

2014年8月25日
No.2014-028

米国の長期金利低下の「謎」を探る

調査部 研究員 井上 肇

《要 点》

- ◆ 今年に入り、米国の長期金利が低下した理由の一つとして、FRBの超低金利政策の長期化観測、より具体的には、①昨年比べて早期利上げ観測が抑制されたこと、②市場参加者が利上げペースは緩やかとの見方を強めたこと、を指摘できる。もっとも、2015年中の利上げが見込まれるなかで、FRBの超低金利政策の長期化観測による長期金利の低下余地は限定的になってきているといえる。
- ◆ こうしたなかで勢いを増しているのが、潜在成長率の低下などを受けた長期的な政策金利の均衡水準の低下が長期金利の下押しに作用しているとの見方である。市場参加者が米国経済の趨勢的な成長力低下を意識したことが長期金利の低下の一因になったと推測される。
- ◆ 当面は、地政学リスクの高まり等のグローバルな要因により、金利が下押しされる場面もあるだろうが、米長期金利の趨勢は、①雇用情勢(労働市場)や物価動向、②FRBの金融政策に対する期待、によって決定されていくと考えられる。米国経済の回復が持続するなかで、投資家の「質への逃避」や「利回り選好」等の動きが後退していけば、長期金利は上昇に向かうとみてよいのではないだろうか。
- ◆ もっとも、米国では、労働市場の「ゆるみ」が残るなか、失業率の低下にもかかわらず、賃金上昇率は高まっていない。こうした状況下では、FRBが早期の利上げに動くとは考えにくく、長期金利の上昇を抑制する公算が大きい。さらに、市場参加者のみならず、FOMC参加者も潜在成長率や中立政策金利の想定水準を引き下げていることを踏まえると、利上げ局面に入っても、金利上昇ペースは総じて緩やかなものにとどまるだろう。市場参加者が今回の景気回復局面での利上げがせいぜい3%前後までにとどまると考える限り、長期金利が3%を大きく超えていく展開は想像し難い。
- ◆ 長期金利が3%を超えて上昇していくには、賃金上昇ペースの加速とそれに伴う消費の拡大など、潜在成長率の低下やデフレーション傾向からの脱却を確信させるような経済事象が相次ぐ必要があるだろう。

本件に関するご照会は、調査部・研究員・井上肇宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-0920、Mail: inoue.hajime@jri.co.jp

1. 米国景気の回復下で低下する米長期金利

米国の長期金利(10年債利回り、断りがなければ、以下同じ)は、昨年末から本年入り後にかけて一時3%台に乗せる場面があったものの、その後は低下基調が続いている(図表1)。多くの市場参加者が、米国景気の回復基調の強まりとともに、長期金利は上昇するとみていただけに、足許にかけての金利低下を「Conundrum(謎)¹」とみる向きも多い。

長期金利の決定理論の一つとして、長期金利は、満期までの各時点で予想される短期金利(政策金利)²の平均値に、債券を保有する期間の金利変動等のリスクを補償する「ターム・プレミアム」を上乗せしたものになるという考え方がある。ここで、単純化のため、将来の短期金利水準の予想が必ず当たる等の仮定を置いた場合(すなわち、「ターム・プレミアム」をゼロとする場合)、今日期間10年で資金を借りて10年後に返済する場合の金利負担は、今後10年間にわたって毎日短期金利で借り換えていく場合の金利負担と同じになる。したがって、将来の政策金利の見通しに変化があれば、現在の長期金利も変化することになる。



(資料)Bloomberg L.P.

現在、FRBは、量的緩和を段階的に縮小させる「テーパリング」を進めており、米国経済の回復が腰折れするなどの余程のことがない限り、今年10月にはテーパリングを完了し、その後は政策金利を引き上げる、すなわち、利上げ局面に入っていくことがほぼ確実な情勢となっている。利上げが近づくなかでの米長期金利低下には、①利上げの開始時期、②その後の利上げペース、③長期的な政策金利の均衡水準、に対する市場参加者の期待の変化が大きく影響していると考えられる³。

2. FRBの超低金利政策の長期化観測

昨年に比べて早期利上げ観測は抑制

市場参加者の最大の関心事は、いつからFRBの利上げが始まるかという点であろう。市場参加者の将来の政策金利の予想経路を推測する方法として、FF金利先物レートを用いる方法がある⁴。ここでは、FF金利先物レートが初めて0.5%(初回の利上げで想定されるFF金利の誘導目標水準)に達する月を市場参加者の利上げ時期のコンセンサスと考え、その推移についてみると、昨年5月にバーナンキFRB議長(当時)が量的緩和縮小の可能性を示唆して以降、早期利上げ観測が強まり、同年

¹ FRBが2004~06年に政策金利を1.0%から5.25%まで引き上げた局面でも、似たような状況があった。2003年に3%台だった10年債利回りは2004年に一時5%に迫る水準まで上昇したものの、その後は4%台半ば前後を中心としたレンジでの推移が続き、2007年にFRBが利下げに転じる直前でも5.3%までしか上昇しなかった。グリーンズパンFRB議長(当時)は2005年2月の議会証言で、FRBが政策金利を引き上げる一方で、長期金利が上昇しない現象を「謎」(Conundrum)と呼んだ。

² 平常時の中央銀行(米国ではFRB)では、金融調節によって短期金利をコントロールすることを通じ金融政策を運営している。その際、中央銀行は、政策金利として、特定の短期金利(米国ではFF金利<Federal Funds Rate>)の誘導目標等を決定・公表し、これと整合的な水準に短期金利を誘導している。

³ 本稿では、計測が難しい「ターム・プレミアム」を議論の対象としていないが、金融政策の先行き不透明感の後退(高まり)、あるいは金融政策に対する信認向上(低下)が「ターム・プレミアム」の低下(上昇)を通じて、長期金利の低下(上昇)につながるという経路も考えられる。

⁴ 厳密には、FF金利先物レートは将来のFF金利に対する市場参加者の予想値にターム・プレミアムが上乗せされたものとなる。

9月には2014年末頃まで利上げ時期が前倒しになる場面があった(図表2)。一方、2014年入り後は、米国景気の回復期待が高まった年明け直後やイエレンFRB議長が量的緩和終了から利上げ開始までの期間を「6ヵ月」と発言した3月のFOMC後に早期利上げ観測が高まる場面があったものの、利上げ時期の市場コンセンサスは、2015年8月から11月の間で安定して推移している。この背景には、イエレンFRB議長が、失業率だけでは測れない労働市場の「ゆるみ」が残っていること等を理由に、利上げを急がない姿勢を繰り返し強調していることを指摘できる。

利上げ時期に対する市場コンセンサスと長期金利の関係を見ると、利上げ時期が前倒しになると長期金利が上昇し、逆に利上げ時期が後ずれすると長期金利は低下するという傾向がみられる。このことから、長期金利は市場参加者の利上げ時期に対する見方に影響を受けていることが推察される。今年、昨年とは対照的に、FRBの早期利上げ観測が抑制されていることが長期金利上昇の重石となってきたとみられる⁵。

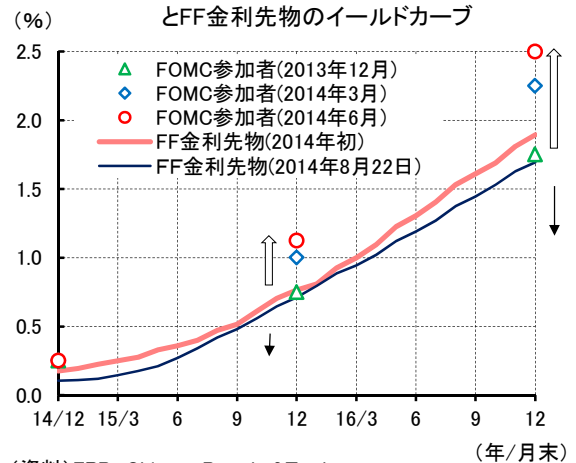
(図表2)FRBの利上げ開始時期に対する市場コンセンサスと10年債利回り



FRBの見通しとは逆に利上げペースは緩やかとの見方を強めた市場参加者

長期金利にとっては、その後の利上げペースも重要である。FRBは、四半期ごとに公表するSEP(Summary of Economic Projections)において、FOMC参加者の各年末時点における政策金利見通しを公表している。SEPをみると、FOMC参加者が想定する2015年末、2016年末の政策金利見通しは、今年3月、6月のFOMCの時点でも引き上げられており、利上げペースの若干の早まりを示唆している(図表3)。一方、市場参加者の政策金利見通しを反映するFF金利先物のイールドカーブは、足許で年初に比べて「フラット化(中長期ゾーンで一段の金利低下)」しており、FRBの利上げペースが緩やかになるとの見方が強まっていることを示している。この背景には、①FOMCメンバーの中では「ハト派(利上げ慎重派)」に属し、利上げを急がない姿勢を繰り返し強調してきたイエレンFRB議長が、FOMC内で利上げに前向きな勢力を押し込め込むことができると市場参加者が考えている、あるいは、②市場参加者がFRBの経済見通しは楽観的であり、先行きの見通しに対してより慎重になり始めている、可能性を指摘できよう。いずれにせよ、市場参加者が利上げペースに対して慎重な見方を強めたことも長期金利上昇の重石になったとみられる。

(図表3)FOMC参加者の政策金利見通しとFF金利先物のイールドカーブ



(資料)FRB、Chicago Board of Trade
(注)FOMC参加者の見通しは、各年末時点、中央値。

⁵ 金融政策の先行き不透明感が後退、あるいは、金融政策に対する信認が向上したことが「ターム・プレミアム」の低下を通じて、長期金利低下の一因になった可能性も指摘できる。

FRB の利上げを織り込みつつある

もともと、2015 年中の利上げが見込まれるなかで、金融政策（政策金利）の見通しの影響を強く受ける 2 年債利回りは振れを伴いながらも、上昇傾向にある（図表 4）。これは、2015 年半ば以降と目される利上げ着手まで既に 1 年前後となるなか、時間の経過とともに償還までの期間に占める利上げ後の期間の比重が増しており、市場の予想する利上げ開始時期やペースに変化がなくても、金利に上昇圧力がかかるためである。実際、2 年債利回りは、2 年先の市場参加者の政策金利見通しを反映する FF 金利先物レートと強い相関関係がある。10 年債利回りは、相対的に短期的な政策金利動向を反映する部分は小さいとはいえ、償還までの期間に占める利上げ後の期間の比重が増しているのは、2 年債と同様であり、FRB の超低金利政策の長期化観測による長期金利の低下余地は限定的になってきているといえる。



3. 潜在成長率・中立政策金利の低下観測

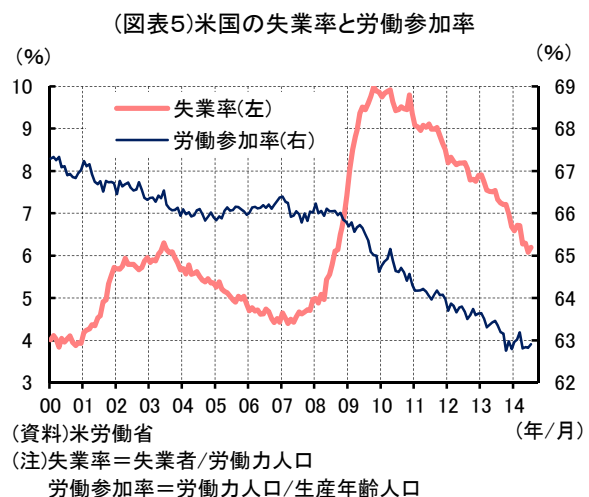
潜在成長率と中立政策金利

こうしたなかで勢いを増しているのが、潜在成長率の低下などを受けた長期的な政策金利の均衡水準の低下が長期金利の下押しに作用しているとの見方である。長期的な政策金利の均衡水準の低下により、将来の政策金利が従来想定されていたよりも低めに抑えられることになれば、政策金利が均衡水準に至るまでのペースも含め、期間中の金利見通しが全般的に引き下げられることから、足許の長期金利も低下することになる。

長期的な政策金利の均衡水準は、「中立政策金利」と呼ばれる。中立政策金利は、景気に中立的な実質均衡金利（自然利子率と呼ばれる）に中央銀行のインフレ目標値を加算した名目金利水準と考えられている。そして、自然利子率は、実務上、マクロ経済の供給能力を示す潜在成長率とほぼ同じ水準であるとして扱われることが多い。つまり、中央銀行のインフレ目標が一定だとすれば、潜在成長率が下がると、中立政策金利も低下することになる。

潜在成長率の低下を示唆する現象が存在

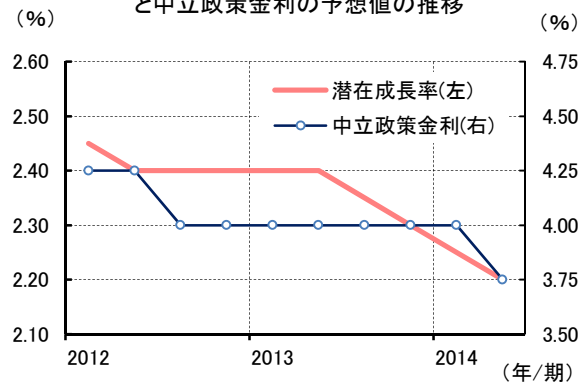
実際に、近年、米国経済の潜在成長率が過去に比べて低下していることを示唆する現象がみられる。一例を挙げれば、米国では失業率の改善が続く一方、生産年齢人口に占める労働力人口の割合である労働参加率は、高齢化もあり歴史的低水準まで低下している（図表 5）。労働力人口の伸びの鈍化は労働投入の減速を通じて潜在成長率を低下させ、中立政策金利水準の押し下げに作用することになる。



FOMC 参加者も潜在成長率を引き下げ

FOMC 参加者の想定している潜在成長率や中立政策金利も、断続的に緩やかに低下している。FRB は、潜在成長率や中立政策金利について、FOMC 参加者がどう考えているかを示しており、SEP における実質 GDP 成長率、政策金利の長期見通し (Longer Run) がそれぞれ潜在成長率、中立政策金利に対応している。まず、FOMC 参加者の想定する潜在成長率(中央値)は、2012年6月から昨年6月まで 2.4%で推移してきたものの、昨年9月以降は低下基調が続いている(図表6)。また、FOMC 参加者の想定する中立政策金利(中央値)は、2012年9月から今年3月まで4%で推移してきたものの、今年6月には 3.75%に引き下げられている。

(図表6)FOMC参加者による潜在成長率と中立政策金利の予想値の推移



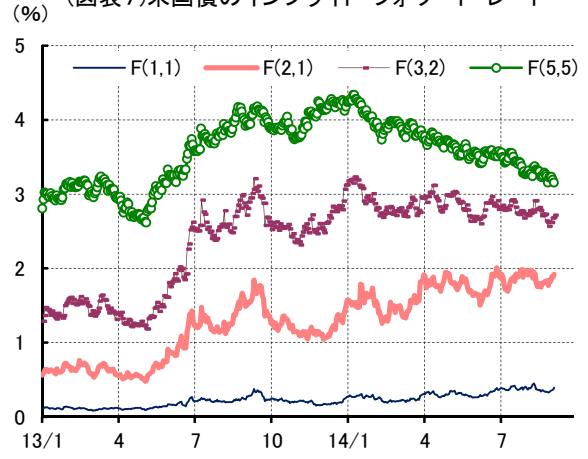
(資料)FRBを基に日本総研作成
(注)2012年は1、6、9、12月時点(4月分も発表されたが、図表では省略)、2013年以降は3、6、9、12月時点の見通し。潜在成長率は見通し中央レンジの中間値。中立政策金利水準は中央値。

市場参加者も米国経済の趨勢的な成長力低下を意識か

それでは、市場参加者は中立政策金利水準をどうみてきたのだろうか。先程は市場参加者の将来の政策金利の予想経路を抽出する方法としてFF金利先物レートを用いた。もっとも、FF金利先物レートは、先行き3年の政策金利水準を示唆するものまでしか市場で取引されておらず、先行き3年後のレートを「中立政策金利」とみなすには、期間が十分に長いとは言えず、やや心許ない。FF金利先物レートよりも長い時点までの市場参加者の将来の政策金利の予想経路を抽出する方法としては、満期の異なる米国債を基に、「(インプライド・)フォワード・レート」を算出する方法がある。フォワード・レートとは、将来のある時点を中心とした金利のことであり、長期ゾーンのフォワード・レートが中立政策金利水準に対する市場参加者の見方を反映していると考えられる⁶。

実際にフォワード・レートをみると、本年入り後、1～2年先スタートのフォワード・レートが上昇基調となる一方、3年先スタートのフォワード・レートは概ね2%後半で横ばい圏、5年先スタートのフォワード・レートは、低下基調となっている(図表7)⁷。短期ゾーンのフォワード・レートが上昇基調にあるのは、市場がFRBの利上げを織り込んできていることを示唆している。一方、長期ゾーンのフォワード・レートが低下基調にあるのは、市場参加者の想定する米国の潜在成長率や中立政策金利水準が、年初以降、徐々に下方修

(図表7)米国債のインプライド・フォワード・レート



(資料)Bloomberg L.P.を基に日本総研作成。(年/月)
(注)F(t,u)はt年後時点のu年物フォワード・レート。

⁶ 厳密には、長期ゾーンのフォワード・レートは、中立政策金利水準とターム・プレミアムの和に関する市場参加者の見方を反映していると考えられる。

⁷ 長期ゾーンのフォワード・レートの変化が、中立政策金利水準、ターム・プレミアムいずれの変化によって生じているのかを区別するのは容易ではないが、フォワード・レート・カーブの短期ゾーンと長期ゾーンが逆方向に変化していることを踏まえると、長期ゾーンのフォワード・レートの低下がターム・プレミアムの低下のみによって生じているとも考えにくい。

正されていることを示唆している⁸。3年先スタートのフォワード・レートが2%台後半で横這い、5年先スタートのフォワード・レートが足許3%台前半まで低下してきている状況から推測すると、今回の景気回復局面では、利上げはせいぜい3%前後までにとどまると市場参加者が考えている可能性がある。

こうした潜在成長率の低下は昨年から懸念されていたことである。昨年11月には、サマーズ元米財務長官が米国経済の「長期停滞 (Secular stagnation) 論」を唱え、潜在成長率が低下している可能性を示唆していた。それにもかかわらず、今年に入ってから長期金利が低下傾向に転じた理由としては、昨年秋に米国で財政問題の重石などがとれ、いよいよ景気の本格回復が展望できると市場参加者が期待していたにもかかわらず、年明け後、厳しい寒波の影響などを考慮したとしても予想外に低調な景気パフォーマンスが続いたことを指摘できる。これをきっかけに、市場参加者が米国経済の趨勢的な成長力に対して疑念を抱いたことが長期金利低下の一因になったと推測される。

4. 米長期金利の見通し

当面は一段と金利が下振れするリスクも

実際の長期金利は、米国の経済動向やFRBの金融政策だけで決まるわけではない。特に短期的には、①ウクライナ・イラク情勢などの地政学リスクの高まりを意識した投資家の「質への逃避」、②世界的な金利低下に直面した投資家の「利回り選好 (search for yield)」の強まり⁹、等のグローバルな要因も米長期金利の低下に大きく影響しているとみられる。当面は、こうした要因によって、米国の経済動向やFRBの金融政策とは無関係に米国債が選好され、金利が下押しされる場面もあるだろう。

ちなみに、米国の資金循環統計 (2014年6月公表) から2014年1～3月期の米国債の買い手についてみると、買い越し額の過半を海外投資家が占めている (図表8)。海外投資家の買い越し額は量的緩和第3弾を続けるFRBによる買い入れ額さえも上回っている。今年からFRBのテーパリングが開始されたことで、米国債の買い手としてのFRBの比重が徐々に低下する一方、海外投資家の影響力が増してきている可能性がある。

(図表8)米国債の投資主体(2014年第1四半期)

(単位: 億ドル)

米国債の投資主体(需要)	2,625
海外投資家	1,563
中央銀行(FRB)	1,108
民間銀行	467
投資信託	431
ブローカー・ディーラー	168
企業年金	40
公的年金	54
MMF	▲ 338
家計	▲ 933
その他	65
米国債供給	2,625

(資料)FRB「資金循環統計」

米長期金利の趨勢的な方向性は上向きながら、上昇ペースは緩やか

とはいえ、米長期金利の趨勢は、①FRBの金融政策を左右する雇用情勢 (労働市場) や物価動向、②FRBの金融政策に対する期待、によって決定されていくと考えられる。米国経済は、4～6月期の実質GDP成長率が前期比年率+4.0%となるなど、昨年末から年初にかけての厳しい寒波の影響を乗り越えて、回復軌道に復帰している。今後も雇用情勢の改善が続き、かつ、インフレ率がFRBの

⁸ 脚注6における中立政策金利水準は、①均衡実質金利 (自然利子率≒潜在成長率)、②中央銀行の目標インフレ率 (に対する市場参加者の予想)、の2つに分解できる。中立政策金利水準の変化が均衡実質金利 (自然利子率≒潜在成長率)、中央銀行の目標インフレ率 (に対する市場参加者の予想) いずれの変化によって生じているのかを区別するのは容易ではない。

⁹ とりわけ、今年6月にECBがマイナス金利などの追加金融緩和に踏み切った以降、利回りが大きく低下したドイツなど欧州国債の利回りと比較して米国債の利回りが魅力的に映った可能性がある。

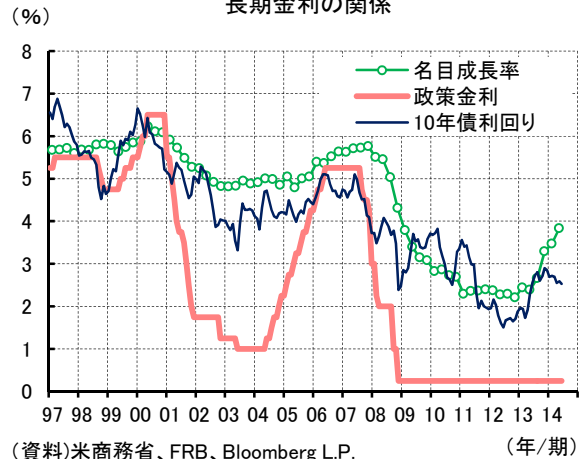
目標に向けて緩やかな上昇を続ければ、FRB が利上げに着手するとの思惑が強まってくるはずである。足許において市場参加者は FRB (FOMC) に比べて利上げに慎重な見方をしているものの、今後の経済指標次第では、市場参加者の利上げ開始時期が前倒しされたり、利上げペースが早くなったりすることは十分にあり得る。また、利上げ時期が近づくとつれ、償還までの期間に占める利上げ後の期間の比重が増してくることで、金利上昇圧力は僅かながらも高まってくると見込まれる。

過去を振り返ってみると、FRB の利上げ局面においては、米長期金利が名目成長率(実質成長率+インフレ率)のトレンドに漸近していく傾向がある(図表9)。秋以降も順調に米国景気の回復が続けば、足許において名目成長率のトレンドを大きく下回る長期金利の水準は、いずれかの時点で正当化できなくなるだろう。米国景気の回復が持続するなかで、投資家の「質への逃避」や「利回り選好」等の動きが後退していけば、長期金利は上昇に向かうとみてよいのではないだろうか。

もともと、米国では、足許でも経済的理由によるパートタイム従事者や長期失業者が高水準にあることが示すように、労働市場の「ゆるみ」が残るなか、失業率の低下にもかかわらず、賃金上昇率は高まっていない。こうした状況下では、FRB が早期の利上げに動くとは考えにくく、長期金利の上昇を抑制する公算が大きい。さらに、先にみたように、市場参加者のみならず、FOMC 参加者も潜在成長率や中立政策金利の想定水準を引き下げていることを踏まえると、利上げ局面に入っても、金利上昇ペースは総じて緩やかなものにとどまるだろう。市場参加者が今回の景気回復局面での利上げがせいぜい3%前後までにとどまると考える限り、当面、長期金利が3%を大きく超えていく展開は想像し難い。長期金利が3%を超えて上昇していくには、賃金上昇ペースの加速とそれに伴う消費の拡大など、潜在成長率の低下やディスインフレ傾向からの脱却を確信させるような経済事象が相次ぐ必要があるだろう。

以上

(図表9)米国の名目GDP成長率・政策金利・長期金利の関係



(資料)米商務省、FRB、Bloomberg L.P.

(年/期)

(注)名目GDP成長率は過去5年間の平均トレンド。