

US Trends

長期金利低下の謎再び

発表日：2014年5月30日（金）

～この道はいつか来た道～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 田中 理

03-5221-4527

- ◇ 米国の長期金利低下が注目を集めている。背景には、物価の低位安定や潜在成長率の下方屈折などの構造要因、外国中銀による米国債購入増加や新興国不安による資金還流などの需給要因、さらにはF R Bのフォワードガイダンスへの信認の高まりなどが複合的に作用していると考えられる。
- ◇ 中立的な米金利水準の下方シフトとテーパリング開始をテーマとした金利先高感の調整は、ここ数ヶ月の金利低下で既に市場に相当程度織り込まれた可能性がある。F R Bの慎重な政策運営が金利の上昇にキャップを掛けるが、今後の限界的な米景気・物価指標の改善に、米金利は素直に反応するとみた方が自然だろう。それを占ううえでも6月の雇用統計に対する米債市場の反応が注目される。

■ 金利低下は米景気の長期停滞を意味する？

米国では量的緩和の減額（テーパリング）開始後も国債利回りの低下が一段と進み、市場参加者の関心を集めている。似通った状況は米国が利上げ局面にあった2004-05年に掛けても観察され、当時のF R B議長（グリーンズパン氏）が「長期金利低下の謎（Conundrum：コナンドラム）」と称した現象の再来を思わせる。グリーンズパン議長は2005年2月の議会証言で、①市場参加者の景気見通しの下方修正、②外国中銀による米国債保有需要の高まり、③モーゲージ関連投資家のデュレーション調整による長期債需要の増加、④世界的な供給能力拡大とインフレ圧力低下によるリスクプレミアムの低下、などを金利低下の要因として挙げていた。

今回も米インフレ率の低位安定や潜在成長率の下方屈折などの構造要因と、外国中銀による米国債購入増加や新興国不安による資金還流などの需給要因、さらには低金利の長期化を約束するF R Bのフォワードガイダンスへの信認の高まりなどが複合的に作用し、米金利の低位安定をもたらしていると考えられる。

昨年11月のIMF総会でサマーズ元米財務長官が、米国経済が「長期停滞（secular stagnation）」に陥っている可能性があるとの問題提起をし、話題をさらった。サマーズ氏は金融危機後の米国経済の立ち直りが遅い理由として、労働投入量の減少、生産性の低下、所得分配の歪み、世界的な貯蓄過剰（savings glut）、金融危機の後遺症などを挙げている。

筆者も米国がかつてのような高成長体質へ復帰することが難しくなっているとの見方に異論はないが、低インフレや潜在成長率の低下は過去数ヶ月で始まったことではなく、このところの米金利低下を構造要因だけで紐解くのはやや説得力に欠ける。5月の米雇用統計で非農業部門雇用者数が前月差+28万8千人と順調な雇用拡大が確認された後に、米国の長期金利が一段と低下したことからは、景気以外の要因も金利低下の背後にある可能性が示唆される。

需給要因はどうか。このところ海外投資家が米国債投資を活発化しているとされるが、その背景には中国の人民元安誘導と新興国不安が影響している。国別の米国債保有残高の推移をみると、最大の保有国である中国の増加ペースが頭打ちとなるなか、ベルギーの保有額が急増しており、ここ数ヶ月は中国、日本に次ぐ第3位の保有国に踊り出ている。ベルギーには大手決済機関が立地しており、保有急増は中国を始めとした海外中銀の保有国債の管理・保管分を反映したものと思われる。中国の通貨当局は元売り・ドル買いを通じた人民元安誘導の為替介入を断続的に行っているとみられ、その資金を使って米国債の購入を増やしている可能性がある。また、1月のアルゼンチン・ペソ急落に起因した新興国不安や、ウクライナ情勢を巡る地政学的なリスクが意識されていることも、資金逃避先としての米国債の魅力を高めている。

■ 中立的な金利のレベルシフトは既に終了？

謎はまだ解けていない。上記で挙げた要因のうち、どれが金利低下の決め手となっているか断言することは難しい。ここで挙げた以外の要因が重大な影響を及ぼしている可能性もある。ただ、少なくとも言えそうなことは、これまで米金利の低下を促していた要因の一部は、先行き徐々に影響が薄れていくと見られることだ。低成長・低インフレとフォワードガイダンスの効果は、今後も金利の上昇抑制要因として働くと思われるが、先行きについては米国の景気回復の勢いが増すに連れ、成長率に対する市場参加者の期待値が多少なりとも上方にシフトし始め、利上げ時期を巡る観測も幾分前倒しされることが考えられる。

ただ、イエレン体制下のF R Bはかなり慎重な金融政策の舵取りを志向していることから、今後も金利の上昇にキャップを掛ける形で期待誘導を続けることが予想される。例えば、量的緩和の減額終了後も当面の間、保有資産の再投資を続ける可能性が高く、このことが需給面から金利の上昇抑制に働こう。

ここ数ヶ月の米景気は寒波の影響で強弱入り混じった経済指標の発表が相次いだほか、F R Bの新体制始動とテーパリング開始で、金利水準の居所を掴むのが難しくなっていた。テーパリングが金融引き締め開始を意味するのかを巡って、市場参加者の認識に温度差があり、過去の利上げ局面の経験則が当てはまらなくなったことも影響した。確かに5月雇用統計で市場は“真逆”の反応をしたが、中立的な米金利水準の下方シフトとテーパリング開始をテーマとした金利先高感の調整は、一連の金利低下で既に市場に相当程度織り込まれたのではないだろうか。テーパリングの終了がいよいよ近づいてきたこともあり、今後の限界的な米景気・物価指標の改善に米金利は素直に反応するとみた方が自然なように思える。それを占ううえでも6月の雇用統計に対する米債市場の反応が注目される。

以上