

米長期金利上昇の背景

【ポイント】

1. 2月にかけて複数の要因が重なって米長期金利は上昇したが、なかでもFRBの利上げペース加速への警戒感、財政赤字拡大による国債需給の悪化懸念が主因として挙げられ、これらは今後も金利上昇圧力として働き続けることが想定される。
2. 米長期金利が名目潜在成長率を下回る水準にとどまるなかでは、企業や家計の投資行動への悪影響は限定的だろう。
3. しかし、良好な米国の経済環境下における減税やインフラ投資の拡大などの景気刺激策は、一段の金利急騰を招くリスクを孕んでおり注意が必要である。

1月まで世界的に株価は総じて堅調に推移したが、米長期金利の上昇を契機に今年2月には米国株が過去最大の下げ幅を記録するなど大幅な調整に見舞われた。2018年も米国を中心に景気回復と低インフレ環境が併存する適温経済あるいは適温相場が続くとの期待に冷や水がかけられた格好となった。本稿では、株価下落の発端となった米長期金利上昇の背景について整理し、その影響について考える。

1. 株式市場の調整の引き金を引いた米長期金利上昇の背景

米国株式市場では、NYダウが2月5日に前日比▲1,175.21ドル、2月8日に同▲1,032.89ドルと立て続けに1,000ドルを超える大幅な下落が生じるなど、1月までの堅調な推移から一転して不安定な動きとなったが、そのきっかけは米長期金利の上昇にあった(図表1)。

年初に2.4%台であった米10年国債利回りは一時3.0%をうかがう水準まで上昇、2月末時点では2.8%台と年初に比べて40bp程度水準が切り上がった。その要因としては、2017年12月のECB(欧州中央銀行)理事会議事要旨で先行きの金融政策の指針であるフォワード・ガイダンスの早期見直しが示唆され、ECBの金融政策が早期に正常化へ向かう可能性が意識されたこと、FRB(米連邦準備理事会)が償還再投資の段階的縮小を昨年10月より開始

していること、米政権の保護主義的な姿勢やドル安傾向などで海外からの米国債の需要が減退したことなどが挙げられるが、特に大きな影響を与えたのは、①期待インフレ率の高まりなどによるFRBの利上げペース加速への警戒感、②財政赤字拡大による国債需給の悪化懸念である。

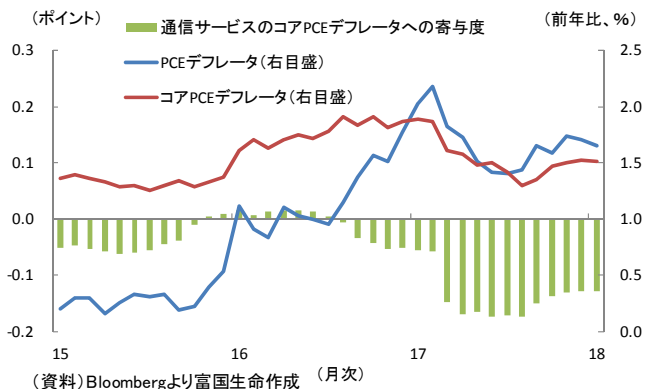
図表1. 米10年国債利回りとNYダウの推移



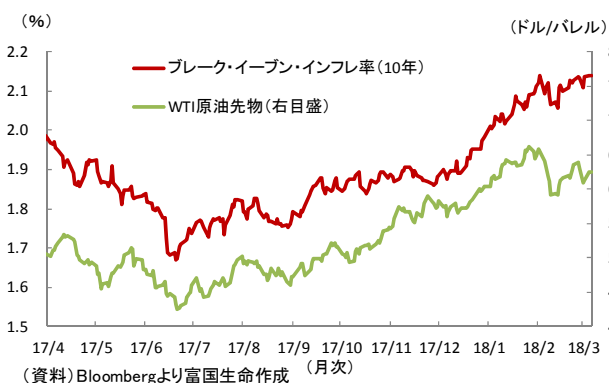
2. 期待インフレ率の高まりによるFRBの利上げペース加速への警戒感

米国経済は回復基調が続き、足元2017年10～12月期の実質GDP成長率も前期比年率+2.6%と堅調に推移している。労働市場においては失業率が4%程度と完全雇用とみられる水準まで低下し、GDPギャップについても昨年7～9月期以降はプラスに転じており、本来であればインフレ率が伸び率を高めていってもおかしくない状況に置かれている。しかし、FRBが重視するコアPCE（個人消費支出）デフレーターは目標の2%を下回る推移が続いており、2018年1月時点でも前年比+1.5%にとどまっている（図表2）。2017年3月以降は競争が激しい携帯電話通信料の値下げが下押し要因になっているとはいえ、これを割り引いても物価上昇圧力の弱く、FRBによる利上げペースは緩やかになるとの見方が大勢であった。

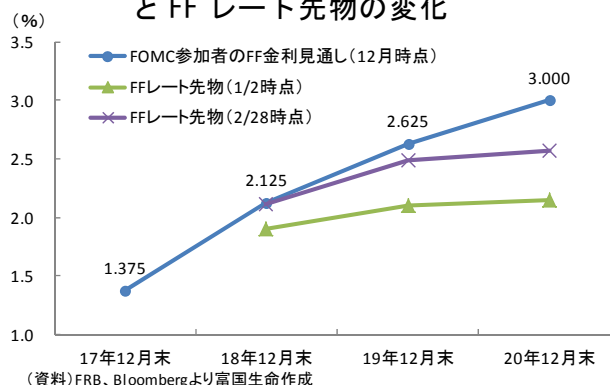
図表2. PCEデフレータの推移



図表3. 原油価格と期待インフレ率の推移



図表4. FOMC参加者のFF金利見通しとFFレート先物の変化



しかし、そうした見方に昨年12月頃から変化がみられ、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（10年）は上昇傾向となり、年初の1.9%程度から2.1%程度まで高まった（図表3）。その要因としては、先行きの物価動向に大きな影響を与える原油価格が上昇傾向となったことが大きいとみられるが、これ加えて、12月に法人税率引下げなどを含む包括的な税制改革案が成立したことも期待インフレ率の押し上げに寄与している。この税制改革を受けて、多くの企業が、米国内での雇用や設備投資の増加、最低賃金の引上げや臨時給与の支給などを表明したこともあり、成長ペース加速期待とともにインフレの加速が意識された。このように原油高と税制改革によって期待インフレ率が高まるなか米長期金利上昇に拍車をかけたのが2月2日に発表された雇用統計であった。1月の時間あたり賃金の上昇率が前年比+2.9%と2009年6月以来の伸び率となり、12月分の上昇率も、当初の2.5%から2.7%へと上方修正された。賃金上昇ペースの加速がインフレ加速につながると思惑により、FRBによる利上げペース加速への警戒感が高まった。FFレート先物を見ると、足元では、2018年についてはFOMC（米連邦公開市場委員会）参加者のFF金利見通し（中央値）が示す年3回を織り込む水準まで上昇し

た（図表 4）。

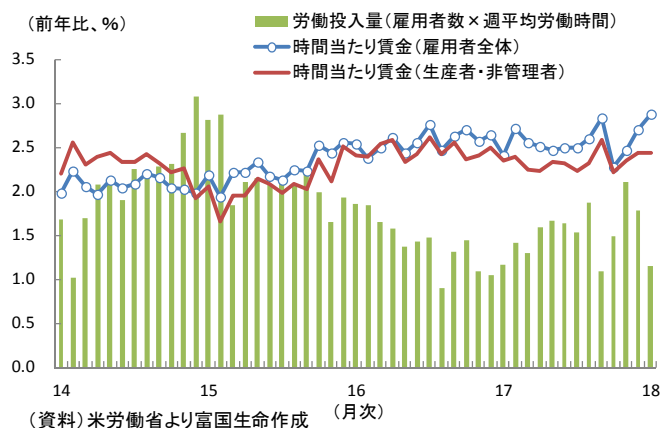
ただし、時間当たり賃金の上昇率については、現時点で本格的な上昇ペース加速局面を迎えたとは言い切れない。時間当たり賃金は、総支払賃金を労働投入量（雇用者数×週平均労働時間）で除して算出されるが、1月の時間当たり賃金の上昇は、労働時間の減少によるものにすぎない可能性がある。1月の週平均労働時間は、寒波の影響もあって前月から▲0.2時間減少し、それにより労働投入（雇用者数×週平均労働時間）が同▲0.5%減少したことが、時間当たり賃金の上昇率を高める一因となった（図表 5）。また、米国の雇用者全体のうち約7割を占める非管理・生産労働者ベースの時間当たり賃金をみても、1月は前年比+2.4%にとどまっており、賃金上昇ペースが幅広く加速しているともいえない。

このように、現時点で賃金が本格的な上昇ペース加速局面に入ったという証拠はみられないが、労働市場が逼迫し、GDPギャップもプラスに転じるなか、賃金上昇率が徐々に高まり、コアPCEデフレーターも2%に向けて緩やかに上昇していくとみられる。ただし、こうした経済環境下での景気刺激策がインフレ昂進とそれに伴う利上げペース加速をもたらすリスクは高まっており、米長期金利には上昇圧力がかかりやすい状況が続くとみられる。

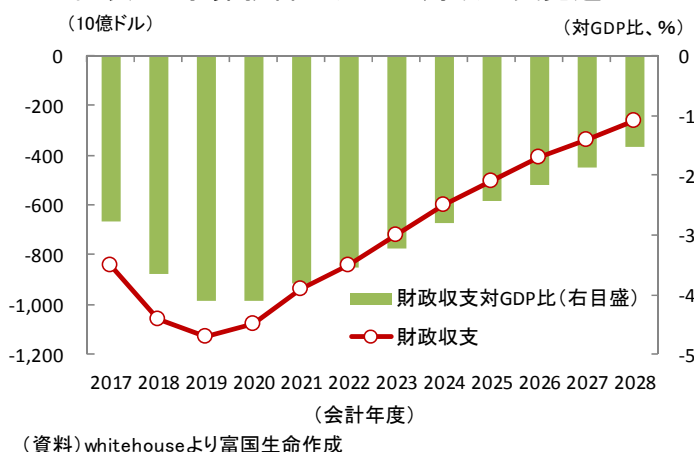
3. 財政赤字拡大、国債増発による需給悪化懸念

昨年12月に成立した税制改革による減税規模は、2018～2027会計年度の10年間で1.5兆ドルにも及ぶ。さらに、今年に入って、トランプ大統領は1.5兆ドルのインフラ投資計画を打ち出した。また、2月9日には議会は政府機関の一部閉鎖を終わらせるための3月23日までのつなぎ予算を可決するとともに、歳出上限を2018、2019年度の2年で約3,000億ドル引き上げるといった財政拡張的な合意に至った。こうしたなかで、2月12日に発表された予算教書はさらに財政悪化への懸念を高める内容となった。税制改革により歳入が抑えられる一方、歳出は軍事費などを積み増すことで、財政赤字は2019年会計年度で9,840億ドル、対GDP比4.7%まで拡大する見通しが示された（図表 6）。予算作成の最終的な権限は議会にあり、予算教書が示すとおりになるわけではないが、財政悪化懸念が強く印象付けることとなった。こうした米政権の財政政策などによる財政赤字拡大と、それに伴う国債増発による需給悪化への懸念が、今後も米長期金利への上昇圧力として燻り続けることが考えられる。

図表 5. 時間当たり賃金と労働投入量の推移



図表 6. 予算教書における財政収支見通し



4. 米長期金利の先行きと米国経済に与える影響

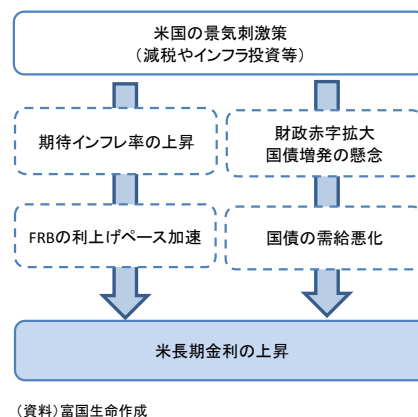
これまでみてきたように、米政権による減税を含む税制改革やインフラ投資の拡大といった政策が、実体経済の成長加速および賃金・インフレ率の上昇を通じた利上げペース加速への警戒感、あるいは、財政赤字拡大と国債増発にともなう需給悪化懸念を通じて、今後も米長期金利の上昇圧力として働き続けることが想定される（図表 7）。ただし、利上げの最終到達点と考えられる FOMC 参加者の長期の FF 金利見通しの中央値は 12 月時点で 2.75%（中心レンジ 2.75%～3.00%）にとどまっている。税制改革の効果などで潜在成長率が高まるとの確信が強まれば、今後の FOMC で見通しが上方修正される可能性はあるが、過去下方修正が繰り返されてきたことに鑑みると引上げ幅は限られよう。そのため、当面、米国 10 年国債利回りがこの長期の FF 金利見通しの水準から大きく乖離する可能性は低いだろう。

今後、米長期金利の上昇が実体経済に与える影響を注視していく必要があるが、米国経済はどの程度の金利上昇に耐えるのか、一つの目安となるのが長期金利と名目潜在成長率の関係である。過去の米国景気循環をみると、長期金利が名目潜在成長率を上回ると、景気が転換点を迎えてきた（図表 8）。名目潜在成長率は設備や住宅などの資産に対する投資リターン、長期金利はその投資にかかる資金の調達コストと捉えることができる。名目潜在成長率が長期金利を上回っていれば、設備や住宅などへの投資による利益を確保することができる。米議会予算局（CBO）が公表する名目潜在成長率は 2017 年第 1 四半期で前年比 3.4%、その後の予測では 2019 年第 4 四半期時点で同 3.7%と緩やかながら伸び率が高めることが見込まれている。そのため、米長期金利が現状の 3%近傍の水準であれば、企業や家計の投資行動への影響は限定的と考えられ、景気は回復基調を維持できるだろう。

しかし、良好な米国の経済環境下における減税やインフラ投資の拡大といった景気刺激策は極めて異例の措置であり、景気過熱や過度なインフレ昂進によって利上げペースが急加速、あるいは財政悪化懸念によって米長期金利が 3%を大きく超えて上昇していく可能性も否定できない。景気刺激策が金利急騰を招き、かえって景気回復の寿命を短くしてしまうリスクも孕んでいることには注意が必要である。

（財務企画部 大野 俊明）

図表 7. 米国の景気刺激策と米長期金利上昇



図表 8. 米 10 年国債利回りと名目潜在成長率

