

低すぎる米国長期金利の謎再考

<要旨>

米10年債レートは、期間の短い金利が上昇し始めるなかで、むしろ年初より水準が低い状況が続いている(長期金利の謎)。かかる長期金利の動きを、将来10年の平均的な「短期金利の予想水準」とこれに上乘せされる「期間リスクプレミアム」に分けると、長期金利の低下は主に「期間リスクプレミアム」の縮小によるものであった。

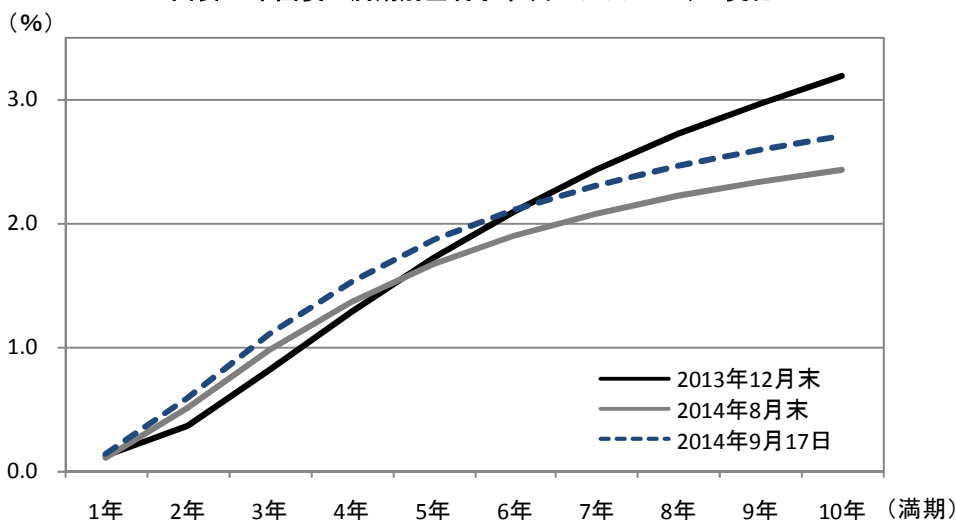
過去の利上げ局面では、利上げ接近と利上げペースが明確になるに従って「短期金利の予想水準」は高まる一方、「期間リスクプレミアム」は縮小する傾向にあった。ただし、今回は期間リスクプレミアムそのものの水準が低いうえ、利上げ実施までは、時期も含めまだ不確定要素が多い。期間リスクプレミアムは、金利変動リスクや政策不確実性が高まると拡大する特徴があるため、米10年債レートは、この先の利上げ接近による「短期金利の予想水準」の変化に伴う上昇を超え、一時的に高まる可能性に留意したい。

1. 期間の短い金利が上昇するなかでの米10年債レート低下

今年前半のグローバル金融市場で生じた特筆すべき現象のひとつは、米国経済の回復が続くなかで生じた長期金利の低下にある。米10年債レートは年初の3%から一時2.4%を下回る水準にまで低下した。9月のFOMC(連邦公開市場委員会)において、FED(連邦準備制度)による米国債購入措置の10月終了が決定されたこともあり、米10年債レートは2.5%を超えてやや上昇傾向にはあるが、それでも昨年末につけた3%を超えるには至っていない。

注目すべきは、かかる動きが期間の短い金利の上昇を伴うなかで生じていることにある。満期別の米国債金利を昨年末、今年8月末、FOMC直後の9月17日という3時点で比較すると、5年債までの金利水準は昨年末より高いのに対し、10年債レートは低いままとなっている(図表1)。

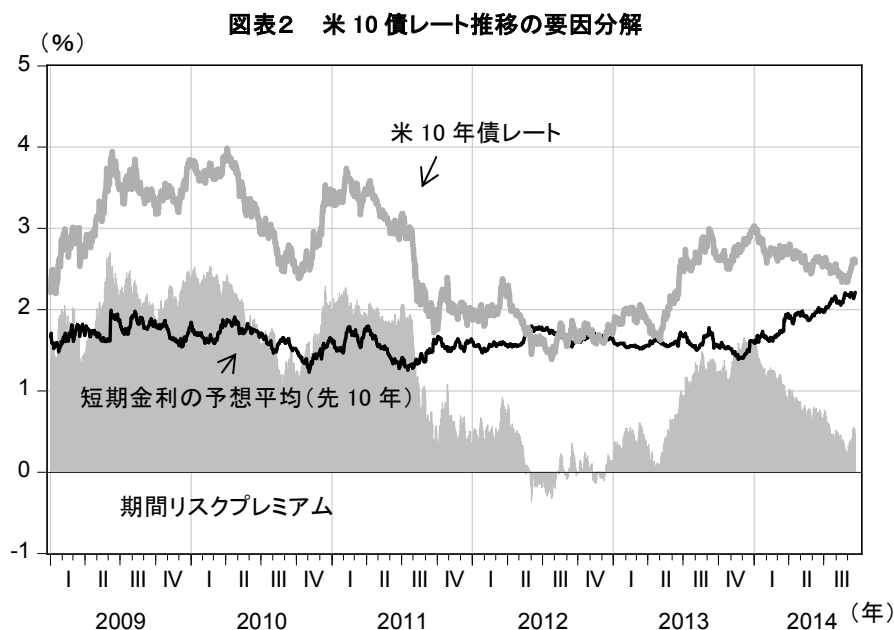
図表1 米国債の満期別金利水準(イールドカーブ)の変化



(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

この現象(短期金利が上昇し始めるなかでの長期金利低下)をどう解釈したらよいであろうか。標準的なファイナンス理論によれば、長期金利は、満期(例えば先10年)までの短期金利の予想水準、つまり将来の予想加重平均レートに、期間リスクプレミアムを加えた水準に等しいとされる。予想加重平均レートにリスクプレミアムが上乘せられるのは、満期までの金利変動リスクを補てんする意味合いがある。この見方に従えば、長期金利の低下は、短期金利の低下が織り込まれるか、期間リスクプレミアムの縮小か、もしくは、その両者の組み合わせによって生じることになる。

かかる要因分解には厳密な計量手法を要するため、リアルタイムで観察することは一般的には難しい。幸いなことに、米国金利に限れば、将来の短期金利の予想水準と期間リスクプレミアムの推移が、FEDの地区連銀であるニューヨーク連銀によって公表されている。この数値を用いてここ数年の米10年債レートの推移を、この2つの要因に分けて比較したものが、下図表2である。



(資料)ニューヨーク連銀、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

このうち、2013年末以降の各要因の動きに注目すれば、年初からの米10年債レート0.5%ポイントの低下のうち、1.5%ポイント分は期間リスクプレミアムの縮小によるものであり、先10年の短期金利の予想平均水準は昨年末を境に1%ポイント上昇に転じていることが読み取れる。

なお、図表2にある先10年の短期金利の予想平均水準は、言い換えれば、その間、短期債を満期到来ごとに10年間繰り返し運用したときの期待リターンに相当することから、短期債よりも相対的にリスクが高い10年債レートの適正水準(フェアバリュー)の下限とみなすこともできる。過去において、米10年債レートが一時的であれこの水準を下回ったのは、2012年後半、すなわちFEDによる3度目となる債券購入措置(QE3)が導入された時期に限られる。

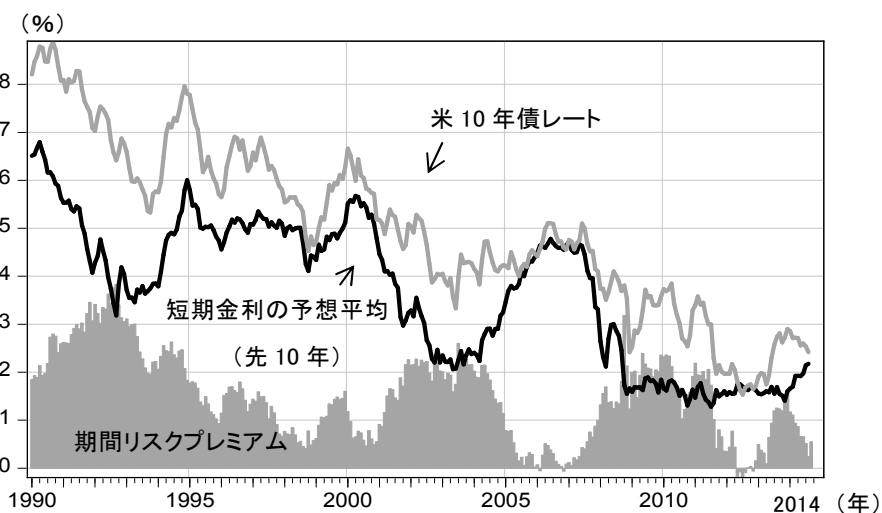
従って、今後の米国長期金利の推移は、利上げ時期や利上げペースにより変化する将来の短期金利の予想平均水準に加え、期間リスクプレミアムがどのように推移するのか、両者を組み合わせて予想する必要がある。そこで以下では、期間リスクプレミアムに影響を及ぼし得る要因との関係や、過去の利上げ局面で期間リスクプレミアムが、どう推移したかという点について整理したい。

2. 米10年債レートと期間リスクプレミアムの推移

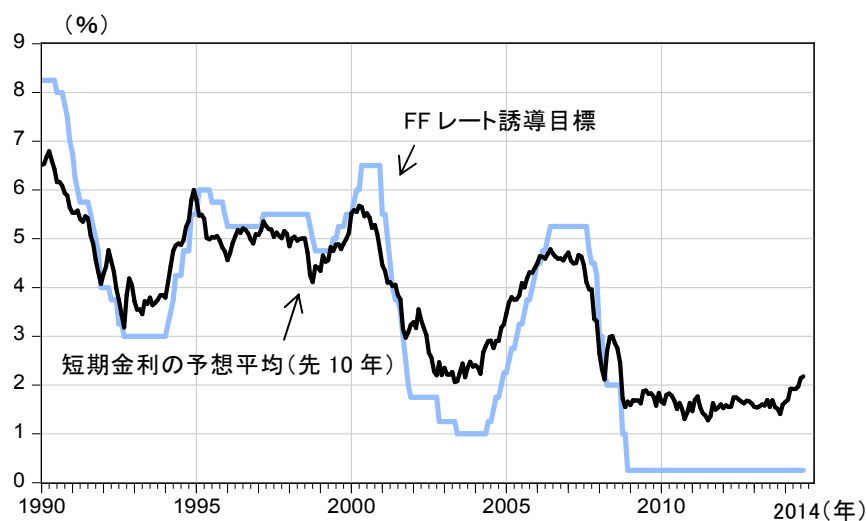
先10年の短期金利の予想平均と期間リスクプレミアムはどのように推移してきただろうか。1990年から現在までの米10年債レートの推移を比べた図表3を見ると、短期金利の予想平均が上昇する局面では、総じて期間リスクプレミアムは低下縮小している。加えて、その水準は時期により異なるが、最近の期間リスクプレミアムの水準は過去に比べて低いことがわかる。

なお、先10年の短期金利の予想平均が上昇に転じるのは、実際の利上げよりも半年ほど早い。FFレート誘導目標と先10年の短期金利を比較すると、過去の利上げ局面ではいずれも、利上げ時期の接近に伴い、短期金利の予想平均が切り上がっていく特徴が読み取れる(図表4)。かかるやや大まかな特徴を踏まえて、期間リスクプレミアムがマクロ経済や金融市場の情勢変化に伴いどのように推移するかを細かく見ていきたい。

図表3 米10年債レートの長期推移と要因分解



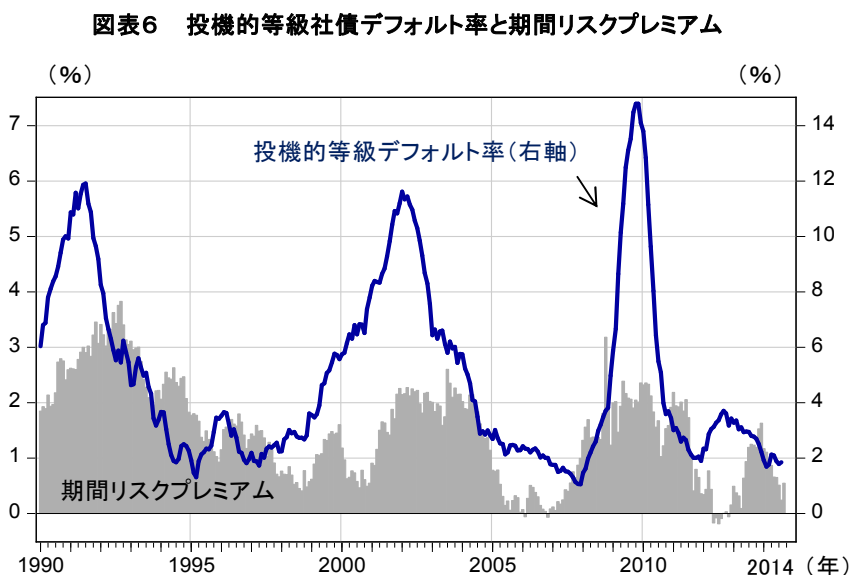
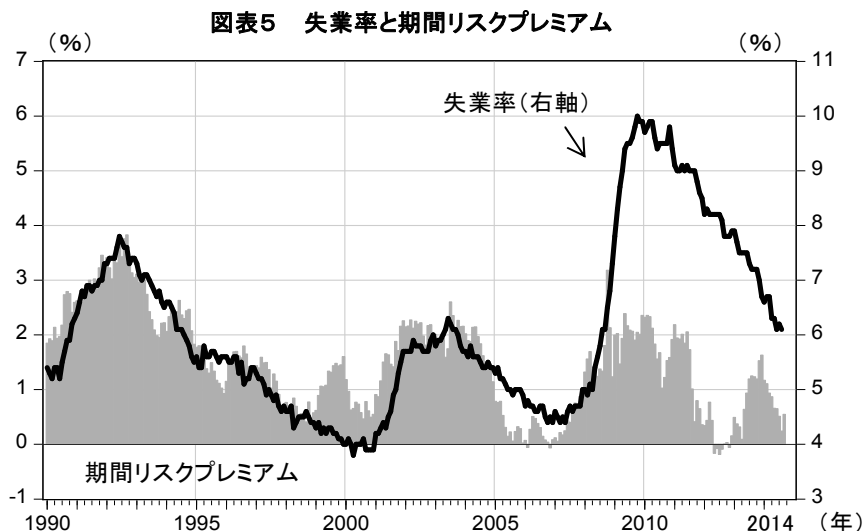
図表4 FFレート誘導目標と短期債レートの先10年の予想平均部分



(資料) 図表3～4ともニューヨーク連銀、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

期間リスクプレミアムは将来の金利変動リスクを補てんする部分であるため、マクロ経済や金融市場の変動リスクが高まると一般的に期間リスクプレミアムも高まる傾向にある。

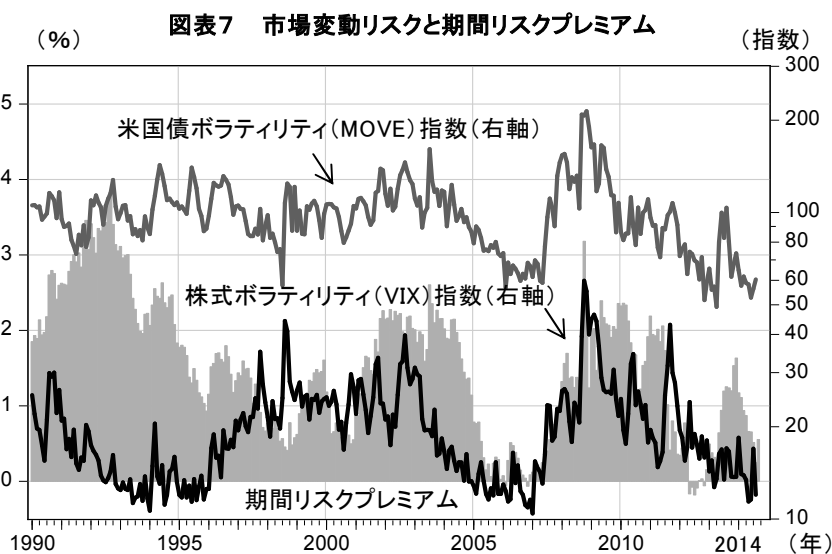
図表5と図表6は家計と企業部門の代表的なリスク指標として失業率や企業倒産率(投機的社債のデフォルト率)を取り上げ、期間リスクプレミアムの推移と比較している。図からは、失業率が高く企業のデフォルト率も高まる局面では、リスクプレミアムの水準が高いことが読み取れる。ただし、2つのグラフを比べると、期間リスクプレミアムは、失業率の山と谷で概ね一致した動きをするのに対して、デフォルト率の上昇にはやや遅れて拡大縮小している。これは投機的等級企業のデフォルト率はマクロ全体の企業部門の業況変化に先んじて動くことを反映したものと解釈できよう。



(資料)図表5～6とも、FRB、ニューヨーク連銀、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

続いて、次頁図表7と図表8は、期間リスクプレミアムと金融市場のリスク指標や政策不確実性指標との関連性を比較している。予想しうる結果は、金融市場や政策不確実性が高まる局面では期間リスクプレミアムも拡大するという特徴である。

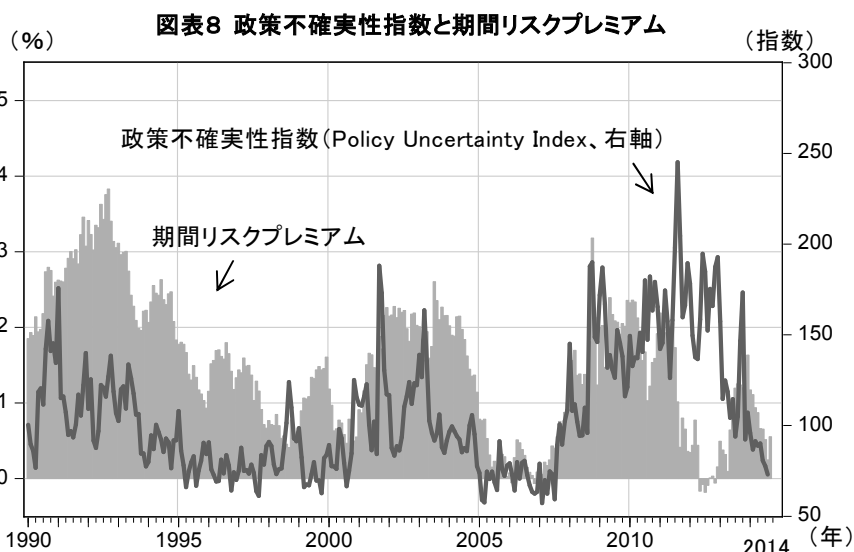
金融市場のリスク指標として、S&P 500の株価の先行き変動リスクを示すVIX指数、同じく米国債の先行き変動リスクを示すMOVE指数を取りあげた。これら株式や債券市場の変動リスクが高まる局面では、米10年債レートの期間リスクプレミアムが拡大する特徴が読み取れる(図表7)。



(資料) ニューヨーク連銀、Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

次に政策当局の政策不確実性の指標として、米国主要紙の記事検索から「不確実性」、「経済」、「議会」、「財政赤字」、「連邦準備制度」、「ホワイトハウス」といった財政や金融政策に関する語句が表れる件数を指標化した指標(Policy Uncertainty Index)を取り上げ、米10年債レートの期間リスクプレミアムと比較してみた(図表8)。図からは、こうした政策不確実が高まっている局面では、しばらく期間リスクプレミアムも拡大する傾向が読み取れる。

ここ数年の特徴的な動きとしては、2012年後半の期間リスクプレミアム縮小と2013年後半の拡大がある。2012年後半は、FEDによる債券購入措置が実施された時期に一致し、政策不確実性指標が高まる一方で、期間リスクプレミアムは米国債購入により押し下げられた。対して2013年後半は、5月に米国債購入措置の減額がアナウンスされたのに続き、年末近くまで政府機関閉鎖の可能性も高まり、政策不確実性指標の急騰と期間リスクプレミアムの拡大が共に観察された。



(資料) FRB、ニューヨーク連銀、Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

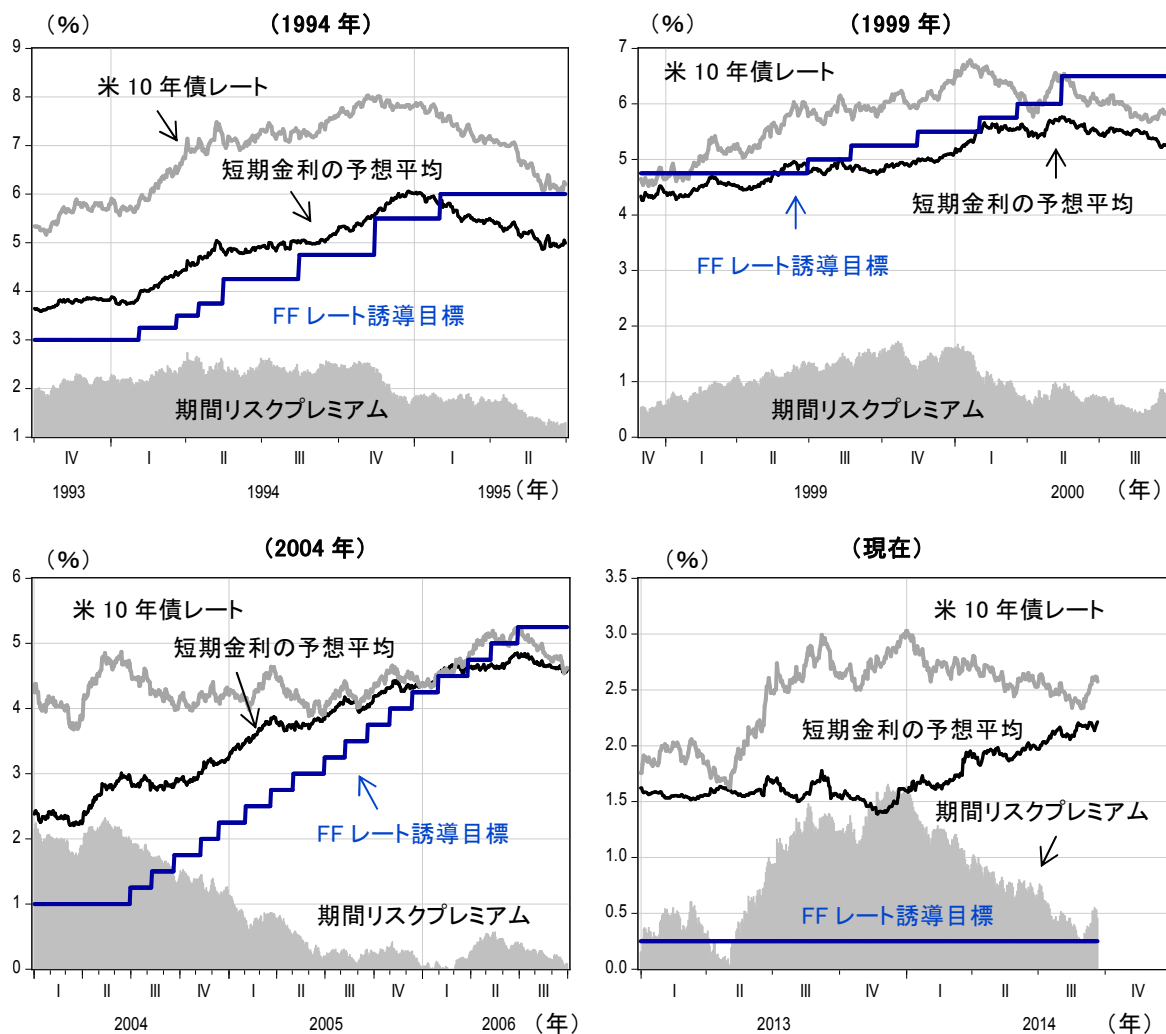
3. 過去の利上げ局面における期間リスクプレミアムの推移

最後に、過去3回の利上げ局面で期間リスクプレミアムがどう推移してきたかを比べてみたい。過去の利上げ前後の期間リスクプレミアムの推移をみると、概ね利上げ半年前から利上げ初期において期間リスクプレミアムはやや拡大し、米10年債レートの上昇要因として働く。これが利上げ中盤に入ると、期間リスクプレミアムは徐々に縮小に転じていく推移がみられる(図表9)。

この特徴が最も顕著なのは1999年のケースであり、1999年6月30日にFFレート誘導目標水準が4.75%から5.00%に引き上げられる半年前の1998年後半から期間リスクプレミアムは0.5%ポイントから1.5%ポイントへと1%ポイント高まり、米10年債レートの上昇要因として働いた。

対して、2004年6月からの利上げ局面では、利上げ前の2004年半こそ期間リスクプレミアムは高まる動きを見せたが、利上げ前より期間リスクプレミアムが縮小していった点は、利上げが実施される前の今回2014年上半の動きと似ている。もっとも、2014年の推移をこれらと比べると、期間リスクプレミアム水準自体が過去よりも低く、その縮小余地がない点には注意が必要だろう。

図表9 過去の利上げ局面の米10年債レートと期間リスクプレミアム



(注) 短期金利の予想平均は図表2～8同様、先10年の予想平均。ニューヨーク連銀作成。

(資料)FRB、ニューヨーク連銀、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

4. まとめと今後の展望

以上みてきたように、今年初めから9月まで、期間2年から4年程度の比較的短いゾーンの金利がようやく上昇し始めるなかで、米10年債レートはむしろ年初よりも水準が低いという状況が続いている(長期金利の謎)。かかる動きを、将来10年の「短期金利の予想水準」とこれに上乘せされる「期間リスクプレミアム」に分けてみると、この間の米10年債レートの低下は、主に「期間リスクプレミアム」の縮小によるものであることがわかった。

過去3度の利上げ局面では、ひとたび利上げ実施局面に入れば、利上げペースが明確になるに従って「短期金利の予想水準」は高まる一方で、「期間リスクプレミアム」は徐々に縮小する傾向にあった。ただし、今回は期間リスクプレミアム水準そのものが過去に比べ低く縮小余地が少ないうえ、実際の利上げ実施までまだ半年以上を残しており、利上げ時期そのものやそのペースにはまだ相当に不確定な要素が残っている。

過去の利上げ局面でも、こうした不確定要素を反映し、利上げ半年前から期間リスクプレミアムは拡大する傾向にあった。このように、マクロ経済や金融情勢の変動リスクばかりでなく政策不確実性が高まると、期間リスクプレミアムは拡大する特徴をもつことを踏まえると、この先の米10年債レートは、利上げ接近による「短期金利の予想水準」の切りあがりに伴う緩やかな上昇を超え、一時的に高まる可能性もある点には注意が必要だろう。

(マクロ経済調査グループ 木村 俊夫 : Kimura_Toshio@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。