

中立金利から米長期金利の行方を考える

Topics

- ▶ 米国の金融緩和の早期縮小観測や、インフレ懸念が意識される中、米長期金利には上昇圧力が強まりました。
- ▶ 米国の中立金利は、過去数十年間にわたり低下傾向にあります。
- ▶ 米長期金利は足元にかけて上昇基調にあります。名目中立政策金利との比較で見れば、過度に下がりがすぎた水準からの反転が生じている過程とも捉えられます。中立金利の低下傾向などを鑑みれば、米長期金利の一段の上昇余地も限られると考えます。

ストラテジスト 服部 純朋

米長期金利の上昇圧力が強まった

米国の金融緩和の早期縮小観測や、インフレ懸念が意識され、米長期金利（10年国債利回り）に上昇圧力が強まる中で、インフレ期待と実質金利の動向が注目されます。インフレに関しては、米連邦準備理事会（FRB）のパウエル議長は大幅な上振れが長期化する状況は看過しない姿勢である一方、一時的な高インフレに過剰に反応するのは適切ではない旨の見解も示しています。供給制約の影響が徐々に緩和し、インフレは目標に近づいていくとの見方です。実質金利については、FRBの金融正常化を巡る思惑から先高観はあるものの、依然マイナス圏で推移しています（図表1）。最大雇用達成までには依然時間を要するとみられる中、中立金利の低位水準やその低下傾向が意識され、実質金利の上昇は緩慢なものに留まる可能性があります。

コロナ禍後の中立金利はゼロ%程度か

中立金利とは、景気・物価を過熱も冷やしもしない実質金利のことで、FRBなど中央銀行が金融緩和度合いを評価するうえで重視する金利です。一般に景気が後退局面に陥り中銀が景気回復を支援する場合、市場の実質金利が中立金利より低位になるよう金融緩和策を講じ、企業の設備投資や家計消費を刺激します。景気回復とともに金融政策正常化段階に入ると、実質金利が中立金利に向けて上昇することを旨とした政策運営が行われます。FRBを例にすれば、正常化の最終到達点のメドと捉えられる名目中立政策金利（長期インフレ期待が物価目標で安定している場合の政策金利、中立金利+インフレ目標）を目指し、政策金利（FF金利）の引き上げが行われます。なお中立金利は、潜在成長率とそれ以外の経済変動要因から説明されるとされ、様々な方法によって推計される実際には観察されない金利です。

図表1に示している米国の中立金利は、ニューヨーク（NY）連銀のウィリアムズ総裁らが開発したモデルによる推計ですが、コロナ禍を受けた2020年6月時点でゼロ%程度にあります。一方、米連邦公開市場委員会（FOMC）メンバーのFF金利予想の長期見通し（名目中立政策金利の目安）は21年9月時点で2.5%でした。すなわち、インフレ目標2%を差し引いた0.5%がメンバーの想定している中立金利と捉えられます。また市場参加者の予想についてはNY連銀調査（21年9月）によれば、FF金利予想の長期見通しが中央値で2.0%となっており、中立金利としてゼロ%を想定しているようです。

図表1 米中立金利・実質金利・潜在成長率



期間：中立金利は1990年3月～2020年6月（四半期）

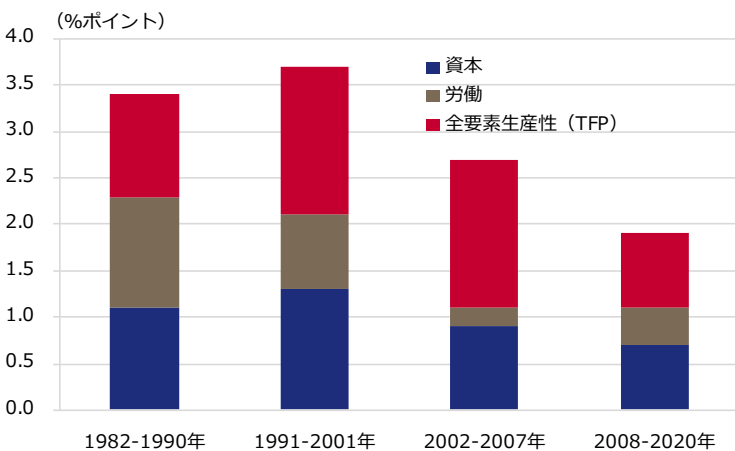
潜在成長率は1990年1Q～2020年4Q（四半期）

実質金利は1998年8月7日～2021年10月8日（週次）

出所：FRB、ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）実質金利は10年国債利回りと10年ブレイク・イーブン・インフレ率（BEI）の差
グレー網掛けは米景気後退期

図表2 米潜在成長率の寄与度分解



出所：米議会予算局（CBO）のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

中立金利は趨勢的に低下してきた

米国の中立金利は、過去数十年間にわたり、低下基調にあります。特に2007年に始まった世界金融危機（GFC）以前は、潜在成長率の低下に沿った動きをしてきました。

米国の潜在成長率は、1990年代（1991-2001年）には期間平均で3.0%超でしたが、2000年代初頭から低下傾向となりました（前頁図表1）。2002-2007年の潜在成長率の生産要素別の寄与度分解をみると、90年代以降の情報技術（IT）投資の拡大で、全要素生産性の寄与度が最大となっています。一方、高齢化の進展に伴う労働力人口の減少から、労働投入の寄与度は90年代と比べて大幅に低下しました（前頁図表2）。また、それまで設備投資をけん引したIT投資のバブル崩壊で、資本ストックの伸びが減少したことが資本の寄与度低下につながっている可能性も考えられます。こうした潜在成長率の低下を背景に、中立金利は低下しました。

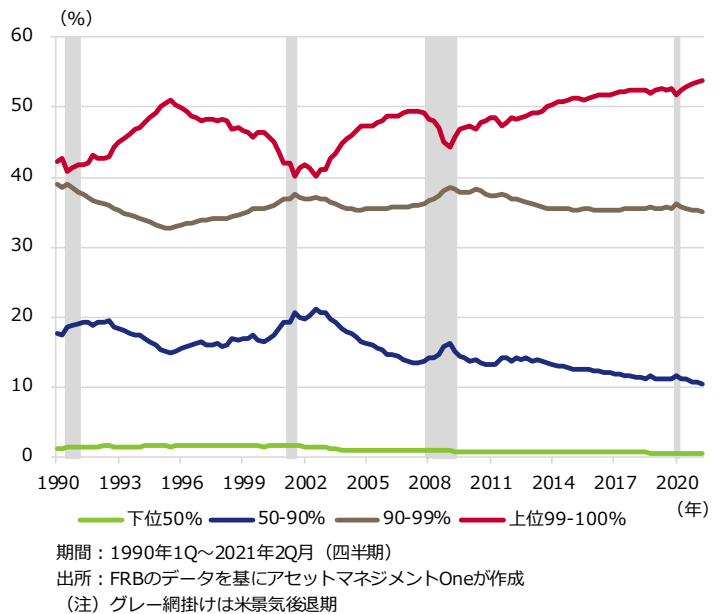
もっともGFC後は、中立金利は潜在成長率から乖離する形で、低下基調を強めました。これは米国のみならず、主要先進国で見られる現象です。すなわち、世界的に安全資産への需要が高まる中、潜在成長率以外の経済変動要因が中立金利の低下をけん引したと考えられます。一般に実質金利の低下は、経済全体の貯蓄・投資バランスにおいて、貯蓄が投資に比べて選好される状況ですが、世界的にこうした動きが強まった可能性が指摘されています。

例えば米国では、GFC後の景気回復局面で、企業は高水準の収益を確保してきたにも関わらず、設備投資の伸びが緩慢であったとの指摘があります。先行き不透明感が強まり、企業は設備投資を積極化させるなどリスクをとる姿勢を抑制した可能性が考えられます。S&P500種株価指数の構成企業の自社株買いと配当金の額は、GFC後の景気回復局面で増加傾向でした。トランプ前米政権時代の2018年には税制改革を受けて、多国籍企業が海外留保資金を米国内に還流させる動きもみられましたが、その資金を設備投資に振り向ける動きは限定的であったとみられます。また、GFC以降の情報通信技術（ICT）関連など資本集約度の低い業種の台頭によって、投資が低迷した可能性も指摘されています。巨大IT企業による市場支配力の高まりで、競争や改革が抑制され、新たな技術革新につながる投資が停滞した可能性も考えられます。こうした中、コロナ禍を経て、新たな行動様式など経済の構造改革期待に伴い、企業が生産性拡大投資を積極化させるなどの楽観的な見方もあります。今後GFC以降にみられた企業行動が変化するかが注目されます。

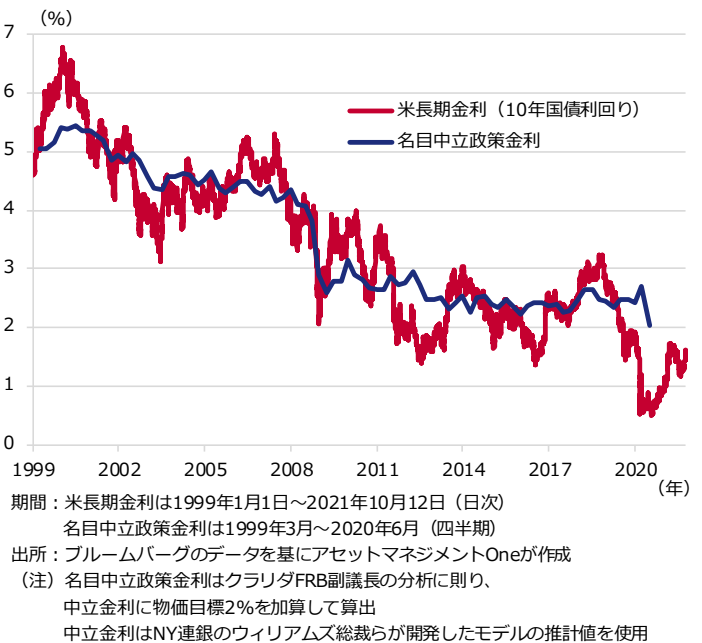
また貯蓄選好が高まる要因としては、従来から格差拡大が指摘されてきました。低所得層は、所得の労働収入への依存度が高く景気後退の影響を受けやすいとみられる一方で、限界貯蓄性向の高い富裕層は株式などの金融資産を多く保有し、景気後退による所得減の影響が緩和されやすいと思われれます。コロナ禍ではサービス業に従事する多くの低所得層が甚大な影響を受けました。一方で、各国中銀による大規模金融緩和策を受けて、株式などの金融資産価格は大幅に上昇しました。米国では、コロナ禍を経て富の集中と格差拡大傾向が広がったとみられ（図表3）、これは経済全体の貯蓄増加要因として捉えられ、中立金利を低下方向へと押し下げる要因と考えられます。

（右、図表4下へ続く）

図表3 米国の富の階層別株式・投資信託保有割合



図表4 米国の長期金利と名目中立政策金利



米長期金利は下がり過ぎからの反転過程か

FRBのクラリダ副議長は、5月の国債市場に関する講演で、米国の長期金利と名目中立政策金利との間の動学的関係に言及しています。すなわち、両者間には安定した平均回帰の関係がみられると指摘しています（図表4）。米長期金利は、コロナ禍の影響で大きく低下した後、足元にかけて上昇基調にあります。名目中立政策金利との比較で見れば、過度に下振れていた水準からの反転が生じている過程とも捉えられます。もっとも、前述してきたように中立金利の過去数十年間にわたる低下傾向などを鑑みれば、米長期金利の一段の上昇余地も限られると考えます。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、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、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

【当資料で使用している指数について】

- S&P500種株価指数は、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCまたはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングズLLCまたはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。