

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

大幅に上昇した長期金利について

【要旨】

- ◇ 長期金利（10年物国債利回り）は昨年10-12月期頃より幾分上昇傾向となり、今年に入ると上昇ペースが加速して足元は1.5%台となっている。
- ◇ こうした最近の長期金利上昇の背景には、「ワクチン普及に伴う感染症収束・経済活動正常化への期待」、「議会で審議されている大型の追加経済対策が景気・物価を一時的に大きく押し上げるとの見方」、「発足したバイデン民主党政権が拡張的な財政政策を掲げていることによる一段の財政悪化懸念」等が考えられる。
- ◇ 加えて、FRBが長期金利の上昇に強い警戒感を示さず静観してきたことも、金利上昇ペースの加速に繋がったとみられる。FRBが長期金利上昇を静観してきた背景について、FRB高官が実際に言及している点を確認すると「長期金利は上昇したが水準は依然として低い」、「金融環境全般は非常に緩和的である」、「（名目金利からインフレ率乃至期待インフレ率を差し引いた）実質金利はそれほど大きく動いていない」等となる。
- ◇ また、FRBはあまり言及していないものの上記以外で（または上記を補足する形で）考えられる背景として、①「緩和的な金融政策の副作用が目立ってきた（資産価格のこれまでの顕著な上昇や金融市場の一部でのボラティリティ上昇等）」、②「景気・物価がFRBの見通しから相応に上振れる可能性も無視し得なくなってきた」、③「（低インフレではなく逆に）インフレ高進のリスクが一部で指摘されている」、④「異例の低金利は、バイデン民主党政権下において拡張的な財政政策を過度に後押しする可能性がある」等が挙げられよう。
- ◇ 何れにしてもFRBのハト派度合いには幾分変化が生じている可能性がある。今後の長期金利を見通す上でFRBがどの程度その上昇（と金融環境の悪化）を静観・容認するのかは大きなポイントであり、次回3月16・17日のFOMCを含めてFRBのスタンスを注視していく必要がある。

長期金利は今年に入って大きく上昇してきた

長期金利（10年物国債利回り）は、新型コロナウイルス感染拡大を受けて昨年2月から3月にかけて大きく低下し、その後は暫く1%を下回る0.6~0.8%程度の水準で推移していた（第1図）。しかし昨年10-12月期頃より幾分上昇傾向となり、今年に入ると上昇ペースが加速して足元は1.5%台となっている（3月5日時点）。

こうした最近の長期金利上昇の背景には、「ワクチン普及に伴う感染症収束・経済活動正常化への期待」、「議会で審議されている大型の追加経済対策が景気・物価を一時的に大きく押し上げるとの見方」、「発足したバイデン民主党政権が拡張的な財政政策を掲げていることによる一段の財政悪化懸念」等が考えられる。

第1図：国債利回りの推移



FRB が長期金利上昇に強い警戒感を示さず静観してきたことも金利上昇を後押ししてきた

加えて、FRB が長期金利の上昇に強い警戒感を示さず静観してきたことも、金利上昇ペースの加速に繋がったとみられる。FRB はコロナ・ショック発生後に政策を総動員して大規模な金融緩和を実施し、先行きの正常化（緩和策の巻き戻し）についても急がず慎重に実施する方針（ハト派的な方針）を示してきた。このため、仮に長期金利の上昇ペースが速ければ、（長期金利を直接的な操作対象としていないものの）FRB が牽制するものと金融市場は受け止めていたとみられる（注1）。

（注1）FRB が昨年8月に金融政策運営の新たな枠組み（具体的には「長期目標と金融政策戦略に関する声明」の修正版）を承認したことも、従来以上にハト派的な政策運営が行われるとの観測を市場参加者の間で強めたとみられる。金融政策運営の新たな枠組みについては、2020年8月31日付 Weekly 「FRB は金融政策運営の新たな枠組みを発表」を参照されたい。

しかしながら先月 2 月までは FRB 高官から警戒感が殆ど示されなかった。3 月 2 日になって漸くブレイナード FRB 理事が最近の債券市場の動きは「私の目を引いた (caught my eye)」と発言し、3 月 4 日にパウエル FRB 議長もウォール・ストリート・ジャーナル紙主催の会合 (インタビュー) で「顕著で私の注意を引いた (notable and caught my attention)」と続いたが、パウエル議長は同時に「金融環境全般は依然として緩和的である。仮に状況が著しく (materially) 変化すれば対応する準備がある」等と述べており^(注 2)、インタビューにおける一連の発言の主眼は警戒感を幾分示すことよりも現状程度であれば容認する姿勢を改めて示すことにあったように捉えられる (第 1 表)。

(注 2) FRB が長期金利の上昇を抑制するための手段としては、資産購入を拡大することや、保有している年限の短い米国債を売却して年限の長い米国債を購入する「ツイストオペ」等が考えられる。

第1表：パウエルFRB議長の3月4日の発言（一部抜粋）

長期金利 関連	先週の長期金利の動きは顕著で私の注意を引いた (notable and caught my attention)
	しかし我々が見ているのは広範な金融環境である
	(国債市場は量的緩和の年限変更の必要性を示唆しているかとの質問に対して) 現行政策は適切だと考えている。金融環境は非常に緩和的であり適切である
	仮に状況が著しく (materially) 変化すれば、委員会は目標達成に資する手段を活用する準備がある
インフレ 関連	一度の物価上昇と持続的な物価上昇は異なる
	長期のインフレ期待が委員会のフレームワーク・目標と整合的な水準で広範に安定していれば、一時的な可能性が高いと考えられるインフレの上昇に対して忍耐強く対応すると予想する
	過去10年間にわたり全ての主要先進国は世界的なデフインフレ圧力による低インフレに直面してきた。それらは消え去っていないし、一夜にして消え去るものではない
	インフレ高進等の潜在的なリスクについて人々が指摘することは、常に建設的なことである

(資料)ウォール・ストリート・ジャーナル紙より三菱UFJ銀行経済調査室作成

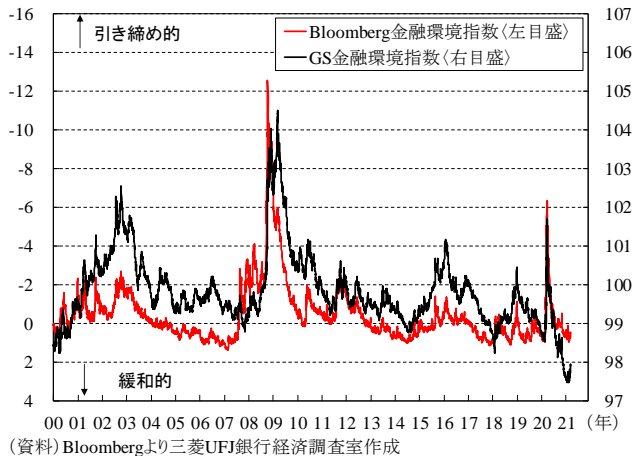
長期金利は上昇しているものの金融環境全般は非常に緩和的である点を FRB は指摘

FRB が長期金利上昇を静観してきた背景について、FRB 高官が実際に言及している点を確認すると「長期金利は上昇したが水準は依然として低い」、「金融環境全般は非常に緩和的である」、「(名目金利からインフレ率乃至期待インフレ率を差し引いた) 実質金利はそれほど大きく動いていない」等となる。

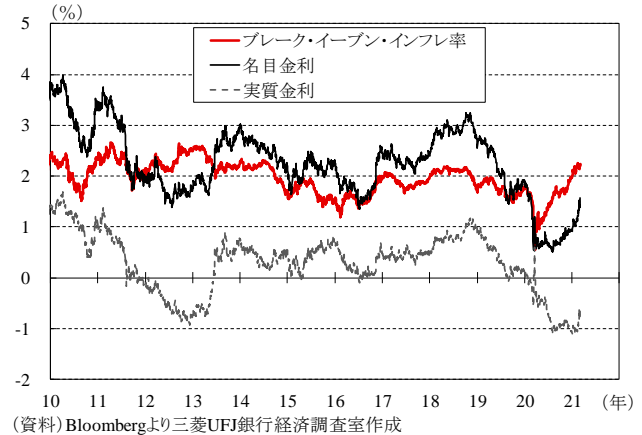
上記の金融環境全般について、様々な金融指標を基に作成された金融環境指数は依然として金融環境が緩和的であることを示している (次頁第 2 図)。また上記実質金利について、10 年物の実質金利は幾分上昇しているものの依然としてマイナス圏にある (次頁第 3 図)^(注 3)。

(注 3) ここでの実質金利は、10 年物国債利回りからブレイク・イーブン・インフレ率 (10 年物) を減じた値である。ブレイク・イーブン・インフレ率は金融市場で観察されるインフレ期待である。

第2図: 米国の金融環境指数の推移



第3図: 名目・実質金利とブレイク・イーブン・インフレ率の推移(10年物)



緩和的な金融政策の副作用が目立ってきた点等も、FRB が長期金利上昇を静観している背景の可能性

また、FRB はあまり言及していないものの、上記以外で（または上記を補足する形で）考えられる背景として、①「緩和的な金融政策の副作用が目立ってきた（資産価格のこれまでの顕著な上昇や金融市場の一部でのボラティリティ上昇等）」、②「景気・物価が FRB の見通しから相応に上振れる可能性も無視し得なくなってきた」、③「（低インフレではなく逆に）インフレ高進のリスクが一部で指摘されている」、④「異例の低金利は、バイデン民主党政権下において拡張的な財政政策を過度に後押しする可能性がある」等が挙げられよう。

上記④に関し、例えばパウエル議長は「財政出動は短期的な需要の創出に止まらず将来的な生産性向上に繋がるかどうか重要である」旨過去に度々発言してきた。生産性の向上は潜在成長率の上昇を意味し、金融政策の観点では供給能力が拡大してインフレ圧力の抑制に繋がるため拙速な引き締め回避が可能となる。このような立場でパウエル議長はトランプ前政権下で成立した税制改革法等にも理解を示していたわけだが^(注4)、バイデン民主党政権が掲げる政策が生産性向上に繋がるかどうかについてパウエル議長の受け止めが異なってくる可能性はありえよう。

何れにしても FRB のハト派度合いには幾分変化が生じている可能性がある。今後の長期金利を見通す上で FRB がどの程度その上昇（と金融環境の悪化）を静観・容認するのかは大きなポイントであり、次回 3 月 16・17 日の FOMC を含めて FRB のスタンスを注視していく必要がある。

(注 4) 2017 年末に成立した税制改革法の経済への影響については、2017 年 12 月 22 日付 Weekly「略 30 年ぶりの包括的な税制改革法案が成立」を参照されたい。

(2021 年 3 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すよう、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.