

## 米国経済：長期金利急上昇、想定を上回る景気と国債の需給悪化が背景

米国の長期金利は足元で急上昇し、2007年以來となる5%程度に達している。この間、長期金利に影響を及ぼす「期待インフレ率」は高まっていない。長期金利上昇の背景には、予想を上回る堅調な経済指標が続き、経済見通しとそれに伴う政策金利の推移に関する不確実性が高まったこと、国債増発により改めてFRBのQT（量的引き締め）の影響が強まったことが考えられる。FRBは、長期金利の上昇が過度な需給悪化によるものと判断すれば、タカ派姿勢を和らげるなどして抑制する可能性がある。長期金利の先行きは、景気鈍化が確認され、来年半ばまでには利下げ開始の方向性がはっきりするにつれて、4%程度まで低下すると予想する。

### 足元の長期金利：2007年以來の高水準まで急上昇

米国の長期金利が水準を切り上げている。10年国債利回りは8月初めには4%程度であったが、その後上昇を続けて10月上旬には4.8%程度に到達、中東情勢の不安定化により安全資産として米国債ニーズが強まり金利が低下する局面もあったが、足元の堅調な経済指標を受けて再び上昇し、10月20日時点では2007年以來となる5%に迫る水準で推移している。

長期金利の動向を把握する際には、期待インフレ率と実質長期金利の枠組みで考えることが多い。すなわち、名目ベースの金利である長期金利を、長期のインフレ率を示す期待インフレ率と、それを差し引いた実質ベースの金利である実質長期金利に分解する考え方である。

長期金利＝期待インフレ率＋実質長期金利

$$= (\text{長期のインフレ率見通し} + \text{インフレ・リスク・プレミアム}) \\ + (\text{予想実質金利} + \text{実質金利プレミアム})$$

期待インフレ率は、金融市場では物価連動債の利回りなどを通じて算出できるが、これは長期のインフレ率の見通しだけでなく、将来の物価変動にかかる不確実性を表すインフレ・リスク・プレミアムを含んだものとなる。長期のインフレ率の見通しは、FRBのインフレ目標（現在はインフレ率＋2%）に収斂するという考えがベースとなり、先行きの不確実性により上下すると考えられる。

実質長期金利は、先行きの経済成長の代理指標といえ、現在の金融市場における長期の経済見通し「予想実質金利」と、経済見通しや将来的な金利の推移についての不確実性「実質金利プレミアム」が含まれている。予想実質金利は、中長期的に持続可能な経済成長率である潜在成長率（現在では＋2%程度との見方が多い）が基準になる<sup>1</sup>と考えられる。



<sup>1</sup> 債券などの実質金利は、長期的には資本の実質期待収益率と等しくなり、潜在成長率で近似されると考えられる。

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、株式会社伊藤忠総研が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、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。記載内容は、伊藤忠総研ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

## 長期金利上昇の要因: 想定を上回る景気と国債の需給悪化により、先行きの金利の不確実性が上昇

この枠組みで、8月以降の長期金利の推移を確認すると、期待インフレ率が概ね横ばいで推移するもとで、実質長期金利が急上昇していることが分かる。

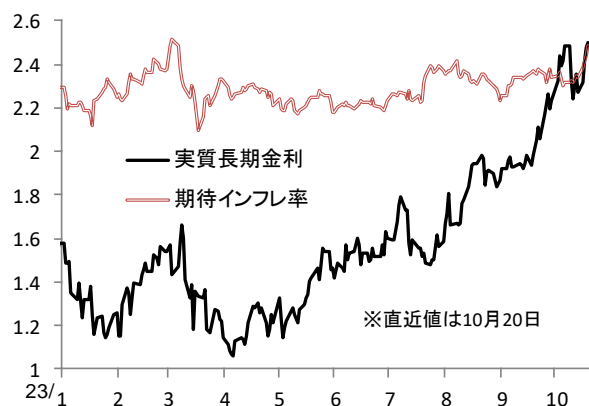
ここで、実質長期金利の内訳である予想実質金利は、大幅に水準が切り上がったとは考えづらい。前述の通り、予想実質金利は潜在成長率が影響すると考えられ、コロナ禍を経て、潜在成長率が変化しているか様々な議論がなされている。ただ、FRBが潜在成長率に関する見方を公式には変えていないように、現時点で結論が出ているものではなく、金融市場が、潜在成長率の上昇を中心的な見方として織り込んだと考えるのは早計と考えられる。また、仮に潜在成長率が上昇していたとしても、足元の実質長期金利の上昇幅と比べれば限定的と考えられる。

そのため、足元の実質長期金利の上昇は、実質金利プレミアムの上昇によるものと解釈するのが自然であろう。実質金利プレミアムは、主に、①景気の変動要因、②需給要因（含む財政懸念）に分けられる。8月以降の金利の急上昇は、この二つの要因が重なって発生していると考えられる。

まず、①景気の変動要因については、市場予想を上回る堅調な経済指標が続いたことで、先行きの景気見通しについて不確実性が高まったものとみられる。実際に、FRBの経済見通しでは、2023年第4四半期の実質GDP成長率について大幅な上方修正が続いた（3月FOMC時：+0.4%→6月時：+1.0%→9月時：+2.1%）。

堅調な景気を背景にした実質金利プレミアムの上昇は、大きな問題にならない。むしろ、景気が過熱気味であれば、その抑制に望ましいものともいえ、FRBは金利上昇を看過すると考えられる。一方で、一旦景気が減速し、さらに利下げ局面となれば、プレミアムは剥落し、実質長期金利は大幅に低下することとなろう。例えば、2018年秋にかけて堅調な景気を背景に実質長期金利が上昇したが、年末には景気減速が確認され<sup>2</sup>、2019年には利下げに転じた<sup>3</sup>たことで、実質長期金利が大幅に低下したことが確認される。

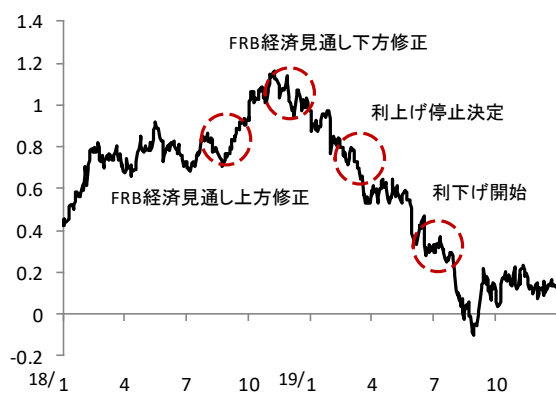
10年国債利回りの要因分解 (%)



(出所) Bloomberg

(注) 物価連動国債の利回りから算出。

2018～19年の実質長期金利 (%)



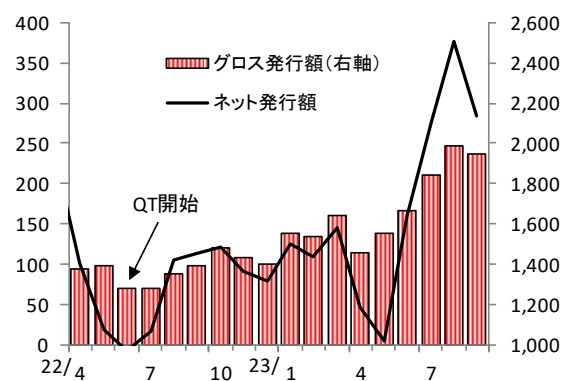
(出所) Bloomberg

<sup>2</sup> FRBによる2018年第4四半期の成長率見通しは、2018年3月FOMC時+2.7%→2018年6月時+2.8%→2018年9月時+3.1%→2018年12月時+3.0%と推移。2019年第4四半期成長率見通しは、2018年3月FOMC時+2.4%→2018年6月時+2.4%→2018年9月時+2.5%→2018年12月時+2.3%→2019年3月時+2.1%と推移。

<sup>3</sup> FF（政策）金利誘導目標（上限）の推移は以下の通り。2018年3月：1.75%→2018年6月：2.00%→2018年9月：2.25%→2018年12月：2.5%→2019年7月：2.25%→2019年9月：2.00%→2019年10月：1.75%。

一方、②国債の需給悪化は、(1) 財政支出拡大と金利負担増を背景とした国債の増発、(2) FRBのQT(量的引き締め)の実施などが背景にあると考えられる。具体的には、国債は7月以降に大幅に増発され(4~6月対比で7~9月の発行額は、ネットベースで約3750億ドル、グロスベースで約8450億ドル増加した模様)、利払い費の増加などを背景に2024年以降も増加することが見込まれている<sup>4</sup>。また、QTにより、最大600億ドル/月の償還分の国債の再投資を停止している。2022年6月のQT開始直後は予想以上の税収などにより国債発行が抑えられ、今春にかけては債務上限問題により国債発行が減少する状況もありQTの影響は限定的であったものの、足元の国債増発を背景に、QTが国債市場に与える影響が改めて強まっている可能性がある。

米国債発行額(3か月平均、10億ドル)



(出所) Bloomberg

需給悪化による金利上昇は、必要以上に景気を冷え込ます可能性がある。FRBがQTを緩和すれば、需給悪化は解消に向かう可能性が高く、FRBの許容範囲を超えて金利が上昇した場合は、そうした対応も議論されることとなる。

### 先行きの見通し: 今年末にかけて景気減速が確認され、長期金利を押し上げてきた不確実性は低下

先行きを展望すると、需給悪化を背景とした長期金利の上昇が一段と進めば、まずはFRBが「長期金利の上昇が金融引き締めを代替する」といった情報発信などを通じてタカ派姿勢を弱め、長期金利の急上昇をけん制することが考えられる。さらに、景気の減速が確認され、利下げの開始が視野に入れば、経済見通しや将来的な金利の推移についての不確実性が剥落し、長期金利は低下に向かうと見込む。当社の見通しでは、長期金利は、今年末にかけて景気鈍化が確認される中で低下に向かい、来年半ばまでには利下げ開始の方向性がはっきりするにつれて、低下ペースを速めると予想する。

ただ、国債の需給悪化の背景にある財政悪化懸念の強まりは、財政再建に取り組むことが難しい議会の分断の状況や、それに伴う断続的な債務上限問題、政府機関閉鎖の問題などが関係しており、解決が見えない構造的な問題ともいえる。このため、ある程度の財政悪化プレミアムが残る可能性があることには注意が必要であろう。長期金利の最終的な水準としては、財政悪化懸念が冷静に受けとめられていた8月初旬の4%程度が目安になると考える。

<sup>4</sup> 米財務省の分析によれば、利払い増加などを織り込んだ中立的なシナリオでは、2024年の国債発行額(ネットベース)は2023年対比+23%になる見通し。