 年後（2018 年 11 月）の景気後退確率は 10.95% と、まだそれほど高くはないもののじわりと上昇している。先行きの経済成長に対する慎重な見方が長短金利差の縮小につながっていることは必ずしも否定できないが、現在の長短金利差の縮小は、以下に挙げる 4 つの要因が長期金利の下押しとして働いている影響が大きいと考える。

まず、長期的な物価低迷への懸念、すなわち期待インフレ率の低下が挙げられる。期待インフレ率の指標のうち、市場が織り込む期待インフレ率であるブレイク・イーブン・インフレ率の推移をみると、低下傾向となっている。2014 年から 2016 年にかけての落ち込みは原油価格の下落が大きく影響しているとみられるが、2016 年 11 月の米大統領選挙後に持ち直した後、2017 年入ってからは再び弱めの動きとなっている（図表 3）。また、ミシガン大学が公表する消費者の期待インフレ率（5～10 年先）は 2013 年頃から徐々に水準を切り下げてきている。期待インフレの低迷は、経済が堅調なかでも上昇加速の兆しがみられない実

図表 2. 長短金利差と FF 金利誘導目標の推移



図表 3. 期待インフレ率の推移

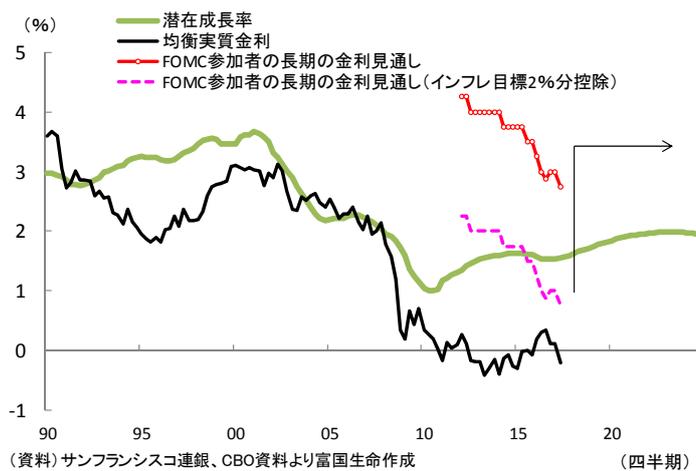


際物価動向にも起因している。コア PCE（個人消費支出）デフレーターは FRB が目標とする 2% を下回る推移が続き、特に 2017 年入り後は伸び率が鈍化し、10 月の同指標は前年比 +1.4% にとどまっている。10 月の FOMC 議事録によれば、多くの参加者は携帯電話通信料や処方薬といった一部品目の影響が剥落すれば、物価は目標に向けて持ち直すともっているものの、そうした見方について非常に不確かであるとし、物価が長期間にわたり低迷する可能性に懸念を示している。また数人の参加者は低インフレの背景として技術革新による既存ビジネスモデルの変質といった構造的要因をも指摘している。現状では物価上昇のカギの一つである賃金動向も時間当たり賃金が 2% 台半ばの伸びにとどまるなどインフレ加速の兆しは弱く、物価への影響が大きい原油価格の急騰などがない限り、期待インフレ率についても当面弱さが残るとみられる。

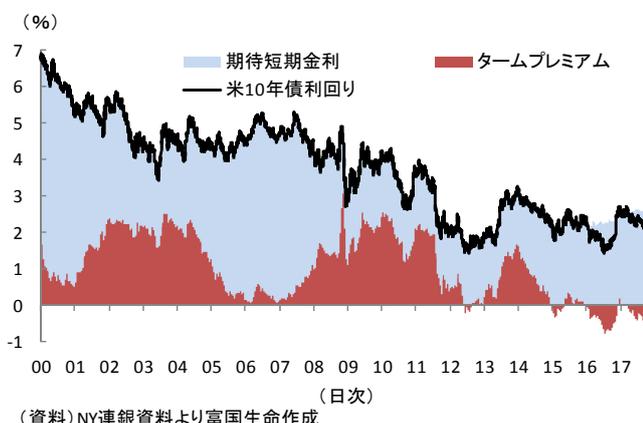
次に、均衡実質金利の低迷が挙げられる。均衡実質金利は、景気に中立的で過熱も減速もしない状態である実質金利という概念であり、これにインフレ目標を加味したものが、政策金利の長期的な均衡水準とみなすことができる。その目安となるのが、FOMC 参加者による長期（Longer run）の金利見通し（中央値）であるが、2014 年 3 月時点で 4.0% であったものが、下方修正が繰り返されて今年 9 月時点は 2.75% まで低下している（図表 4）。ここからインフレ目標の 2% を差し引いた 0.75% が 9 月時点の見通しで想定されている均衡実質金利ということになる。一方で、均衡実質金利はさまざまな手法で推計されるが、代表例として取りあげられることが多いサンフランシスコ連銀の公表データによると、労働生産性の低下などの影響でリーマンショック後に大きく水準を下げた後、一時はやや持ち直したものの、再びマイナス圏に落ち込んでいる。均衡実質金利は、それと関係が深い潜在成長率が高まればその水準は回復していくとみられるが、CBO（米議会予算局）の見通しによれば潜在成長率の回復ペースは緩やかにとどまる。当面はこうした均衡実質金利の低さがもたらす、政策金利の長期的な均衡水準、すなわち利上げの最終到達点の低さが意識されやすく、長期金利の上昇を抑える要因となろう。

また、タームプレミアムの低下も影響している。タームプレミアムとは、名目長期金利のうち、中長期の予想物価上昇率と短期金利予想（政策金利の予想）で説明できない部分全体を指し、期間が長めの債券を保有する場合、価格変動リスクや流動性リスクが高まる分だけ、投資家が求める上乗せ金利のことである。先行きが不透明なほどタームプレミアムは上昇することになるが、金利動向に大きな影響を与える金融政策の変更という点においては、近年、不透明さが一定程度排除されている。FRB が市場との対話を重視し、緩やかかつ一定

図表 4. 均衡実質金利と潜在成長率等の推移



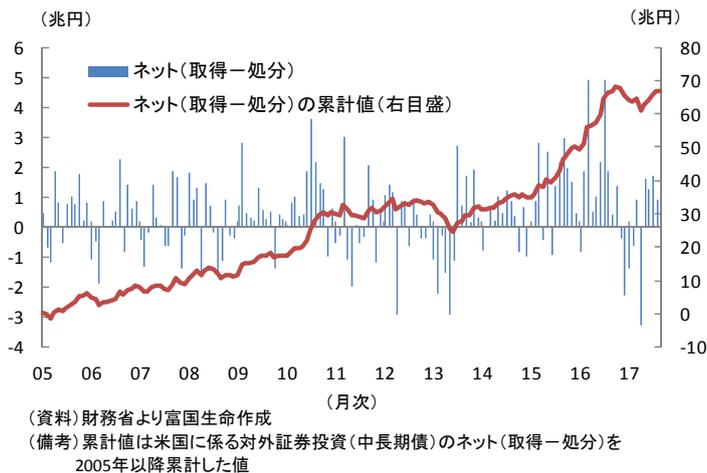
図表 5. 米 10 年国債利回りとタームプレミアム



程度予見可能な金融政策をとっているためである。前回の利上げ局面（2004年6月～2006年6月）においては、タームプレミアムの大幅な低下とともに長期金利の上昇は抑えられた（図表5）。この局面ではFOMC開催毎に0.25%の利上げを17回連続実施しており、その予見可能な金融政策の段階的変更が先行きの不透明さを低下させていたと考えられる。現在進められている利上げ局面においても、経済情勢などにその利上げペースが左右されることになっているとはいえ、FRBが2012年から公表を開始したFOMC参加者による金利見通しや、市場との積極的な対話などが、先行きの金融政策の予見可能性を高めていると考えられ、タームプレミアムは足元マイナス圏で推移している。

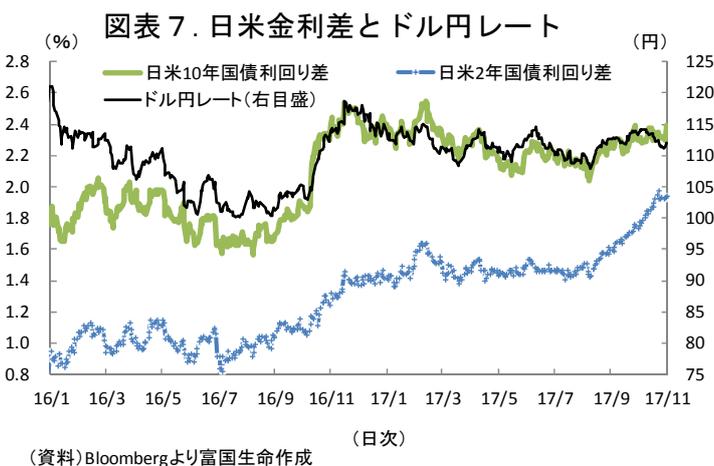
最後に、需給面で見ると、日欧を中心に緩和的な金融政策が継続されている影響も大きい。緩和的な金融政策により米国以外の先進国の金利が低位で抑えられるなか、相対的に利回りの高い米国債への需要は根強く、長期金利の下押し要因となっている。日本の米国向け対外証券投資（中長期債）をみると、異次元緩和が開始された2013年4月頃から買い越し基調となり、足元でもその累計額は高水準となっている（図表6）。ユーロ圏では2018年1月以降の資産買入規模を月額600億ユーロから月額300億ユーロに減額したとはいえ少なくとも2018年9月まで継続されることが決定されているほか、日本でも緩和的な金融政策が継続される見込みであり、日欧など主要市場における低金利環境は早々に変わりそうにない。米国以外の投資家による米国債への需要は引き続き堅調に推移すると見込まれる。

図表6. 日本の米国向け対外証券投資（中長期債）



3. 米長期金利の上昇は限られドル円レートはレンジでの推移が続く

現状における10年国債利回りは前述のとおり、期待インフレ率の低下、均衡実質金利の低迷、タームプレミアムの低下のほか、日欧を中心とした緩和的な金融政策の継続といった要因によって抑制されていると考えられる。こうした長期金利の下押し圧力が早々に解消されることは見込まれず、FRBが金融政策の正常化を進めていく過程においても先行きの長期金利の上昇は限られるだろう。当面緩和的な金融政策の継続が見込まれる日本の金融政策との方向性の違いは、日米間の短期金利差の拡大を通じて円安要因となり得るが、長期金利差は極端に大きく広がることは見込まれない（図表7）。そのため、一方的なドル高・円安方向への動きは限られ、ドル円レートはレンジでの推移が続くものとみられる。



(財務企画部 大野 俊明)