



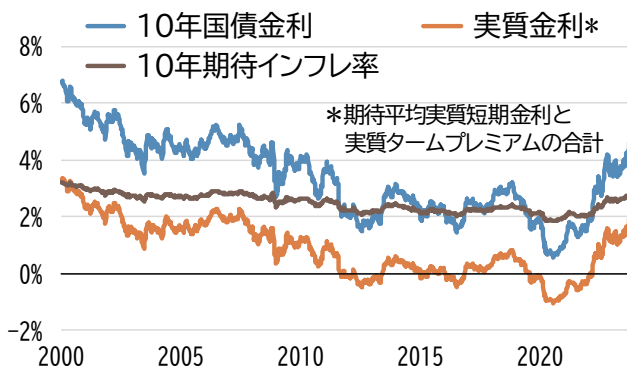
FRB の長期金利高め誘導の意図とその顛末

運用戦略部 チーフ・エコノミスト／チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

(1) 9月の米国長期金利の上昇は、数字の上では「良い」金利上昇

凡そ物事には多面性があるため、「良い」と「悪い」で二分する思考は決して褒められるものではない。しかし、分かり易く事実を伝えるには便利である。この意味において、米国の長期金利の上昇は「良い」金利上昇である。まず、事実関係を確認しておこう。

図1 米国長期金利DKW分解



【出所】Haver Analyticsの公表データに基づいて当社作成

米国長期金利の変動を要因別に分解する手法としてDKWモデルが広く普及している。これはFRBの3人のエコノミストが共同して開発した金利分析モデルで、3人の名前の頭文字を取って名付けられた。この長期的な推移を見たのが図1だ。ここではオリジナルのモデルを若干意識して、解釈の難しい将来の期待平均実質短期金利と実質タームプレミアムの合計を、シンプルに“実質金利”とした。この分解結果によると最近の10年国債の金利の上昇は、期待インフレ率ではなく、主に実質金利の上昇によるものである。実質金利は期待成長率、言い換えれば

潜在成長率とリスクプレミアムの合計と見做せる。この実質金利の変動は物価連動国債から算出する実質金利とも整合的だ。リスクプレミアムは、インフレ要因以外のすべてのリスクを包含する。主なリスクは2つで、米国債の格下げなどのクレジットリスク、ちょっと想像しがたいが米国債市場の流動性が失われる流動性リスクだ。現状の米国債のリスクプレミアムは、大胆に簡略化すれば短期的に一定と見做せる。こう考えれば、実質金利の上昇は、米国の潜在成長率の上昇を意味する。つまり、2008年のリーマンショックで下方屈折した潜在成長率が、コロナ禍以降に回復し、最近はまだ一段上がっているのだ。この部分が米国長期金利を9月以降に約0.5%押し上げた。一方で期待インフレ率は、上昇気味とはいえ落ち着いている。

名目金利の変動は、インフレ率の部分と実質経済成長率の部分に分けられる。インフレ率が高くて実質経済成長率が低い組合せをスタグフレーションと呼ぶ。これが悪い金利上昇だ。一方、インフレ率が低くて実質経済成長率が高い組合せはベストな組み合わせだ。最近の米国長期金利の上昇は、決して悪い金利上昇ではなく、ベストに近い「良い」金利上昇なのだ。

しかし、この事実は多くの市場参加者の直観とは相容れない。直観的には、インフレ率は反グローバル化、脱炭素のためのコスト増加、人手不足によるコストの横行と高い賃上げなどの要因から構造的に上昇することが懸念されている。8月に米国ジャクソンホールで開催された世界の中央銀行関係者が集まる会合のテーマは「世界経済の構造変化」だったが、正にこの問題を取り上げた。また、実質経済成長率の見通しも暗い。コロナ禍は、労働力不足を顕在化させ、リーマンショックと同様に経済に与える供給ショックという意味で、成長率を押し下げる要因になる。コロナ禍以降に

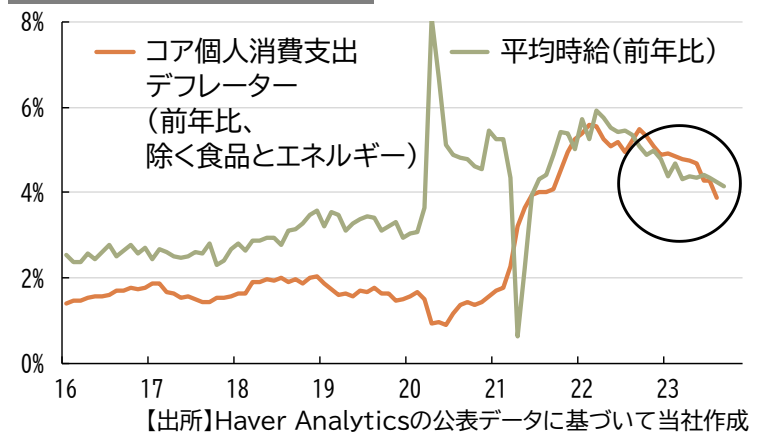
※当資料の使用に際し、最終ページの＜当資料に関するご留意事項＞を必ずご覧ください。

恒常化した財政赤字も高インフレと低成長をもたらす要因となるはずだ。このように、直観的には、スタグフレーションに近い悪い金利上昇がいつ起きてもおかしくない状況なのだ。そして、直観に従って多くの市場参加者は、9月以降の金利上昇は悪い金利上昇だと見做している。

しかし、前に見たように DKW モデルが示すのは異なる結果なのだ。しかも、足元のインフレ関係の指標は好転とは言えないが、悪化しているわけではない。市場が織り込む目先の利上げ確率はほとんど高まっていない。図2の丸印のように、賃金と物価は懸念されたスパイラル的な悪化ではなく、落ち着く方向性を維持している。

私見は後述するが、ここに DKW モデルの結果を謎解きするカギがあると考えられる。

図2 米国：賃金物価スパイラル

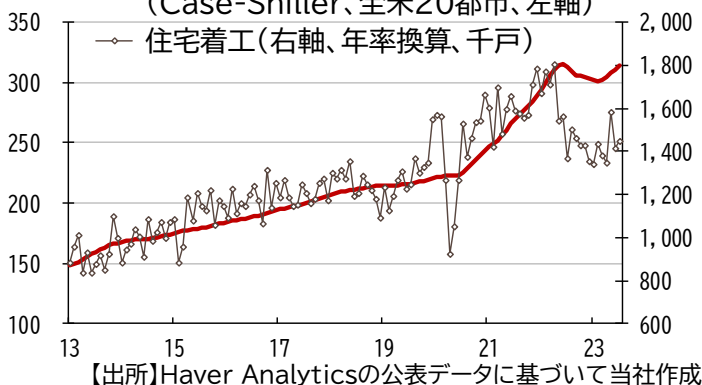


(2)FRB の口先介入

既に見た通り多くの市場関係者の直観的には、米国経済は高インフレかつ低成長のスタグフレーションの方向に向かっているはずだ。しかし、どの程度なのかは分からない。そこでジャクソンホールでパウエル議長は、市場が不安定化するデメリットを封じ込めるため、計測が難しい実質金利や自然利子率に着目するより、目先のデータを重視する方向性を打ち出した。古い話で恐縮だが、源平合戦の時代に富士川の戦いで、平家は飛び立つ鳥の群れを源氏の大军と勘違いし、恐れをなして敗走した。パウエル議長の発言の趣旨は、得体のしれないものに恐れる必要はない、存在するものを正しく恐れよう、という教訓だったと理解して良いだろう。

にもかかわらず、9月のFOMCでは2024年の利下げの回数が4回から2回へと減った。口ではデータ次第だと言いながら、データを見る前に金融政策の方向性を示すとは、FRBは一体いかなる了見なのか。これは、FRBが理屈の通らない無理筋とは分かっているが、口先介入してでも長期金利を押し上げたかったからだと推察される。

図3 米住宅価格指数 (Case-Shiller、全米20都市、左軸)



米国長期金利は、2022年10月に約4.3%でピークを付けた。その後は4.3%から3.8%をコアレンジとして2023年7月まではやや低下した(次頁図4)。金利の低下を受けて息を吹き返したのが新規住宅着工だ(図3)。本来なら利上げ局面で景気を押し下げるはずの住宅投資が息を吹き返し、住宅価格まで反転して再び上昇した。こうした効果もあり、7-9月期のコンセンサスのGDP成長率は再び盛り返した。アトランタ連銀が公表するGDPナウは4.9%に達している。また金利の低下は株価も押し上げた。住宅価格や株価の上昇

から来る資産効果を考えれば、景気がなかなか減速しないのも無理はない。そこでFRBは、無理筋とは分かっているが、講演やインタビューの機会を利用して長期金利を押し上げる、口先介入を始めたものと考えられる。

DKWモデルが示す実質金利の上昇を謎解きすると、FRBの無理筋の口先介入で押し上げられた金利を敢えて分解すれば、期待インフレ率に分類するわけにはいかず、実質金利の範疇に入った結果だと考えられる。

※当資料の使用に際し、最終ページの＜当資料に関するご留意事項＞を必ずご覧ください。

(3)FRB 口先介入の結果の見通し

2023年初の時点で、株価の趨勢を決める最も重要な要因は、インフレが抑制できるかどうか、その場合に景気がどの程度崩れるか、だった。それを市場では軽微な減速に留まるソフトランディングか深刻な景気後退に至るハードランディングとして議論した。2023 年も残るは 3 カ月弱となったが、暫定的な結論は景気が減速しないノーランディングだった。そして、FRB が始めた長期金利の口先介入は、理屈では無理筋と分かっているながらソフトランディングに持っていこうとする努力と見做せる。

金融政策が実物経済に影響を与えるルートは、伝達経路(transmission mechanism)と呼ばれ主に以下の(1)から(4)の 4 つある。2022 年以降の金融引き締めでは、(1)個人消費は、コロナ禍の過剰貯蓄があったためほとんど減速しなかったという意味で効果がなかった。しかし、枯渇する 2024 年第一四半期以降は効果が出ると想定される。(2)設備投資は、半導体と脱炭素の補助金があるため効果がなく 2024 年も効果的ではないと想定される。この状態でインフレ圧力を減ずるために景気の再加速を阻止するには、口先介入で長期金利を押し上げて、(3)住宅投資と(4)資産価格の変動による資産効果を通じたルートを利用するしか方法はなかったと考えられる。そこで残る

(3)と(4)を見てみよう。まず(3)の住宅投資を通じるルートは、図3の通り、2022年秋に長期金利がピークを付けて下がったことで 2023 年春先に住宅投資が改善した。しかし、8 月以降の金利上昇を受け 2024 年には再び悪化すると想定される。(4)資産価格を通じるルートは、図4の通り2022年秋に長期金利がピークを付けて下がったことで、債券価格は盛り返し、住宅価格も盛り返し、株価も盛り返した。つまり、資産効果を通じて景気を押し上げる要因となった。しかし、2023 年 9 月以降は全てが逆回転したので、今後は景気の再加速を阻止する要因になると想定される。



こうしてみると、米国経済の年初時点での実質 GDP 成長率のコンセンサス予想(ここでは IMF 予測)を 1.0%から 2.1%へと 1.1%以上も押し上げたレジリエンスの牽引役は、長期金利の低下だったことが分かる。FRB の口先介入は、債券市場と株式市場のミニ混乱をもたらしたが、米国経済の再加速を阻止してソフトランディングの方向に導くための必要悪だったと理解すべきだろう。

IMF は 2024 年の米国の実質経済成長率について、今年 4 月時点で 1.1%という予測を出した。直近は今年 10 月に 1.5%まで引き上げている。年間の経済成長率の計算に入り込む下駄を勘案すれば、2024 年の IMF 予測は、年間を通してほぼゼロ成長を前提としている。余程のことがない限り下方修正の余地はほぼない。

2023年9月以降の金融市場の混乱はメルトダウンとまで呼ばれた。しかも、まだ終わったわけではない。しかし、債券市場の実体と市場参加者の直感の乖離は、どう考えても説明が付かない。説明が付かない程の混乱が株価下落の引き金となったのは、驚くほどのことではない。顛末は「幽霊の正体見たり枯れすすき」となることを想定しておきたい。(脱稿 10 月 13 日)

以上

<当資料に関するご留意事項>

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しします最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補充書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。