

MUFG Focus USA Weekly

経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY
Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史 (hikurihara@us.mufg.jp)
Director and Chief U.S. Economist

長期金利の現状と今後について

【要旨】

- ◇ 長期金利は「短期金利の予想経路の期待値」と「期間プレミアム」の2つに分解できるが、昨年11月以降の低下局面においては「短期金利の予想経路の期待値」と「期間プレミアム」の双方が低下しており、なかでも「期間プレミアム」の低下幅が大きい。
- ◇ 「短期金利の予想経路の期待値」が低下した主因は、FRBが株価急落後にハト派色を強め、1月FOMCで金融政策運営を様子見に転換したことであろう。「短期金利の予想経路の期待値」は、現在から向こう10年間の期待値ではあるものの、過去を振り返ると足元の政策金利と同様に動く傾向がみられ、今次利上げ局面でも利上げ実施とともに「短期金利の予想経路の期待値」が上昇してきた。このため当面の焦点は、利上げが再開されるかどうかである。利上げ再開に際しては、インフレ懸念の有無が一つのポイントとなりそうだ。
- ◇ 「期間プレミアム」が昨年11月以降に低下した主因は、株価急落に伴う質への逃避需要とみられ、その点では今後もう少し回復余地があるように思われる。また、「期間プレミアム」を見通す際には、昨年11月以降の動向以上に、そもそも2015年頃よりマイナスとなる期間が多く、異例に低位で推移している点の解釈がポイントとなる。「期間プレミアム」の近年の低下について、景気循環要因以外で指摘されてきた（構造）要因は、①「FRBの量的緩和政策の影響」、②「地政学リスクによる質への逃避需要」、③「インフレ・リスク・プレミアムの低下」、④「金融規制強化による影響」等だが、足元では③の影響が大きい可能性がある。
- ◇ 今後、仮にインフレ懸念が強まった場合には「短期金利の予想経路の期待値」が上昇するだけでなく、「インフレ・リスク・プレミアム」を通じて「期間プレミアム」が上昇する可能性もあり、長期金利を見通す上でインフレ動向は大きな注目点である。

10年物国債利回りは低めで推移

米国の10年物国債利回りは、昨年11月8日に直近のピーク(3.23%)をつけた後、株価下落と歩調を合わせて低下傾向で推移し、年初1月3日に直近のボトム(2.55%)をつけた(第1図)。その後は幾分戻して足元は2.6%台前半で推移しているが、株価に比べれば戻りは限定的である。

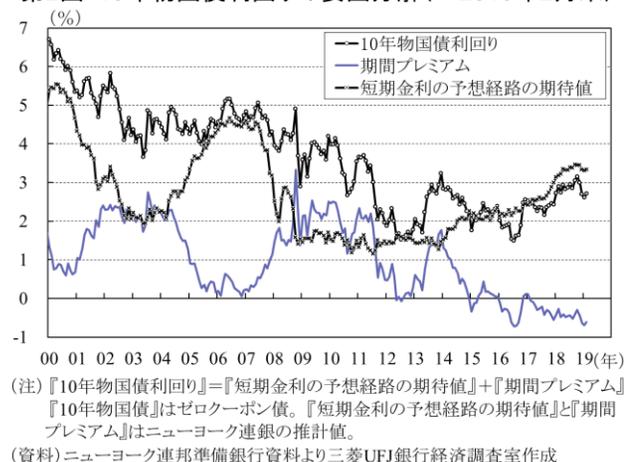
長期金利は「短期金利の予想経路の期待値」と「期間プレミアム」の2つに分解できるが(注1)、昨年11月以降の低下局面においては「短期金利の予想経路の期待値」と「期間プレミアム」の双方が低下しており、なかでも「期間プレミアム」の低下幅が大きい(第2図)。以下では夫々の先行きを検討したい。

(注1) 「短期金利の予想経路の期待値」とは、現在から将来にかけての短期金利の予想経路の平均値(期待値)であり、経済成長率やインフレ率の見通しに基づいた市場参加者の平均的な政策金利見通しが反映されている。「期間プレミアム」とは、短期債券ではなく長期債券を購入することに対する上乗せ金利であり、不確実性に伴うリスクの対価や市場参加者の選好を反映したものである。

第1図: 10年物国債利回りの推移



第2図: 10年物国債利回りの要因分解(～2019年2月末)



「短期金利の予想経路の期待値」は、当面の金融政策次第

「短期金利の予想経路の期待値」が低下した主因は、FRBが株価急落後にハト派色を強め、1月FOMCで金融政策運営を様子見に転換したことであろう(注2)。「短期金利の予想経路の期待値」は、現在から向こう10年間の期待値ではあるものの、過去を振り返ると足元の政策金利と同様に動く傾向がみられ、今次利上げ局面でも利上げ実施とともに「短期金利の予想経路の期待値」が上昇してきた(第3図)。

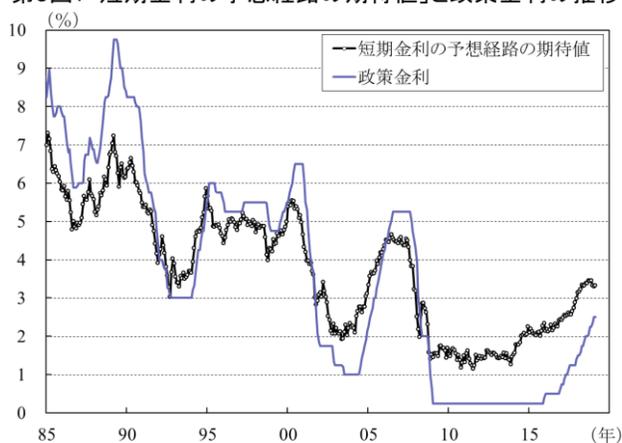
このため当面の焦点は、利上げが再開されるかどうかである。FRBは、累積的な利上げによって政策金利が景気に対して中立的とみられる水準に概ね近付いたと判断しているため、利上げ再開に際しては、景気を抑制する必要があるかどうか、即ちインフレ懸念の有無が一つのポイントとなりそうだ。例えば、カシュカリ・ミネアポリス連銀総裁は2月3日、「パ

ウエル FRB 議長は、「追加利上げの前に賃金とインフレ率が加速するまで待つべきだとの見解に転じつつある」等と述べている。

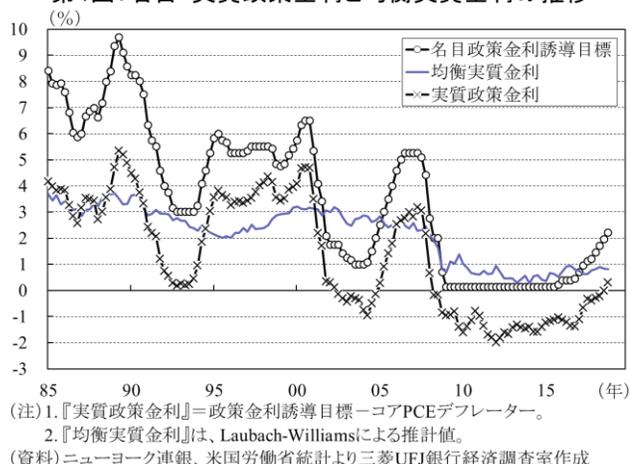
なお、景気に対して中立的な実質金利の水準は均衡実質金利とも呼ばれるが、「雇用の最大化」と「物価の安定」が達成されている状況下で、経済が潜在成長率程度で拡大する金利水準のことである。均衡実質金利は直接的に観察することはできないが、ニューヨーク連銀は足元で 0.8%程度と試算している。実質政策金利（＝政策金利－インフレ率）は段階的な利上げの結果 0.4%程度まで上昇しており、FRB は均衡実質金利に概ね近付いたと判断している（第 4 図）。

（注 2）1 月 FOMC については、2019 年 1 月 30 日付 Weekly 等を参照されたい。

第3図:「短期金利の予想経路の期待値」と政策金利の推移



第4図: 名目・実質政策金利と均衡実質金利の推移



「期間プレミアム」の低下には「インフレ・リスク・プレミアム」の影響が大きい可能性

次に「期間プレミアム」を検討したい。「期間プレミアム」が昨年 11 月以降に低下した主因は株価急落に伴う質への逃避需要とみられ、その点では今後もう少し回復（上昇）余地があるように思われる。また、「期間プレミアム」を見通す際には、昨年 11 月以降の動向以上に、そもそも 2015 年頃よりマイナスとなる期間が多く、異例に低位で推移している点の解釈がポイントとなる。「期間プレミアム」の近年の低下について、景気循環要因^(注 3)以外で指摘されてきた（構造）要因は、①「FRB の量的緩和政策の影響」、②「地政学リスクによる質への逃避需要」、③「インフレ・リスク・プレミアムの低下」、④「金融規制強化による影響」等である。

上記①については、FRB が量的緩和政策で増大した保有証券残高の縮小を 2017 年 10 月から開始したものの（第 5 図）、「期間プレミアム」に特段の変化がみられていないことから、少なくとも最近では大きな影響を与えていないのではないかとの見方も増えている。また何れにしても FRB は年内にもバランスシートの縮小を停止して保有証券残高を維持する方向で

あることから、今後の「期間プレミアム」へ与える影響は現時点と大きく変わらないと言える^(注4)。

上記②については、地政学リスクが落ち着いた時期であっても、「期間プレミアム」のマイナスが続いてきたため、影響の度合いは判然としないが、今後、例えば英国の EU 離脱に関する不透明感が払拭された場合に長期金利が上昇する可能性について、一応留意する必要があるだろう。

上記③の「インフレ・リスク・プレミアム」とは、先行きのインフレの不確実性に対して求める対価であり「期間プレミアム」の一部である^(注5)。「期間プレミアム」のマイナスが足元でも持続するなかで、FRB 等は本要因を重視しつつあるようにも感じられる。例えば、ブレイナード FRB 理事は昨年 9 月の講演で、「期間プレミアム」低下の背景について FRB のエコノミストの分析を引用しつつ「インフレ・リスク・プレミアム」に言及している。「インフレ・リスク・プレミアム」は直接的に観察できず各種の試算結果も区々ではあるが、インフレ率の標準偏差は歴史的な低水準に位置しているため、先行きのインフレの不確実性も低下している可能性は十分にある(第6図)。

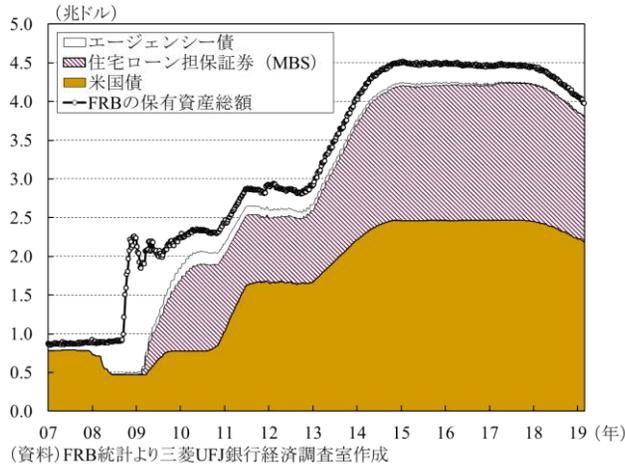
「インフレ・リスク・プレミアム」を通じた下押しが大きいとすれば、今後、仮にインフレ懸念が強まった場合に「短期金利の予想経路の期待値」が上昇するだけでなく、「インフレ・リスク・プレミアム」を通じて「期間プレミアム」が上昇する可能性もあり、長期金利を見通す上でインフレ動向は大きな注目点である。

(注 3) 景気循環要因とは、景気が回復すると市場参加者のリスク選好が強まって「期間プレミアム」が低下する傾向のこと。

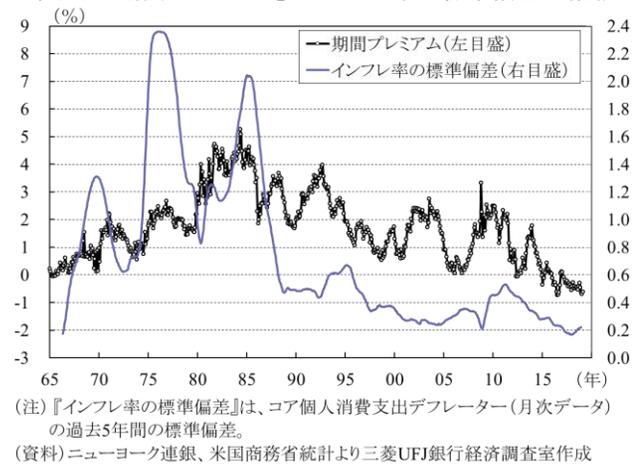
(注 4) FRB は 1 月 FOMC で、量的緩和政策で拡大した保有証券残高を段階的に縮小させる「バランスシート正常化プログラム」を柔軟に運営する姿勢を打ち出した。年内に縮小が停止されて残高が維持される見通しだが、再投資の方法次第では、保有証券の構成や残存期間が変化する可能性はある。

(注 5) 「期間プレミアム」は「実質期間プレミアム」と「インフレ・リスク・プレミアム」に分解できる。また、「短期金利の予想経路の期待値」も「実質短期金利の予想経路の期待値」と「期待インフレ率」に分解できるため、長期金利は「実質短期金利の予想経路の期待値」+「期待インフレ率」+「実質期間プレミアム」+「インフレ・リスク・プレミアム」となる。なお、通常の国債と物価連動債との利回りの差であるブレイク・イーブン・インフレ率とは、「期待インフレ率」+「インフレ・リスク・プレミアム」である。

第5図:FRBの保有資産の推移



第6図:「期間プレミアム」とインフレ率の標準偏差の推移



(2019年3月8日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by MUFG Bank. MUFG Bank hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.