

金利の正常化への幕開け：

金融緩和の終焉、利回りは上昇し、新時代の到来

RSM US Newsletter Vol.1

へ

経済学 実体経済 2023/11/1

翻訳 RSM 清和監査法人

キーポイント

- 米国経済に、借入コスト上昇という新時代が到来します。
- 超低金利・長期停滞はいよいよ終焉を迎えます。
- 債権のタームプレミアムがプラスに転じる新たな経済状況が生まれます。

米連邦準備理事会（FRB）による最新の経済予測の概要では、経済学者がr-star（中立金利）と呼ぶ、長期/中立的な連邦基金利率は3%に上昇しました。

この予測を受け、投資家および市場参加者は、金利に対して、これまでよりも高い評価基準を与えざるをえなくなりました。

このような金利の再評価が起こる大きな理由の一つは、逆境の中でも着実に回復していく米国経済の力強さにあります。米国経済はパンデミックによる打撃およびそれに続くインフレにもかかわらず、過去6か月間で月平均233,000の雇用を創出しています。

第3四半期のGDP成長率は3%を上回ることが予測され、この勢いは年末まで続く見込みです。そして、生産性の向上および完全雇用水準(u-star)4%を維持しつつ、米国経済はおそらく、現行の1.8%の長期成長率(y-star)を超える早さで成長するでしょう。

米国経済の新たな幕開けです。不景気対策として施行された超低金利政策と異例の経済政策、つまり過去15年に及ぶ金融緩和および長期停滞は終焉を迎えるのです。

今後は、投資家が債券のタームプレミアムをプラス評価するような新たな経済局面へと、急速に発展していくでしょう。これは、更なる長期成長のトレンドと、インフレ調整の機能は果たしつつ、名目上はゼロではない政策金利を反映しています。

この新しい経済状況において、債券の価格は、連邦政府の財政赤字や政治の機能不全、インフレによる将来的な潜在的損失のリスクを総合的に評価し、決定されます。

その結果として、債券価格は下落し、米国債利回りは全体的に上昇しています。

我々は、過去20年間にわたった金利の抑制圧力、つまり世界的な過剰貯蓄を招いた長期的な人口構造上の課題は、早急には解消されないと考えています。しかしその一方で、経済の成長率やインフレ、金利に対する、長い間続いた下方圧力は和らいでいるようです。

タームリスクプレミアム

長期金利を推計する1つのシンプルな方法として、期待インフレ率に実質GDP成長率を加えるというものがあります。仮に成長率が2%でインフレ率が2.5%から3%に落ち着くとすると、10年債の利回りは4.5%から5%になると考えられます。

つまり、それと同様に、最近4.8%を超えた長期金利の上昇圧力は、将来の金利状況に対する人々の予測水準に、影響を受けるということです。

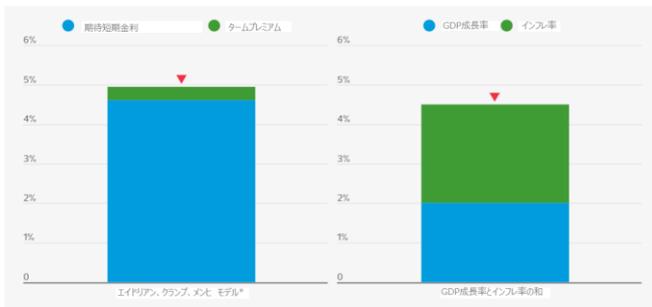
ニューヨーク連邦準備銀行のトビアス・エイドリアン氏（Tobias Adrian）、リチャード・K・クランプ氏（Richard K. Crump）とエマニュエル・メンヒ氏（Emanuel Moench）らが設計したモデルから導かれる、現時点での米国10年債利回りは4.95%です。この数字は短期金利(4.60%)の動向予測に0.35%のリスクプレミアムを加味し、市場の予測を反映しています。

リスクプレミアムがプラスとなるのは数年ぶりです。これは、金利がまさに正常な水準へと、戻ってきていることを示す重要なシグナルなのです。これ以上、外生的な出来事や米国内の政治的不安がなければFRBは政策金利を5.5%で維持するという、市場の予測が続く限り、10年金利は4.5%から5%の範囲内で落ち着くことが期待できます。

ところが、この安定を揺るがす、いくつかの出来事があります。11月に期限が迫る米国の政府閉鎖危機や、最近の中東での紛争勃発など、金融情勢は依然としてリスクにさらされています。

RSM US LLPが行った新たな調査によれば、実質金利の上昇はすでに中堅企業向けの商業ローンや産業ローンのコストを押し上げており、それらの企業が給与の支払いや事業拡大の資金調達を行うことが難しくなっています。今後さらなる経済ショックが発生した場合、このような企業が、現在抱えている負担が増えるだけです。

米国10年債の適切な利回りの推計



(出典) Bloombergより、RSM US LLP作成

*2023年10月現在

適切な長期利率

大恐慌以降最悪の不景気、という極めて厳しい状況に際し、短期金利は2009年にまずは、ゼロに引き下げられ、その後も低金利が維持されてきました。

金融危機と同時期に生じた米国産業の空洞化の問題も加わり、緊縮財政や景気回復の遅れ、そして激しいデフレーションを引き起こしました。

金融当局は経済に対する更なる負荷を防ぐための責任を負うことになったのです。FRBの指針では、経済が回復するまでは政策金利を低水準で維持することが明示されました

すべての償還期間に対して金利がゼロ近くまでに抑制され、借り手と貸し手のリスクは急速に低下しました。

名目および実質10年金利



(出典) Bloombergより、RSM US LLP作成

結果的に、米国10年債利回りはおよそ10年間にわたり、1.5%から3%の幅で推移しました。

我々が度々お伝えしてきたように、この時期こそ、借入れを行い、将来への投資をすべきタイミングでした。非常に金利が低いため、最低水準のインフレであっても、債務返済費用はデフレ化したドルで支払うからです。

現在、10年債の名目金利が5%を目指して上昇し、インフレ率が3%に緩和されることで、実質金利は2%に近づいています。2023年10月6日現在、ベンチマークである米国10年物価連動国債の金利は2.48%で、10年前よりもかなり高い水準となっています。

再評価の理由

市場は、FRBが実質GDP成長率1.8%の長期的な安定と許容水準へ戻りゆくインフレ率を予測し経済の展望を見直したと、認識するようになりました。

ゼロ水準の短期金利はもはや適切ではなく、長期金利を抑えるための量的緩和策として知られる確定利付債の購入もFRBは行わなくなりました。

この新しいスタンダードは、長期金利の計算に影響を与え、米国10年債利回りに関連するタームプレミアムは今年9月、パンデミックのシャットダウン以降初めて、プラスに転じました。市場は、FRBが実質GDP成長率1.8%の長期的な安定と許容水準へ戻りゆくインフレ率を予測し経済の展望を見直したと、認識するようになりました。

ゼロ水準の短期金利はもはや適切ではなく、長期金利を抑えるための量的緩和策として知られる確定利付債の購入もFRBは行わなくなりました。

この新しいスタンダードは、長期金利の計算に影響を与え、米国10年債利回りに関連するタームプレミアムは今年9月、パンデミックのシャットダウン以降初めて、プラスに転じました。

エイドリアン・クランプ・メンヒモデルによれば、金利は短期金利の動向予測やタームプレミアムを包括的に加味した上で決定されます。タームプレミアムとは、その証券の保有期間中に短期金利が動向予測から逸脱するリスクに対する対価を意味しています。

金融政策への期待が10年債利回りとタームプレミアムの正常化に与える影響



(出典) Adrian, Crump 及び Moench, New York Federal Reserve より、RSM US LLP作成

短期金利の動向は、長期金利と直接的な関係にあるため、非常に重要です。そして長期金利とは一連の短期証券を取得することの、現在価値 (Present Value) です。

通常、短期金融市場金利はイベント・リスク (Event Risk) を考慮しませんが、1-2か月以上の債券保有は予想外のイベント発生リスクにさらされます。

タームプレミアムとは、米国債を満期まで保有する上でのイベント・リスクに対して投資家が求める、上乗せ金利です。

米国債券市場におけるイベント・リスクには、原油不足や議会の膠着などのショックが含まれ、投資家は悪性インフレ、景気後退など、さまざまなリスクにさらされます。

たとえば、2014年から2016年にかけて商品市場 (Commodity market) が崩壊した際、市場は景気後退や不況の可能性を考慮し、タームプレミアムはゼロ以下へ下落しました。

2018年から2019年の貿易戦争およびその後のパンデミックの際も同様に、経済への強い不安感から、タームプレミアムはマイナスでした。

その後、タームプレミアムがプラスに転じたのは2023年9月末のことでした。現在のベースポイントは35で、短期金利の動向も債券の償還期間中は4.60%にとどまるとの市場予想もあり、これらの2つの要素を合わせると、10年金利は4.9%が妥当と考えられます。

国際的な債券市場を完全にモデル化することはできませんが、10年債利回りは10月に4.9%に達しています。

識者は、国債の応札倍率は堅調にとどまったものの、今年の債務上限問題に続く近々の国債の過剰発行が金利を上昇させた指摘しています。

日々の市場の反応に関わらず、金利は再評価されたのです。

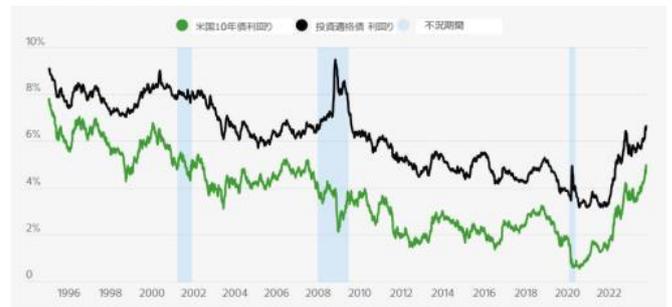
金利の上昇は中堅企業にどのような影響を与えるのか。

足元に迫るもう一つの危機

10月3日、ベンチマークである米国10年債の利回りが16年ぶりに4.8%を突破した日、米下院はケビン・マッカーシー米下院議長を解任しました。マッカーシー氏が政府閉鎖を避けるための47日間の暫定予算 (つなぎ予算) 案を可決させた後の出来事です。

ウクライナ支援に関する対立もあり、この騒動によって政府運営の予算となる歳出法案12本の早急な可決が危ぶまれました。

10年国債と米国社債の利回り*



(出典) Bloombergより、RSM US LLP作成

*ムーディーズ (Moody's) の格付けによる投資適格債の平均利回り

「財政の崖 (Fiscal Cliff)」にふたたび直面することになれば、金融資産に対するリスク評価の水準は上昇し、米国実体経済では、各企業における資本や借入のコストも増大するでしょう。

さらに、直近の政治的機能不全は、アメリカの信用格付けを引き下げ、結果として利回り上昇のリスクを抱えることになりました。

我々が示したように、企業の資本コストは米国債券市場と強い相関関係にあるため、投資適格債の利回りは6.6%へと上昇しました。

議会閉鎖ふたたび？

まだ判断は早いかもしれませんが、債券市場のボラティリティ (価格変動性) の急上昇や、株式市場の低迷に引きずられ、金融情勢は徐々に悪化してきています。

RSM US Financial Conditions Indexは、金融市場、株式市場、および債券市場のリスク評価を総合的に表すものです。

以下に示すように、年初の米国債の債務上限危機をめぐるとの対立により金融市場のリスク水準は引き上げられ、その対立が解消に向かうにつれて通常の水準へ回復しています。

政策による金融情勢の混乱*



(出典) Bloombergより、RSM US LLP作成

* RSM US FCI : RSM US Financial Condition Index

しかし、最近の議会での政治的混乱は、既に株式市場を下押しし、海外投資家に米国投資を再考させる原因となっています。

連邦基金利率の引き上げが起こらずとも、貸し手が経済不安の高まりを利回りに上乗せすることで、金融情勢は抑制されるでしょう。これは、米国議会の膠着に影響される金融・経済の見通しへのリスクが和らぐまで、FRBが政策金利を現行の5.5%で維持する可能性が高いことを示唆しています。

そうなれば、金利のさらなる上昇リスクは経済動向にとって明らかな脅威となるでしょう。

当ニュースレターは、RSM USの英文ニュースレターの翻訳版です。日本語訳と原文（英文）に差異が生じた場合には、原文が優先されます。

記事の出典：

<https://rsmus.com/insights/economics/the-great-rate-reset.html>

ご質問等は下記までお願いいたします

メール : research@seiwa-audit.or.jp

ウェブサイト : rsm.global/japan/audit/contact

著者



ジョー・ブルセラス氏

チーフエコノミスト

[経歴の参照先](#)