

テーマ：米金利の本格上昇は年後半

発表日：2013年2月22日（金）

～財政の崖クリア後はスティーブ化進展～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

一枚岩にはなれないFRB

市場では、FRBによるQE3からの出口戦略に関心が集まりつつある。先日発表されたFOMC議事録（1月FOMC分）を、市場が注目したのはその証左だ。しかし、内容を見るとQE3の打ち切り、ないしは縮小時期について、一部は「雇用市場が大幅に改善されたと判断される前に、資産購入を縮小、ないしはやめることもあり得る」と述べたのに対し、「早過ぎる資産購入の縮小や停止がもたらし得るコストは甚大」、あるいは「顕著な雇用改善が見通せるようになるまで資産購入は継続すべき」との主張も見られるなど、引き続き委員によってかなりのばらつきがあることが確認された。

QE3は2012年9月のFOMCで決定されたが、声明文では“労働市場の見通しが大幅に改善しない場合、物価が安定した状態で状況が改善するまで住宅ローン担保証券の購入を継続”するとしているが、『労働市場の見通しが大幅に改善するまで』に重点を置くのか、『物価が安定した状態で』という条件の部分に重点を置くのかで、FOMCメンバーの意見が異なってくる。QE3という過剰流動性を発生させる政策自体がインフレ期待を高め、場合によっては投機家などによって国際商品投資が過熱して商品価格が押し上げられ、自己実現的にインフレを加速させるリスクが“高い”と判断するタカ派は、QE3自体がインフレ安定を脅かす存在であるという考えを持っている。一方でハト派は、家計のバランスシート悪化によって消費主導による自律的な景気回復軌道に乗れないうちは、常に景気に下ブレリスクがつきまとうことを懸念している。その状態から脱却するために、QE3による過剰流動性が不動産や株といった米家計が多く保有する資産価格を押し上げることで、バランスシート調整を加速させることも正当化される、と考えているようだ。

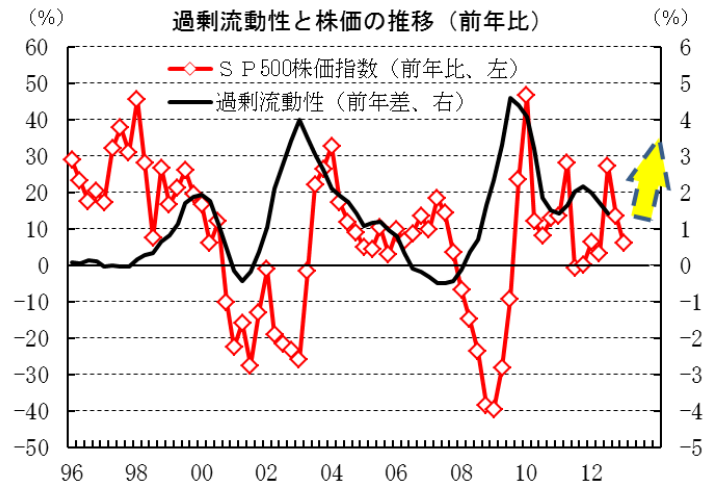
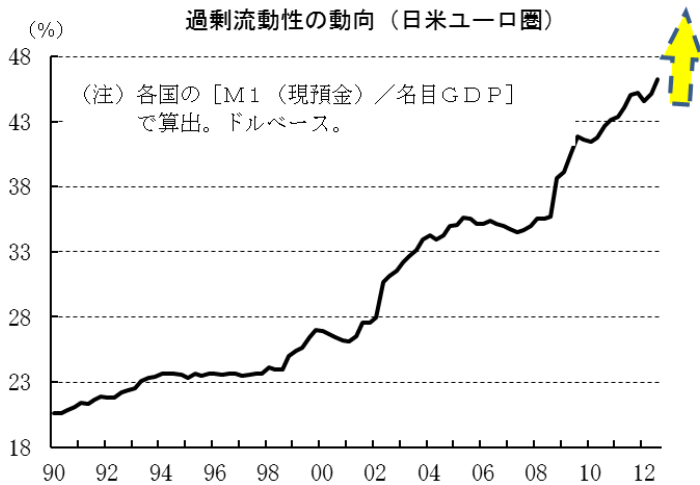
リーマンショックからの回復とともに、FRB内部では金融政策についてかなり意見のばらつきが見られるようになってきた。FOMCの議決を見る限りにおいては、QE3を含めた積極的な金融政策を大半のメンバーが支持してはいるが、議論の場ではそれぞれのスタンスに大きな乖離があるように見受けられる。足元では、経済成長率も潜在成長率（2%弱）を下回っている（12年10～12月期の実質GDP成長率は▲0.1%）ため、失業率には悪化圧力がかかる一方、需給ギャップにはマイナスの圧力がかかりインフレリスクは軽減していると解釈できることに加え、財政の崖問題に絡み、①富裕層向け、及び給与減税打ち切りの影響や、②歳出削減で与野党が合意できるかどうか、を見極める必要があることから、QE3の継続を主張するハト派に分があると言える。しかし、上記条件に変化が出てくれば、FRB内部のバランスにも変化が現れよう。すなわち、財政の崖に絡んだ問題や影響が見極められ、経済成長率が持続的に潜在成長率である2%を上回るようになれば、QE3の縮小、ないしは打ち切りに傾く可能性も出てくる。

もともと、3月1日に合意期限を迎える財政の崖（第二弾）の問題については、足元まで与野党は引き続き歩み寄りを見せず、予断を許さない状況にある。仮に中長期的な財政改善策で与野党で意見が纏まらない、あるいは期限の再延長で合意できない場合は、国防費を中心に多くの分野で強制歳出カットが行われ、景気の足を強く引っ張る。さらに、財政の崖（第二弾）と絡んだ問題となっている債務上限の引き上げに関しても、先に延長された5月18日の期限までに合意できるかどうか不透明感が増してくる。

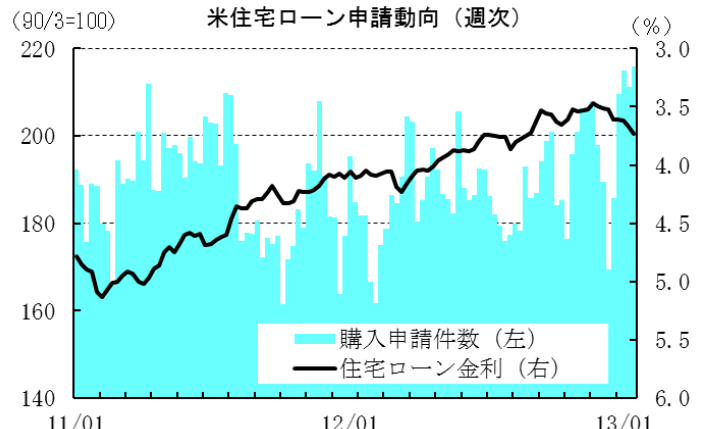
このように、財政の崖（第二弾）を回避できないようであれば、景気には相当程度の下押し圧力がかかるうえ、市場の混乱によって家計のバランスシートは再び悪化することから、QE3の延長は不可避である。したがって、QE3解除は上記問題をクリアし、且つ米経済成長率が潜在成長率を持続的に上回れる環境となった場合である。

財政の崖クリア後の米景気は株高を背景に潜在成長率を上回る公算

財政の崖の残りは、FRBの手足を縛っているだけでなく、市場にもリスクを取りにくい材料として影響を及ぼしている。その分だけ、同問題が解決した後は、市場のリスク許容度に改善する余地がある。この場合、FRBが行っているQE3などによって生じている過剰流動性がリスク資産市場に相当程度流れると見込まれる。過剰流動性と米株価との間には、リーマン・ショック時を含めて足元まで高い相関が見受けられ、財政の崖という不透明要因払拭後はPERを押し上げるような形で株価を押し上げよう。



家計のバランスシート改善はこれまで主に株価の上昇によって進んできたが、昨年半ば頃からは住宅価格も上昇に転じ、株同様に家計のバランスシート改善に貢献、足元では住宅バブル発生前の水準近くまで改善している¹。これに伴って、バブル崩壊以降は住宅購入促進策が講じられていた時期を除いて、金利の低下にも全く反応しない形で低迷が続いていた購入目的の住宅ローン申請件数にも小幅ながら改善の兆しが見え始めている。住宅需要の増加によって住宅価格の持ち直し傾向が続けば家計のバランスシートは更に改善、借り入れ能力の拡大と相俟って購買力が向上、消費の押し上げに繋がる。消費の伸びが拡大すれば成長率は高まり、併せて労働需給も改善、すなわち失業率は低下傾向を辿ろう。これは所得を押し上げ、消費は更に・・・と自律的な回復軌道に回帰し、好循環に入る。



住宅バブル崩壊以降続いていた米家計のバランスシート調整が主因となって、米国経済は推進力を欠き、不安定な推移が続いていた。しかし、FRBによる果敢な量的緩和政策の効果もあって資産価格が上昇してきたことで、漸く米家計のバランスシート調整は最終局面に入っている。この状況から脱却できれば、米国経済は潜在成長以上の成長率へと加速していく可能性は高い。

仮に、財政の崖の問題が期限となる3月1日までにクリアされれば（当然のことながらその場合は5月18日

¹ 家計が保有する資産に対する負債の割合で見た場合。

が期限となる債務上限の引き上げでも期限内に与野党が合意できる公算が大きくなる)、市場のリスク許容度は高まり、株価は上昇基調を強めていこう。株高による資産効果は、早期に消費を刺激すると見込まれるうえ、家計のバランスシート改善を通じて米景気は7~9月期には消費主導の自律回復軌道に回帰、実質GDP成長率も潜在成長率である2%を大幅に上回るペースへ一気に加速していくと予想される。

10~12月期にはQE3打ち切りも

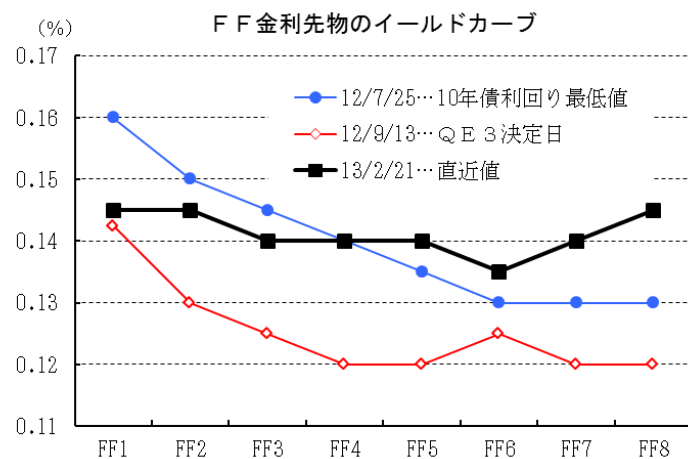
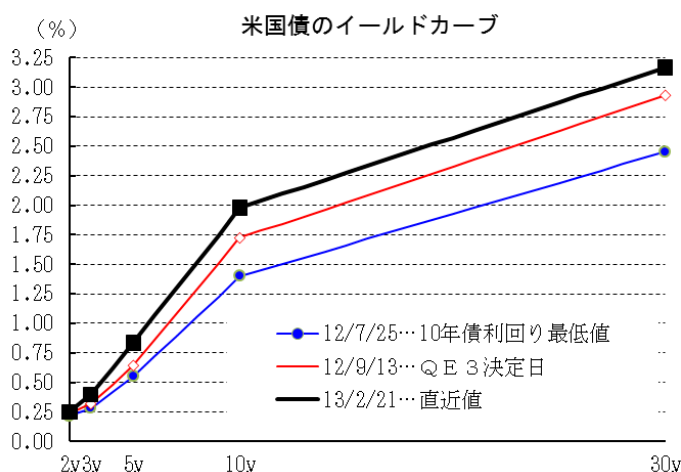
以上のように、QE3からの出口をFRBが探るような局面が年内に訪れる条件は、与野党が財政の崖問題で早期に合意に達することだ。期限内に合意に達することが出来れば、10~12月期中には2四半期連続で潜在成長率を大幅に上回る成長率が予想され、同時に労働需給の大幅改善が予想される環境に入ったとの認識に違和感はなくなろう。FRB内部でも、出口戦略を誤った場合に生じるであろうインフレリスクの高まりは、却って米景気に悪い影響をもたらすとの見方が大勢を占めるようになると考えられる。

すなわち、量的緩和政策の打ち切りが遅れることで市場の期待インフレ率が高まれば、名目金利の押し上げに繋がるほか、インフレヘッジ手段ともなる商品への投資意欲が高まることで資源価格などが高騰、家計を圧迫して消費にマイナスの影響が及ぶ、などの弊害が生じやすくなる。実際、QE2時には原油をはじめとした商品価格が広範囲に上昇した結果、米国では消費の抑制要因となったばかりでなく、新興国を中心に世界的なインフレ加速を招いた。この結果、FRBは家計のバランスシート改善が不十分なままに、QE2の(当初設定された期限通りの)打ち切りを迫られている。

このようなリスクやQE2時の苦い経験などを勘案すれば、FRB(なかでもバーナンキ議長)が“労働市場の大幅な改善見通し”を深追いする可能性は大きくないと考えられる。QE2打ち切り時と異なる点は、米経済低迷の主因であった家計のバランスシート問題について、今年後半は十分に回復していると見られることである。したがって、上記のようなファンダメンタルズの下であればQE3が打ち切られたことで景気が減速するリスクは小さい。この場合は、FRBは少なくとも年後半には出口の時期を明示、場合によっては年内でQE3の打ち切りを行うことも考えられる。

景気持ち直しを織り込んだ長期金利は年後半上昇加速へ

米国債券のイールドカーブを見ると、QE3決定時に比べて2年などの短期債利回りがほとんど上昇していない一方で、長期債利回りは水準が切り上がってきている。一方で、先行きの金融政策を織り込む形で動くFF金利先物の動きを見ると、こちらの方は8ヶ月先までほぼ水準が同じで、概ね年内に利上げされるとの見方は無いことがわかる。それでも、“逆イールド”状態となっていたQE3導入時に比べると“フラットニング”が進んでおり、景況感の改善とともに金融政策に対する見方は“追加緩和の余地”から、“出口論”へと変化しつつあることが窺われよう。



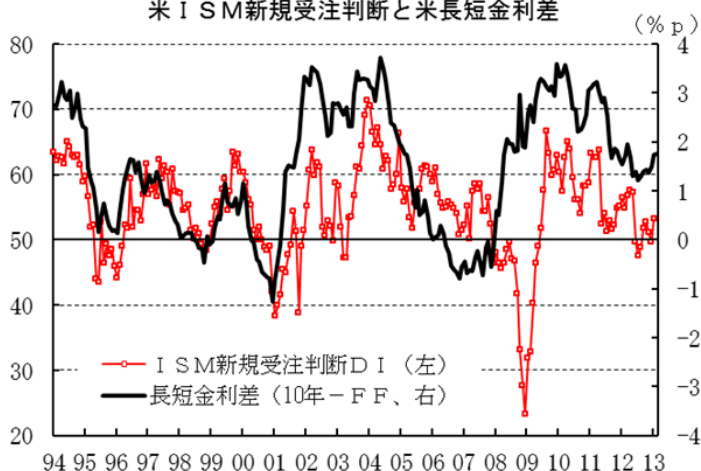
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

そこで、10年債利回りの動きを連動性の高いISM製造業新規受注判断DIと比較すると、ここ数ヶ月の米長期金利の上昇は、経済指標の改善に見合った動きであると見なすことができる。住宅関連指標の改善や就業者数の増加ペースなどから、米景気に対しては加速感はまだ確認されないものの、足場がしっかりとしてきたことを先行きの本格回復の下地が整いつつあるとして評価する向きが増えている。ISM製造業新規受注判断DIの動きも一進一退といった格好から抜け出してはいないものの、景気に対する先行指標であり、且つ世界的にも循環的に景気が持ち直し感を強めつつあることなどを勘案し、ここ数ヶ月の改善傾向は持続的なものになる可能性は十分にある。

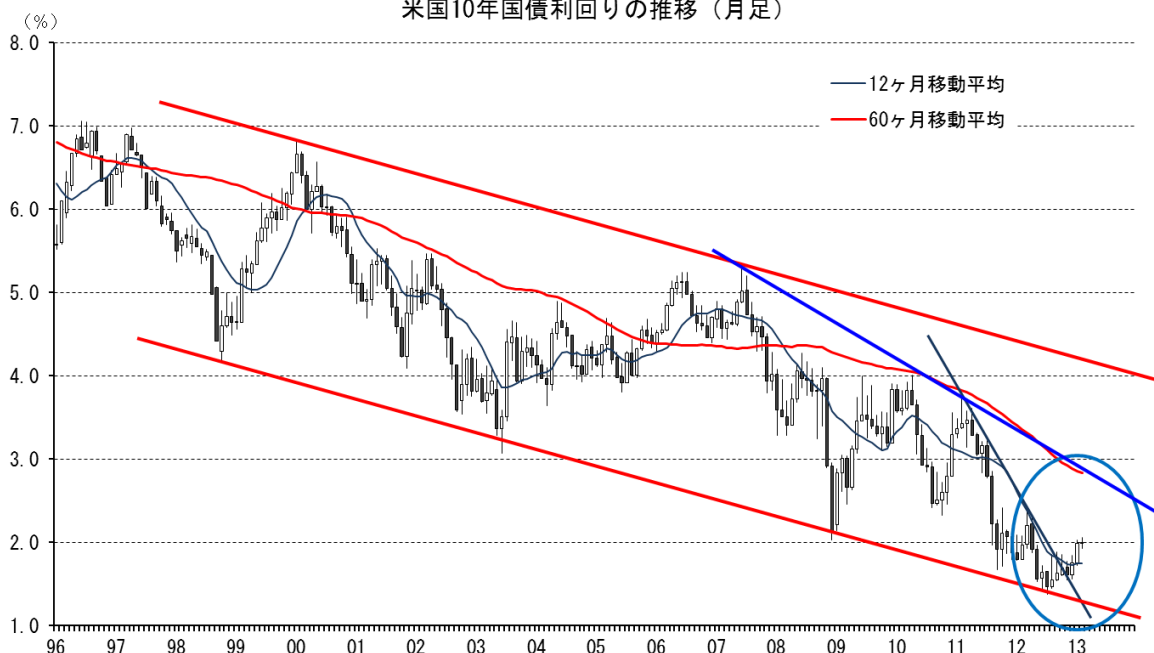
こうしたことから、米金利は足元で一進一退の動きが続いているものの、財政の崖に対して何らかの前向きな結論が出れば、10年債利回りは2%台に定着すると予想される。その後は上昇基調を徐々に強め、年末にかけてQE3の出口論が現実味を帯びてくるような局面では、米国債のイールドカーブはスティープ化がより明確となり、10年債利回りは足元よりも1%以上高い水準に達すると考えられる。

もっとも、FRBが実際に利上げを実施するタイミングについては、FOMC声明文で「資産購入プログラムが終了し景気回復の力強さが増した後も相当な期間、非常に緩和的な金融政策スタンスが引き続き適切になる」、「FF金利の(0.00~0.25%という)異例な低水準のレンジは少なくとも、失業率が6.5%を上回り、先行き1~2年間のインフレ予測値が委員会の中長期的な目標である2%を0.5%以上上回らず、中長期インフレ期待がしっかりと抑制される限り適切になる」としている。これはあくまでもFRBにおける“現在の想定”であるため、先行き状況が変わればこの判断も変わる可能性は否定できないものの、実際の利上げは相当程度先の話になると見込まれる。仮に、今年後半以降3%台後半の経済成長が続くとしても、失業率が6%台半ばまで低下するのは来年末頃ではないかと考えられ、米国では暫くは長期金利が景気に素直に反応して上昇する一方で、短期金利は上昇余地が小さく、イールドカーブのスティープニング傾向が続こう。

米ISM新規受注判断と米長短金利差



米国10年国債利回りの推移 (月足)



(注) 文中図表出所：Bloomberg、EcoWin、FRB

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。