

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】

- ◇ 米国の長期金利は、足元で幾分上昇しているものの依然として低めの状態にある。10年物国債利回りは、昨年末時点で2.27%だったが、英国国民投票後の7月前半には1.36%程度の過去最低水準を付け、直近9月末時点では1.59%となっている。
- ◇ 長期金利を「期待される名目短期金利」と「期間プレミアム」と呼ばれる2つに分けて各々の動向をみると、過去2~3年の長期金利低下には期間プレミアム低下の影響も大きいことが分かる。これは大まかに言えば、長期金利は需給要因等により、妥当とみられる水準を下回って低下が続いてきたということだ。
- ◇ 期間プレミアムが今年になって一段と低下した背景については、①『中国経済の減速』『英国のEU離脱選択』『米国の大統領選挙』等の不透明感による「質への逃避」需要、②米国外の中央銀行による一段の金融緩和観測、③FRBの利上げが思うように進まないなか、FRBの保有国債等の残高も暫く維持されるとの観測の強まり、等が考えられる。
- ◇ 今後は、3四半期連続で低成長に止まった米国経済が年後半以降に再加速すれば、「期待される名目短期金利」の上昇と「期間プレミアム」の下押し要因③の軽減を通じて、長期金利の緩やかな上昇が見込まれる。期間プレミアムの下押し要因①と②が軽減するタイミングは不透明だが、期間プレミアムは歴史的な低水準にあるとみられるため、上昇余地が大きい点に留意は必要である。
- ◇ なお、来年1月以降の新大統領下での経済政策が長期金利に与える影響としては、トランプ氏が就任した場合に財政見通しが悪化する可能性が考えられる。勿論トランプ氏が主張する経済政策の実現可能性は慎重に見極める必要があるが、例えば税制改革案は向こう10年間で連邦財政を2.6兆ドル悪化させると試算されており、政策運営と金融市場の受け止め方次第では長期金利の上昇要因となるだろう。

米国の長期金利は依然として低めの状態

米国の長期金利は、足元で幾分上昇しているものの依然として低めの状態にある。10年物国債利回りは、昨年末時点で2.27%だったが、英国国民投票後の7月前半には1.36%程度の過去最低水準を付け、直近9月末時点では1.59%となっている（第1図）。長期金利が低めに止まっている背景は何であろうか。

長期金利を「期待される名目短期金利」と「期間プレミアム」と呼ばれる2つに分けて確認したい^(注1)。期待される名目短期金利とは、米国経済の成長率とインフレ率の見通し、それを受けた政策金利の見通しで決定される。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、需給要因（需給観測）等によって形成される。期間プレミアムは割高・割安感を示す数値とも捉えられる。

ニューヨーク連銀による各々の推計値をみると、（推計は幅をもってみる必要があるが）過去2~3年の長期金利低下には期間プレミアム低下の影響も大きいことが分かる（第2図）。最近の期間プレミアムは、データが取得可能な1961年以降で最も低い水準にある。これは大まかに言えば、長期金利は需給要因等により、妥当とみられる水準を下回って低下が続いてきたということだ。

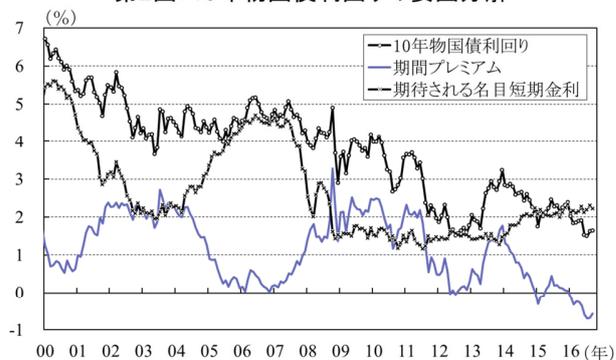
(注1) 「期待される名目短期金利」は、「期待される実質短期金利」にインフレ率の見通しを加えたもの。

第1図: 10年物国債利回りの推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図: 10年物国債利回りの要因分解



(注) 1. 『10年物国債利回り』=『期待される名目短期金利』+『期間プレミアム』
2. 『10年物国債』はゼロクーポン債。『期待される名目短期金利』と『期間プレミアム』はニューヨーク連銀の推計値。

(資料) ニューヨーク連邦準備銀行資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

期間プレミアムがマイナスとなっている背景は、「買への逃避」需要等

過去を振り返ると、期間プレミアムがゼロ近傍乃至マイナスになった局面として「2000年半ば」と「2013年前後」が挙げられる。「2000年半ば」は、政策金利を引き上げても長期金利が上昇せず、グリーンズパン元FRB議長が“謎（コナンドラム）”と呼んだ時期であり、謎の背景について未だ定まった見解は無い。例えば、バーナンキ前FRB議長は、中国をはじめとしたアジア各国や原油輸出国の過剰貯蓄傾向が背景だと主張している。「2013年前後」

については、欧州債務危機に伴う「質への逃避」需要が主因と言えそうだ。

期間プレミアムが今年になって一段と低下した背景については、①『中国経済の減速』『英国の EU 離脱選択』『米国の大統領選挙』等の不透明感による「質への逃避」需要、②米国外の中央銀行による一段の金融緩和観測（所謂ヘリコプターマネー政策の議論等も含む）③FRB の利上げが思うように進まないなか、FRB の保有国債等の残高も暫く維持されるとの観測の強まり、等が考えられる。

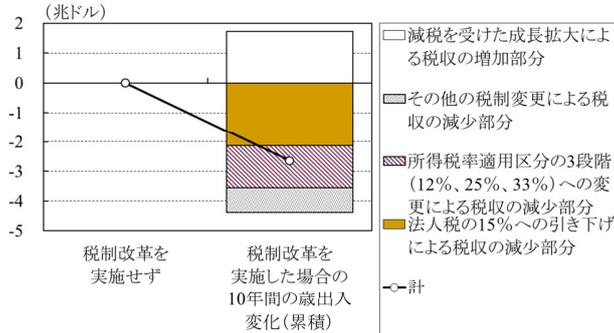
今後の長期金利は緩やかな上昇が見込まれる

今後は、3 四半期連続で前期比年率+2%を下回る低成長に止まった米国経済が年後半以降に再加速すれば、「期待される名目短期金利」の上昇と「期間プレミアム」の下押し要因③の軽減を通じて、長期金利の緩やかな上昇が見込まれる。期間プレミアムの下押し要因①と②が軽減するタイミングは不透明だが、期間プレミアムは歴史的な低水準にあるとみられるため、上昇余地が大きい点に留意は必要である。

なお、来年 1 月以降の新大統領下での経済政策が長期金利に与える影響としては、トランプ氏が就任した場合に財政見通しが悪化する可能性が考えられる。勿論トランプ氏が主張する経済政策の実現可能性は慎重に見極める必要があるが、例えば（財政への影響が最も大きい）税制改革案は向こう 10 年間で連邦財政を 2.6 兆ドル悪化させると試算されており、政策運営と金融市場の受け止め方次第では長期金利の上昇要因となるだろう（第 3 図）^{（注 2）}。

（注 2）党派に属さない非営利の税制研究機関である Tax Foundation の直近の試算。トランプ氏の税制改革案は、（従来の共和党の主張と同様）法人税や所得税の相応の税率引き下げを含んでいるが、以前の主張に比べれば税率の引き下げ幅は小幅に修正されつつある。トランプ氏の税制改革は向こう 10 年間で、税収を直接的に 4.4 兆ドル程度減少させるが、減税による成長拡大・税収増加が 1.7 兆ドル程度見込まれるため、最終的な財政収支の悪化幅は 2.6 兆ドルと試算されている。10 年後の政府債務対名目 GDP 比については、89.1%となりベースライン（85.5%）から 3.6%ポイント上振れ。減税による成長拡大・税収増加を見込まなければ 101.7%へ大きく上振れする。なお、“2.6 兆ドル”悪化の規模感を掴む上での参考として、金融危機以降の FRB のバランスシート増加額は 3.5 兆ドル程度（米国債が 1.7 兆ドル、住宅ローン担保証券が 1.7 兆ドル）となっている。

第3図: トランプ氏が主張する税制改革の財政への影響



(注) 1. Tax Foundationによる試算値。
 2. ここでの試算値は、トランプ氏陣営の直近の言及に沿って「法人税の15%への減税は、法人としての事業体のみ適用されバスルー事業体に対しては適用されない」として算出。
 (資料) Tax Foundation資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2016年10月5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せよう、宜しくお願い申し上げます。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おります。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、弊行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 The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") 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 BTMU. BTMU 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 BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU 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 BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.