

---

# 経済 TOPICS

No. 152

(2018年10月11日)

(金融・経済レポート)

## 米国の長短金利の現状と課題

米国経済は力強い拡大を続けているが、「10年物国債利回りと2年物国債利回りの差」がこのところ縮小を続けているため、米国景気はいずれ失速するのではないかと危惧する声がある。なぜ長短金利の逆転が問題視されているかという点、過去を振り返ってみると、この値が縮小しマイナスに転じると、その1～2年後に景気が悪化するパターンが米国で何度も繰り返されてきたからである。しかし、長短金利差を「10年物国債利回りとFFレートの差」で計算すると、まだ1%近いプラスを維持しており、多少差は今後縮小するとしても、マイナスになる可能性はまだ小さい。したがって、米国景気の悪化を今から心配する必要はないだろう。

物価は今後も2%前後の現在の水準から大きく上昇率を高める可能性も小さい。このため、FRBには物価上昇を理由にFFレートを今後大幅に引き上げていく考えはなさそうである。そうであるなら10年物国債利回りはあまり上昇しないだろう。

ただし、すでに米国の株価や住宅価格はかなり上昇している。本年2月に就任したパウエルFRB議長は8月の国際会議で、これまでの過度に物価に偏った金融政策に疑問を持っているとの注目すべき発言をしており、全く同感である。過去に囚われない、適切な政策運営を期待したいものである。



京都銀行グループ

京都総合経済研究所

---

## 米国の長短金利の現状と課題

### (1) はじめに

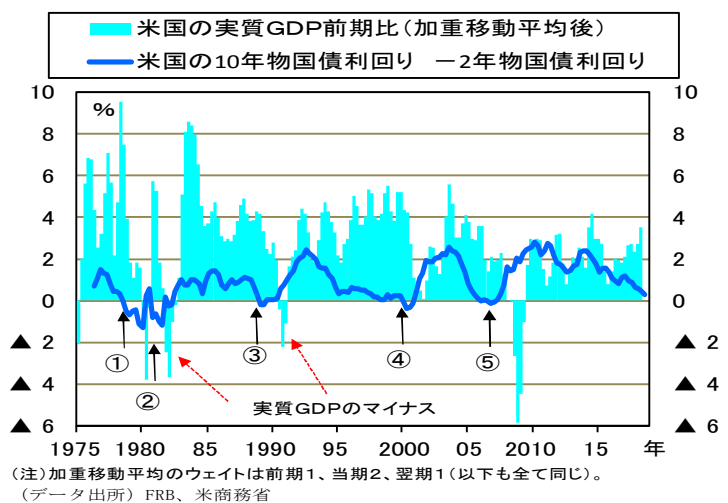
米国経済は力強い拡大を続けており、実勢ベースの実質GDPは前期比年率3%前後で増加を続けている。こうしたなか金融政策を担当しているFRBはこのところ3か月に一回のペースで政策金利（FFレート）を引き上げている。理由は足許の景気が堅調なため、今後とも景気回復の足を引っ張るような大幅な金利の引き上げを行う考えはないとしている。

しかし、米国の「10年物国債利回りと2年物国債利回りの差」がこのところ縮小を続けているため、景気失速の原因になるのではないかと危惧する声が聞かれる。

米国で「10年物国債利回りと2年物国債利回りの差」が縮小しつつある背景には、FRBがFFレートをこのところ3か月ごとに引き上げており、来年も3回程度の引き上げが見込まれていることがある。FFレートが2015年12月に9年半振りに引上げられて以来、期間2年までの比較的短めの国債利回りはFFレート以上に上昇を続けてきた（追随率108.9%）。これに対し10年物国債利回りは一昨年7月まで低下していたこともあり上昇の度合いはFFレートの半分以上に止まっている（同37.8%）。このため「10年物国債利回りと2年物国債利回りの差」は+0.2%前後に縮小、半年後にはマイナスに転じるのではないかというわけである。

なぜ「10年物国債利回りと2年物国債利回りの差」が逆転することが問題視されているかという点、過去を振り返ってみると、この値が縮小しマイナスに転じると、その1～2年後に景気が悪化するパターンが何度も米国で繰り返されてきたからである。図1は、「米国の10年物国債利回りと2年物国債利回りの差」と実質GDPの前期比変化率を並べたものである。1975年以降で最初に「10年物国債利回りと2年物国債利回りの差」がマイナスに転じたのは1978年10～12月（図の①の時期）で、実質GDPはその5四半期後の1980年1～3月にマイ

図1 10年物と2年物の国債利回りの差と景気の悪化



ナスになった。2回目は1980年10～12月（図の②）で、その4四半期後の1981年10～12月に実質GDPはマイナスになった。3回目は1989年1～3月（図の③）で、実質GDPは5四半期後の1990年7～9月にマイナスに転じた。4回目は2000年1～3月（図の④）で、実質GDPは4四半期後の2001年1～3月にマイナスに転じた。5回目は2006年1～3月（図の⑤）で、実質GDPは8四半期後の2008年1～3月にマイナスに転じた。このように「10年物国債利回りと2年物国債利回りの差」がマイナスに転じると、決まってその1年から2年後に実質GDPがマイナスになったわけであるから、「10年物国債利回りと2年物国債利回りの差」に関心が集まっているわけである。

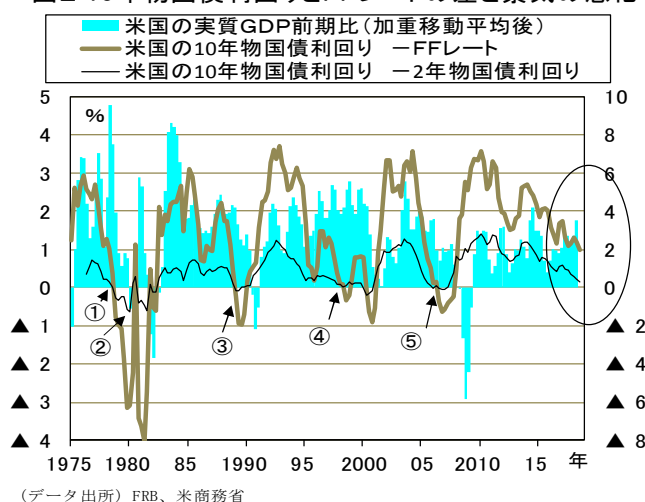
しかし、このような考え方には以下の点で疑問がある。それは、なぜ長短の金利差をFFレートではなく2年物国債利回りを用いて計算するのかという点である。この点は技術的な問題と思えるかもしれないが、重要である。なぜなら、図2に示したように、2年物国債利回りではなくFFレートを用いて10年物国債利回りとの差を計算すると、過去においては2年物国債利回りのときとほぼ同じタイミングでマイナスになった。しかし、今回はここ1～2年プラスの度合いが小さくなってきているが、まだ1%近い余裕（プラス）がある。後で検討するように2年先を予測してみてもまだマイナスになる可能性は小さい。

以下では、なぜ用いる金利によって違いが出てくるのかを考えてみた。

## （2）短期金利として用いるべき指標

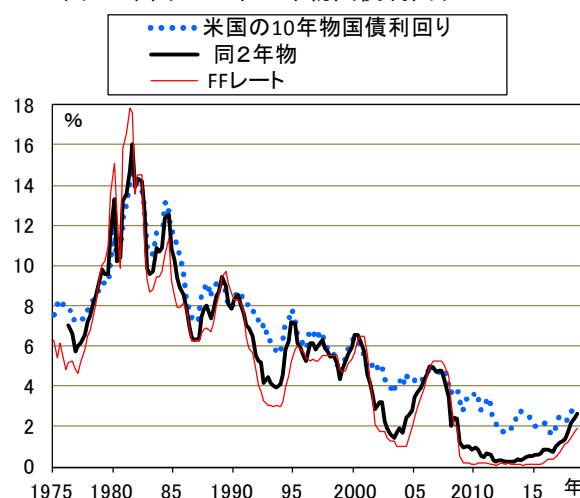
図3は、米国の10年物国債利回り、2年物国債利回り、およびFFレートを並べたものである。期間が最も長い10年物国債利回りの変化が一番緩やかで、FFレートの変化幅が最も大きい。2年物国債利回りは両者の中間にあるが、FFレートと強く連動しながら変化してきた。このことは、短期的にはと

図2 10年物国債利回りとFFレートの差と景気の悪化



（データ出所）FRB、米商務省

図3 米国の10年・2年物国債利回りとFFレート



（データ出所）FRB

もかく、少し長い目で見ると金利は最も期間が短いFFレートがリードし、それに追随する形で2年物国債利回りなどが変化してきたことを示している。

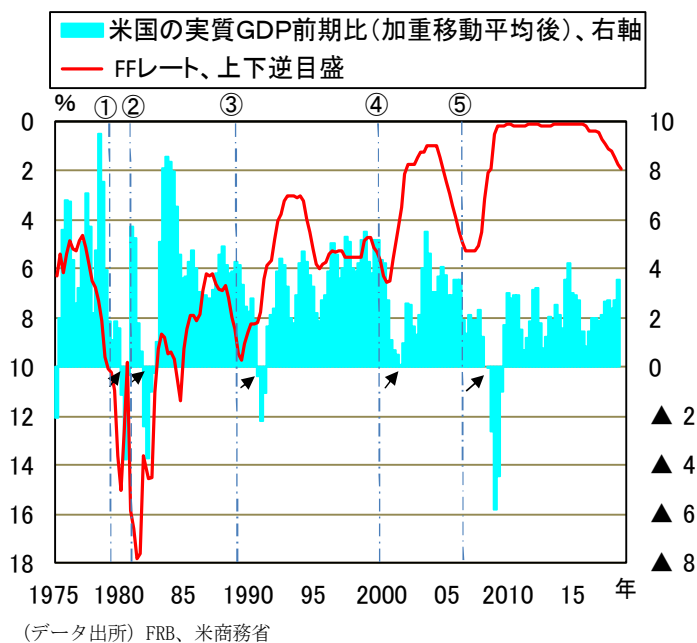
もともとそれは当然で、FFレートはFRBが決定する政策金利であるから、FRBの政策判断に従って変化する。他の金利はFFレートに追随する形で変化してきた。最近の日本における異次元金融緩和のように、中央銀行が長期金利を大幅に引き下げるため国債市場で10年物国債を大量に直接購入するといった極めて異例な政策でも行われないう限り、一般的には10年物国債利回りは金利の中で最も中央銀行から遠いところにある、その変動は小幅なものになる。

そして、米国においては、FFレートはFRBの政策意図を反映して変化し、それを受けて期間の長い金利が変化してきた。FRBが実体経済を沈静化させるためFFレートを引き上げると、全般的な金利水準が徐々に上昇し、1～2年がかかったが、実体経済も成長スピードを緩めてきた（逆は逆）。

そうした関係は図4でも確認できる。FFレートの上下を逆転させ、実質GDPの前期比変化率と並べてみると、多くの場合、FFレートが上昇し切ったタイミングの前後で実質GDPがプラスからマイナスに転じている。それは中央銀行の政策変更によってFFレートが変化し、やがてその影響が市場金利全般の同一方向への変更を促し、つれて実体経済も変化するという関係で、その結果、「10年物国債利回りと2年物国債利回りの差」も変化してきたわけである。そうであるなら、FFレートではなく2年物国債利回りを過度に重視するのは適当でないことになる。

このところのFRBの政策説明文を見ても、FFレートの引上げを急ぐ感じはない。1年間に3～4回と、実体経済を見ながら段階的にFFレートを引き上げていくとしているわけであるから、「10年物国債利回りと2年物国債利回りの差」が逆転する、だから実態経済は1～2年後に悪化するとの見方は、あまりに機械的で、金利変動の因果関係を正しく理解していないために生じていると言わざるをえない。

図4 米国のFFレートと実質GDP変化率



### (3) 10年物国債利回りの変動要因と見通し

次に、10年物国債利回りがどのような要因で変化してきたのかを考えてみた。

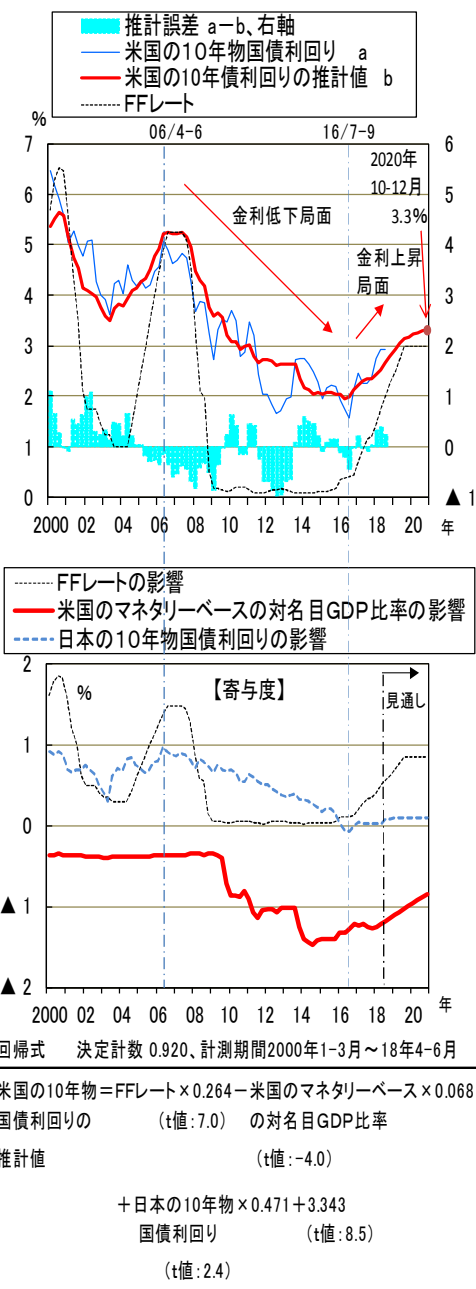
図5は米国の10年物国債利回りを3つの要因で説明する回帰式をつくり、その変動の要因と見通しについて検証したものである。用いた指標は、①FFレート、②分子を金融機関がFRBに預けている当座預金と市中に出回っている現金の合計額（マネタリーベース）、分母を名目GDPとする比率（以下では「マネタリーベースの対名目GDP比率」ともいう）、③日本の10年物国債利回りである。

このうち、①FFレートは10年物国債利回りが緩やかであるとはいえFRBの政策意図を反映して変化することを踏まえたものである。②マネタリーベースの対名目GDP比率は、市場に出回る通貨の量が実態経済の大きさをあわす名目GDPに比べて大きい（小さい）ときは金融が緩んでいる（締まっている）ときである。したがって、この比率の上昇（低下）は金利水準を低下（上昇）させる要因になる。なぜマネタリーベースではなく、マネタリーベースを名目GDPで割った比率で考えているかというと、同じ残高でも経済が拡大して名目GDPが大きくなっていけば、それだけ金融は引き締め（緩和し）、金利も上昇（低下）すると考えられるからである。③日本の10年物国債利回りは、米国から見た海外の代表的な長期金利の例として説明変数に加えた。10年物国債利回りとの相関は①、②、③の順に高い（ただし、②は逆相関）。

以下では、2006年4～6月から2016年7～9月までの利回り低下局面と、その後の上昇局面に分けて、その要因分析を行ってみた。

まず、2006年4～6月から2016年7～9月までの約10年にわたる金利低下局面において

図5 米国の10年物国債利回りの要因分解と見通し



※先行き推計の前提条件

- ・FFレートは2018年中は12月にあと+0.25%、19年は3、6、9月に、各+0.25%引き上げ、その後は打ち止め(2020年末3.0%)。
- ・米国のマネタリーベースはFRB公表のとおり2018年1-3月の3.93兆ドルをピークに減少(2020年10-12月3.01兆ドル、▲23%)。名目GDPは2018年7-9月以降は毎期1%のペースで増加を続ける。この結果、米国のマネタリーベースを名目GDPで割った比率は2018年4-6月の19.0%から2020年10-12月には13.4%に低下。
- ・日本の10年物国債利回りは2018年後半0.14%、19年以降0.2%。

(データ出所) FRB、米商務省

は、10年物国債利回りは5.1%から1.6%と▲3.5%低下した。これを①～③の3つの要因に分解すると、①FFレートによる影響が▲1.3%、②マネタリーベースの対名目GDP比率による影響が▲0.9%、③日本の10年物国債利回りによる影響が▲1.0%であった(残り▲0.3%は推計誤差)。①と②はFRBの政策意図の反映である。この要因分解の結果から言えることは、米国の10年物国債利回りは、基本的にはFRBの緩和政策によって7割程度説明できるが、残り3割は海外の金利変動によるものであったということである。米国経済は巨大で、他国に与える影響が大きいとはいえ、金融面では他国の影響も相応に受けて変化してきたことになる。ただし、この約10年にわたる金利低下局面は均一でない。初期の段階ではFFレートの大幅引き下げによって低下し、2009年以降はもっぱらマネタリーベースの対名目GDP比率の低下(主因は分子のマネタリーベースの増加<4.7倍>)によって低下してきた。

次に2016年7～9月から最近時点までの金利上昇局面について考えてみたい。10年物国債利回りは2016年4～6月の時点では1.6%であったが、2018年7～9月には2.9%と+1.3%上昇した。同じように要因分解すると、①FFレートによる影響が+0.5%と最も大きく、②マネタリーベースの対名目GDP比率と③日本の10年物国債利回りによる影響はそれぞれ+0.1%と僅少である。①FFレートがプラスの要因になったのはFFレートがこの間に+1.6%引き上げられたためである。②マネタリーベースの対名目GDP比率が僅かながらプラスの要因として影響したのは、マネタリーベースは横ばいであったが、名目GDPがこの間に10%近く増加したためである。③日本の10年物国債利回りが僅かではあるがプラスの要因として働いたのは、一時マイナスであった利回りがプラスに転換(▲0.1%→+0.1%)したためである。

10年物国債利回りは今後どのような水準が予想されるのであろうか。

いくつかの仮定を置いて先行きの利回りを推計してみると、2020年10～12月の見通しは3.3%となった。本年7～9月の平均が2.9%であるから上昇幅は+0.4%とそれほど大きなものではない(ただし、FFレートの上昇期には最高4%近くまで上昇し、FFレートが横ばいになった前後のタイミング<2019年7～9月頃>に反落、その後、3%前半の水準に着地するのではないかと思われる)。

なぜ2年先の10年物国債利回りがそれほど上がらないかという点、FFレートの上昇幅が1%程度と比較的緩やかなものに止まるからである。FRBは、本年12月にFFレートを0.25%引き上げた後、2019年には3回程度引き上げるが、その後はせいぜい1回程度の引き上げで打ち止めになるのではないかとみられている。



#### (4) 米国の物価見通し

なぜFRBがかつてのようにFFレートを頻繁に引き上げていく可能性がないかという点、物価が大幅に上昇し続ける可能性があまりないからである。

図6は、米国のエネルギーと食料を除く消費者物価（日本のコアコアCPIに相当）の前年比上昇率を実質GDPの前年比変化率と並べたものである。消費者物価は実質GDPの増加率が高まると、しばらくして上昇率を高め、実質GDPの増加率が落ち込むと、しばらくして上昇率が縮小する関係が見て取れる。両者の先行・遅行がどの程度の時間差で生じているかを統計的な手法で計測してみると6四半期（1年半）であった。

そこで、図7では消費者物価の前年比上昇率を、6四半期前の実質GDPの前年比変化率と並べてみた。多くの期間でほとんど一致している（この図は単純に両者を並べたものではなく、実質GDPの変化率をみれば物価の上昇率が読み取れるように回帰式を用いて水準調整してある）。この図から言えることは、2019年10～12月の消費者物価は+2.1%

と現状（8月+2.2%）とあまり変わらないということである。米国の物価が今後2%を大きく超えて上昇する可能性は低いことになる。

なぜ実質GDPの動きから先行きの消費者物価が予測できるかという点、米国の場合には労働市場が柔軟であるためである。米国では生産活動が活発になると若干のタイムラグを伴って労働者が採用される。生産活動が不活発になると労働者は解雇（レイオフ）される。このため、生産活動と雇用者数、失業率、賃金の間に強い相関が生じ、生産活動の変化が賃金変化を通じて物価に緊密に関わっているわけである。

図6 米国の物価と実質GDP

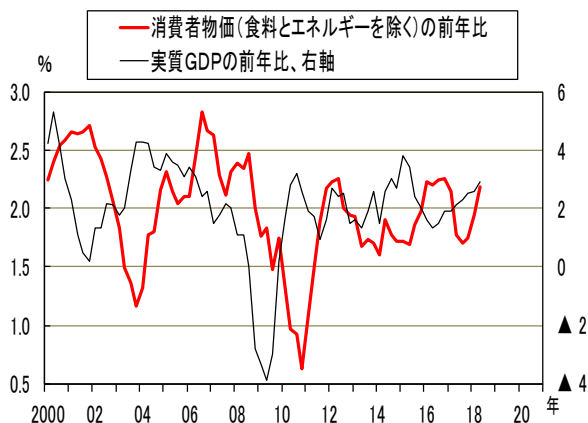
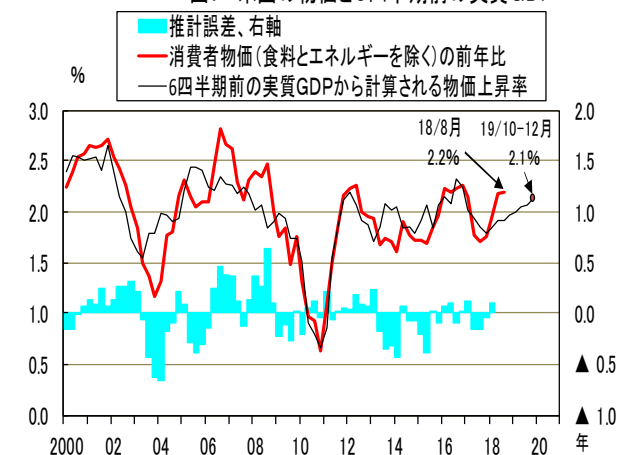


図7 米国の物価と6四半期前の実質GDP



(回帰式) 相関係数 0.843、計測期間2000年1-3月～18年4-6月  
 コアコアCPIの前年比の推計値=6四半期前の実質GDPの前年比×0.215+1.509

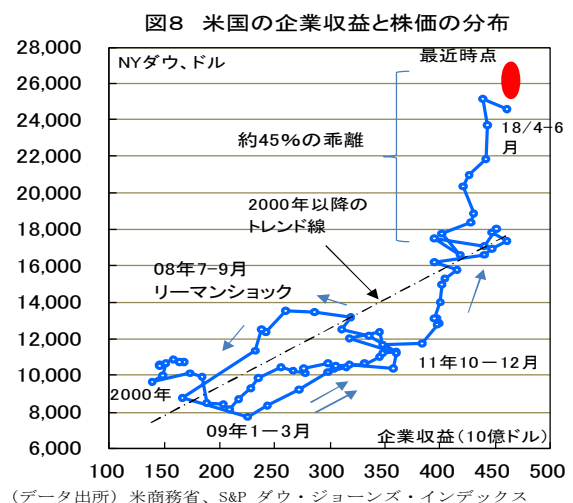
(データ出所) 米商務省、米労働省労働統計局

もちろん、図にあるように、物価は実質GDPの変化だけで説明できない部分（推計誤差）が最大1%以上ある。したがって、一時的にはもう少し大きな物価上昇率になる可能性はあるが、基調的な部分ではあまり変わらないのではないかとと思われる。米国の実質GDPは今のところ3%前後で、2000年初あるいは2005年初のように5%とか4%には達していない。このため物価上昇率はそれほど上離れない可能性が高く、それゆえにFRBがFFレートをどんどん引き上げていく必然性もないわけである。

### (5) すでにバブル化している株価

もともと、物価がそれほど上昇しないから長期金利の上昇幅は小さく、問題はないかという、そうとも言えない。図8

は、横軸に企業収益、縦軸に株価をとり、その分布の軌跡を描いたものである。通常、株価は企業収益が増加（減少）すると上昇（下落）する関係にあるため、トレンド線は右肩上がりの直線になる。最近の企業収益と株価の交点は右上端の丸印の近辺にある。この株価水準はトレンド線を45%近く上回っており、すでに「バブル」の過程にあるといっても過言でない。



去る8月25日、FRBのパウエル議長

は各国の中央銀行関係者が集まる国際シンポジウム（ジャクソンホール会議）で金融政策を物価上昇率に合わせて調整する従来の方法に疑問を投げかけた。過去2回のバブルは物価上昇率にこだわり、資産価格の上昇を軽視してきたために生じたもので、その結果バブル崩壊に至ったのではないかとの問題提起である。この点は筆者もかねてより同意見で、パウエル議長の指摘の通りだと思う\*。議長の適切なリーダーシップに期待したいものである。

\* 経済TOPICS No.136 京銀 景気ウォッチング(2017年7月18日「3.アメリカ経済の現状と出口戦略」)を参照願いたい。URLは下記のとおり。

<https://www.kyotobank.co.jp/houjin/report/pdf/topics201707.pdf>

以上

本レポートの目的は情報の提供であり、売買の勧誘ではありません。本レポートに記載されている情報は、(株)京都総合経済研究所が信頼できると考える情報源に基づいたものですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。最終的な投資判断はお客様ご自身でなさるようお願い致します。