

# 利上げ接近に伴う米国長短金利の展望

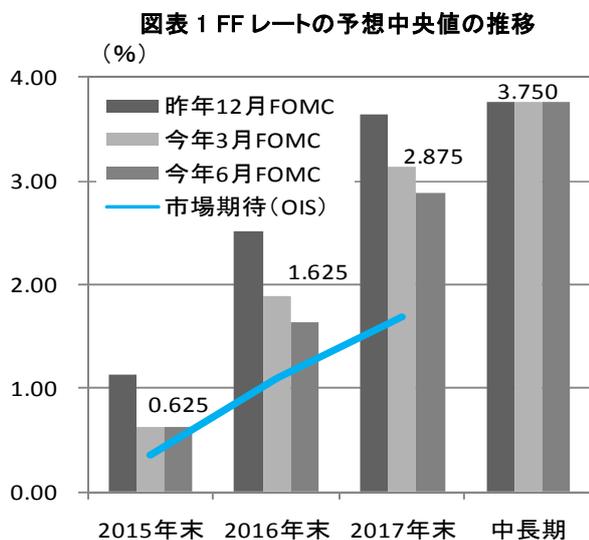
## <要旨>

長期金利水準のみならず長短金利差がどう推移するかは、投資環境を見る際に注目すべき指標のひとつである。例えば長短金利差の拡大・縮小は銀行の利鞘の大小を介し銀行収益にも影響を及ぼす。金融政策転換前の長期金利や長短金利差を予測するには、長期金利を「将来の短期金利の予想」と「期間リスクプレミアム」部分に分けて考察するのが有益である。期間リスクプレミアム拡大は長短金利差の拡大をもたらす要因でもある。従来は、利上げ局面に入ると短期金利の上昇に伴って長短金利差は縮小していくのが普通だが、今回は期間リスクプレミアムが低すぎるため、利上げ接近に伴い期間リスクプレミアムも同時に高まる可能性がある。欧州情勢など長期金利を押し下げる要因は残存するが、この見方が正しければ、利上げが遅れても長期金利は下がらずに長短金利差は拡大し、逆に利上げが接近すると長短金利ともに上昇する可能性が高まろう。

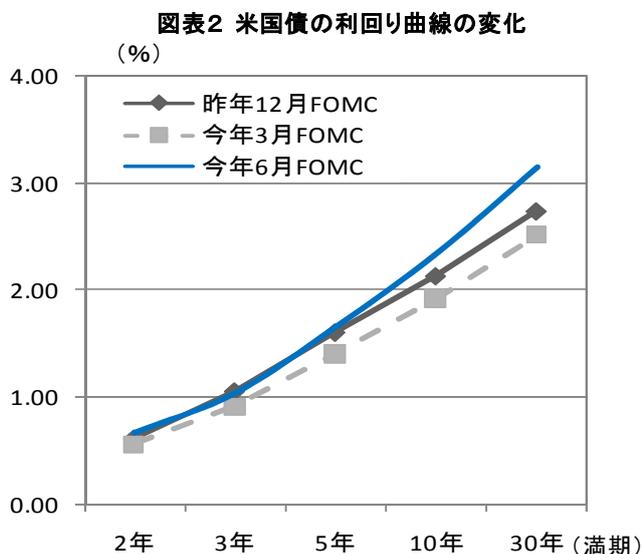
## 1. 政策金利予想の下方修正と利回り曲線の勾配変化

連邦公開市場委員会(FOMC)に伴って四半期に一度公表される参加委員のFF誘導目標の将来見通しは下方修正が続いている。例えば、直近6月18日に公表された金利見通しによれば2015年末のFFレートの中央値は0.625%と年内2回の利上げ、2016年末は同1.625%と年間1%ポイント(25bp づつ4回利上げ)を想定した数字となっている。前回今年3月や前々回昨年12月の見通しに比べると、全体として政策金利予想の低下が読み取れる(図表1)。

この間、米国債の利回り曲線(満期ごとの利回り水準)にも変化が見られた。FOMC各終了日時点の利回り曲線を比較すると、昨年12月から今年3月は利回り曲線そのものが下方にシフトしたのに対して、今年6月は逆に長期金利が上昇する形で勾配が急となった(図表2)。本レポートでは、長期金利水準とともにかかる勾配変化、端的には長短金利差についても展望してみたい。

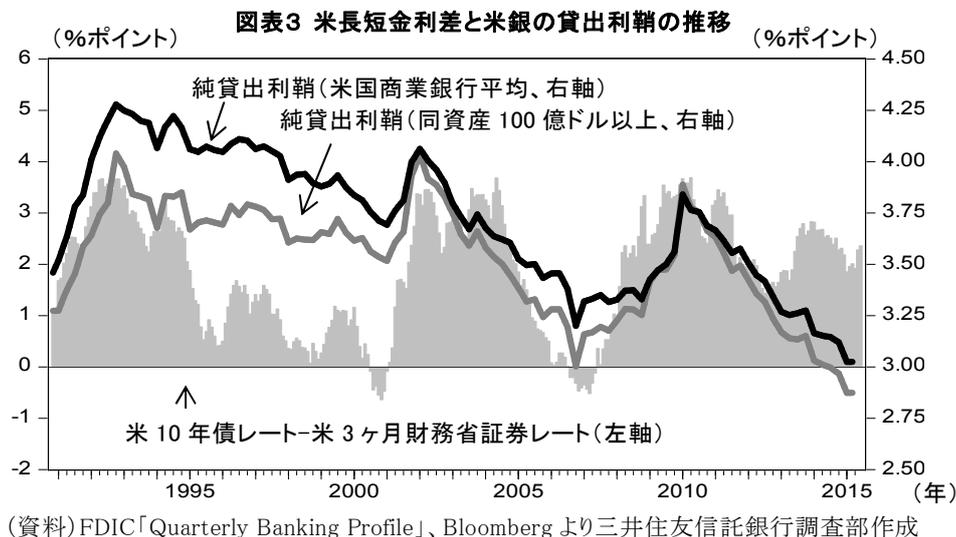


(資料)いずれも Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成



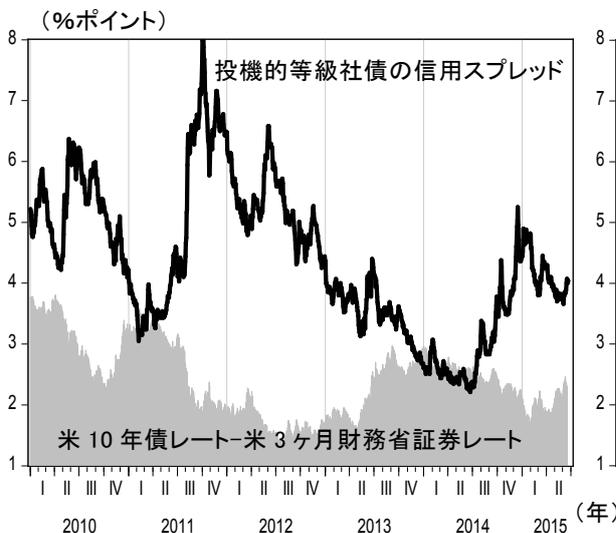
## 2. 長短金利差に着目する理由

利回り曲線の勾配変化と、その一部である長短金利差に着目するのは、投資環境を見る際に注目すべき指標のひとつだからである。例えば長短金利差の拡大・縮小は銀行の利鞘の大小を介し銀行収益にも影響を及ぼす。米10年債レートと米3ヶ月財務省証券レートの金利差と米銀の貸出利鞘の推移を比較すると、両者が緩やかに相関していることが読み取れる(図表3)



また、長短金利差と投機的等級社債の信用スプレッドにも相関がみられる。デフォルト(債務不履行)リスクに応じ安全な米国債レートに上乘せされる信用スプレッドは、2010年以降、長短金利差が拡大する局面では縮小する特徴がみられている(図表4)。為替レートについても緩やかな相関があり、長短金利差が拡大する局面ではドル高・円安となり易い(図表5)。ただし、長短金利差が拡大するケースには、将来の利上げを反映した長期金利上昇によって生じる場合(ドル高要因)と、政策金利が低下していく際に生じる場合(ドル安要因)があり、関係は必ずしも一定ではない。

**図表4 長短金利差と社債信用スプレッド**



**図表5 長短金利差と円ドルレート**



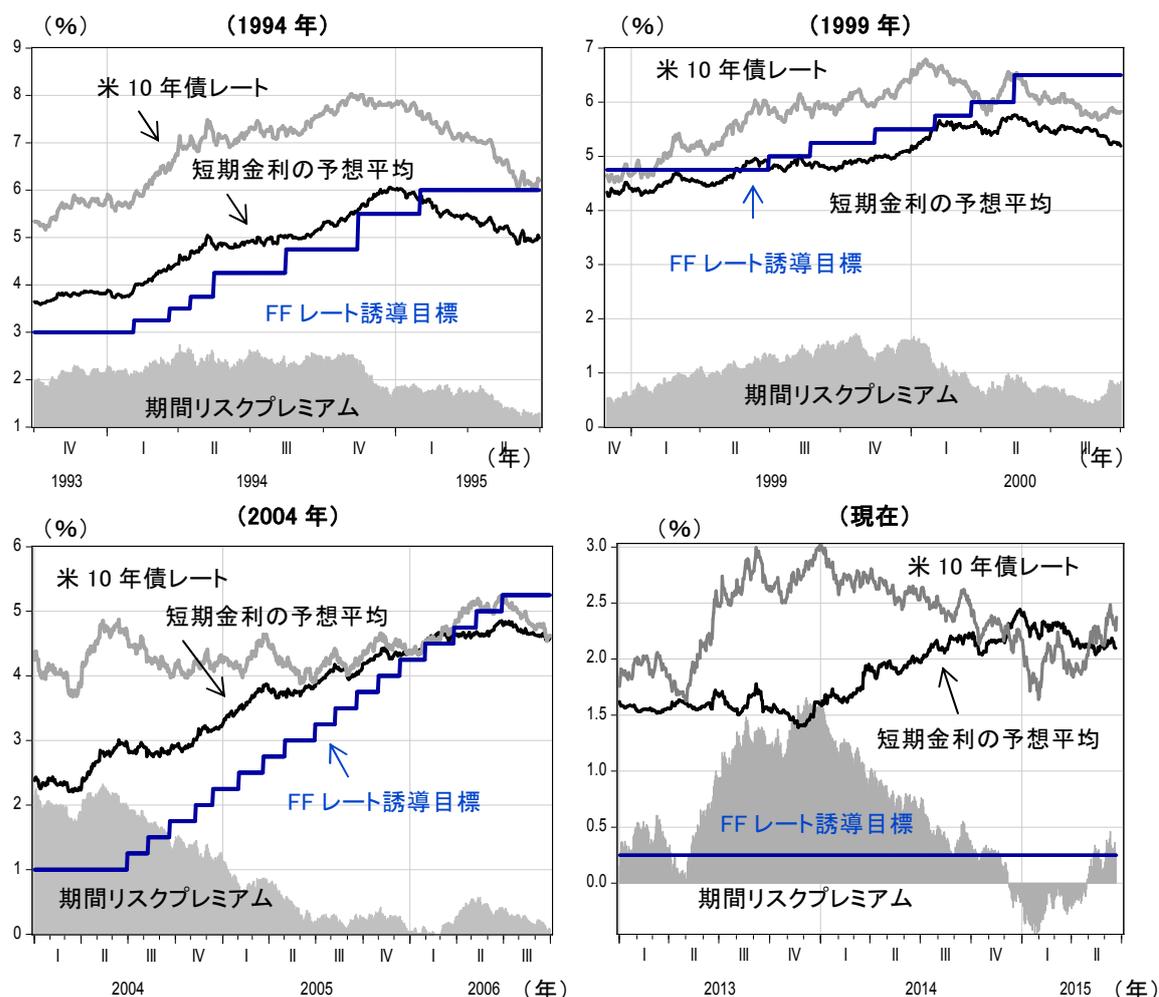
### 3. 過去利上げ局面における米10年債レートの要因分解

現在の米国のように金融政策転換前の長期金利や長短金利差を予測するには、長期金利、より具体的には米10年債レートを満期までの「短期金利の予想平均」と「期間リスクプレミアム」に分けて考察するのが有益である。期間リスクプレミアムの拡大は長短金利差の拡大要因でもある。

この見方に沿って過去の利上げ局面を振り返ると、利上げ実施後は短期金利の上昇に伴って長短金利差は縮小していくのが従来の傾向であった。最も顕著な事例は2004年のケースであり、政策金利であるFFレートの誘導目標が段階的に高まるなか米10年債レートの上昇は緩やかで両者の金利差は縮小していった。図表6によれば、この間、利上げに伴い将来の「短期金利の予想平均」は上昇する一方で、これに上乗せされる「期間リスクプレミアム」部分が縮小していった。

ただし、過去3回の利上げ時期と比べると、今回は期間リスクプレミアムそのものが低すぎることで利上げ前の環境として大きく異なっている。利上げ前の期間リスクプレミアムは、過去は概ね1～2%ポイント(100～200bp)であったのに対し、現在は0.5%ポイントに満たない。このことは、ファンダメンタルズにかかわらず、期間リスクプレミアムは拡大し易いことを示唆している。事実、ここ1～2ヶ月間の米10年債レートの上昇は、昨年末に比べて短期金利の将来予想平均が低下するなか期間リスクプレミアムの拡大によってもたらされていたことを示している(図表6右下図)。

図表6 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



(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

いうまでもなく、期間リスクプレミアムが過去に比べて低く抑えられているのは、米連邦準備制度(FED)による米国債購入措置(いわゆるQE)によるところが大きい。将来、量的緩和政策の縮小が進めば、中期的には期間リスクプレミアムは拡大していくことになる。また、従来の利上げ前後の期間リスクプレミアムの推移を詳しく見れば、概ね利上げ半年前から利上げ接近に伴って期間リスクプレミアムは拡大し、米10年債レートの上昇要因として働く傾向にある(前頁図表6)。

過去と同じく今回も、2014年前半までは最初の利上げまでの月数接近に伴って期間リスクプレミアムは拡大する傾向にあった。なお、利上げ月数は政策金利の市場期待値であるOIS金利水準(利上げ後の水準に到達するのはいつか)から試算され、半年を切る水準にある(図表7)。

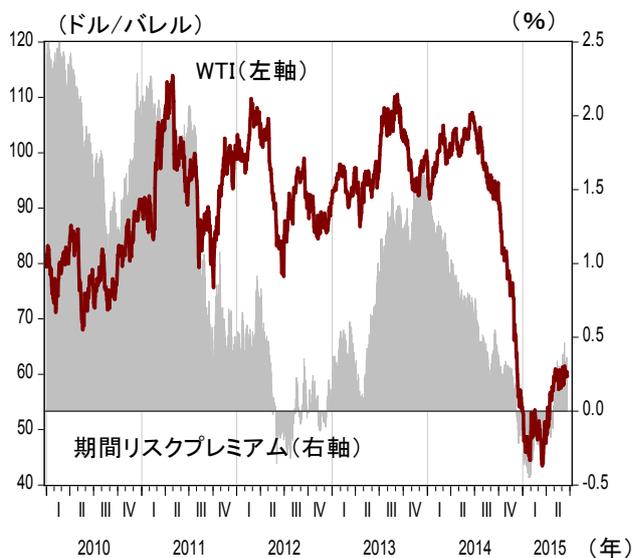
図表7 期間リスクプレミアムと最初の利上げまでの期待月数



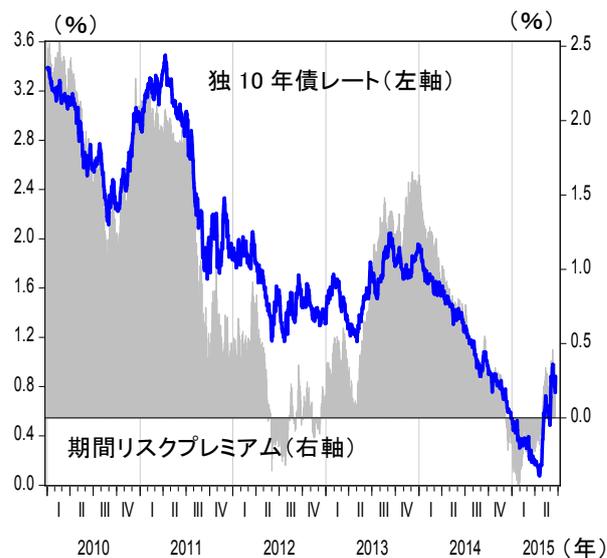
(資料)ニューヨーク連銀、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

2014年半ば以降、利上げ時期が接近するなかで過去とは逆に期間リスクプレミアムが低下していったのは、原油安によるデイスインフレリスクや欧州金利低下による下押し圧力が大きく働いたことが想像される。しかし両者ともに足元では下押し効果が低下、反転している(図表8～9)。

図表8 期間リスクプレミアムと原油価格



図表9 期間リスクプレミアムと独10年債レート



(資料)いずれ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

#### 4. まとめと今後の展望

以上みてきたように、金融政策転換前の長期金利や長短金利差、より詳しくは利回り曲線（イールドカーブ）を予測するには、長期金利を「将来の短期金利の予想」と「期間リスクプレミアム」部分に分けて考察するのが有益である。過去1年を振り返ってみても、この2つの要因は時に同方向に時に逆方向に動いてきたケースがあったことをみても、将来の長期金利水準の予測もさることながら、イールドカーブの形状予測には困難が伴う。ひとたび利上げ局面に入れば、短期金利の上昇に対し長期金利の上昇が緩やかとなり長短金利差は縮小、イールドカーブの勾配はフラットとなっていくのが従来の経験則だが、今回は期間リスクプレミアムが低すぎる点が従来と異なる。

6月18日のFOMCにおいて公表されたFOMC委員の政策金利見通しは、年内2回の利上げと以降年間1%ポイント(25bp づつ4回の利上げ)の利上げが想定されている。しかしながら、利上げ時期を12月に後ろ倒しする見方も少なくなく、その後の利上げペースを遅く予想する市場期待との間には未だ大きな乖離がみられる(前掲図表1)。かかる乖離そのものが、期待修正を通じた金利変動や、その変動を抑えようとする政策ガイダンスの修正に起因した期待の不確実性を高める結果となれば、当初の利上げペースは緩やかであっても、金利変動リスクを反映し、理論的には期間リスクプレミアムの拡大を通じて米10年債レートを押し上げる要因として働く。従来の経験則が通じにくいこの先は、かかる期待変化と金利変動リスクがどの程度織り込まれるのかによって長期金利やイールドカーブの形状が決まってくるのではなかろうか。

現時点では、世界経済自体の成長力は弱く、かつギリシャなど欧州情勢の悪化により長期金利を押し下げる要因が残存しているため、なお長期金利の急な上昇は考えにくくイールドカーブもフラット気味に推移するとの考え方が中心となろう。しかしながら、上で展開した見方が正しければ、最初の利上げ時期が9月から12月に遅れるとの予想が強まっても米10年債レートは現行2.4%前後の水準から余り下がらない。逆に年末に向け利上げ接近ともなれば、その過程で期間リスクプレミアムも同時に高まっていく可能性が高く、米10年債レートは2.5～3.0%の水準を目安に、長短金利ともに上昇していく姿が想定できるのではなかろうか。

(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。