

グローバル金利の連動性と米長期金利低下

<要旨>

米国経済の強さから緩やかな金利上昇を見込む予想は大きく外れ、英国の欧州連合(EU)離脱の決定前より米国長期金利の低下が進んだ。金利低下には、米連邦準備理事会(FRB)による年内利上げ期待の後退と、日欧含む世界的な金利低下の影響が大きく働いている。金融危機以降、国債市場に占める海外投資家のシェアは上昇しており、各国間の長期金利の連動性の高まりも、米国長期金利の低下に拍車をかけている。

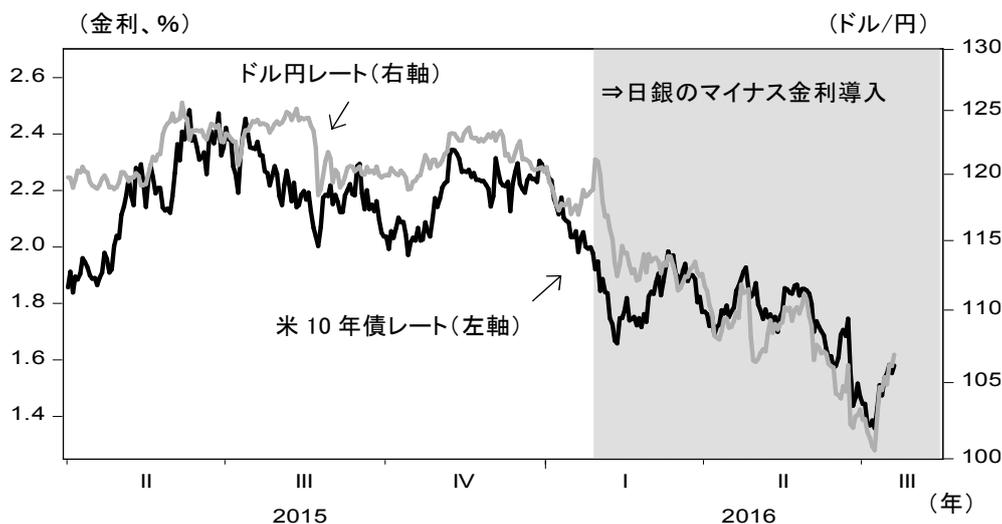
英国のEU離脱は、欧州金融緩和の拡大から各国長期金利を下押しやすく、中期的な成長鈍化は、米国利上げ終点水準の低下から米国長期金利の上限を抑える。従って、米10年債レートは年内1回の利上げが織り込まれる1.7%前後までは戻る可能性はあるが、均せば1.4%から1.7%の横ばい圏内を推移しよう。ただし、各国金利の連動性が高まっていることから、レンジ内の上下の金利変化幅も大きくなり易い点には留意したい。

1. 米長期金利の低下とドル円レート

米国経済の堅調さを反映し長期金利が緩やかに上昇していくとの予想は大きく外れ、米10年債レートは、金融危機後の最低水準1.388%を一時下回った。長期金利低下は、英国による欧州連合(EU)離脱の国民投票前から進んでいることから、英国離脱の影響ばかりではない。

米長期金利の水準が重要なのは、為替レートとも密接に関連していることがある。過去1年間、米10年債レートとドル円レートは概ね一致して推移しており、政策期待や経済実勢が織り込まれる米長期金利を予測することは、ドル円レートを予想することに他ならない(図表1)。また、政策的観点では、マイナス金利導入を含む世界的な金融緩和により米長期金利が押し下げられたなら、円高是正を企図した日本銀行によるマイナス金利導入は、むしろ逆効果であったことにもなる。

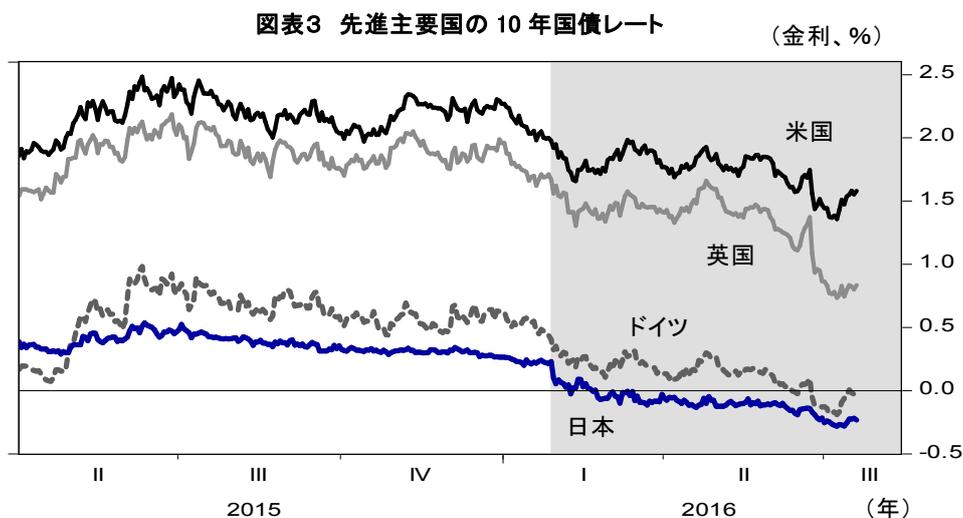
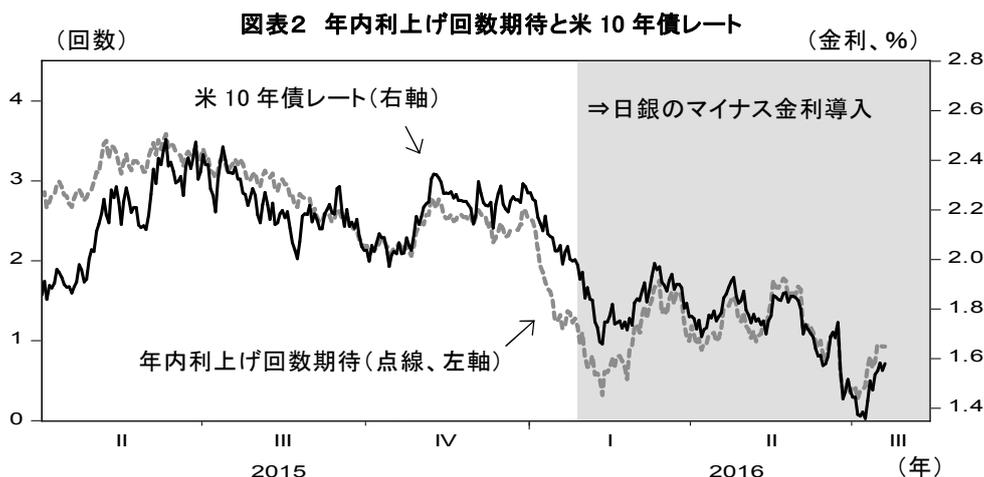
図表1 米10年債レートとドル円レート



(資料)Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

年初からの米長期金利低下は、直接にはFRBによる年内利上げ期待の後退を反映している。市場で観察される先物レートから試算される年内の期待利上げ回数と、米10年債レートの推移を比べると、利上げ回数が2回から1回に、1回からゼロ回(据え置き)へと期待が後退するにつれ、米10年債レートも2.0%から1.7%、1.7%から1.4%へと水準レンジが低下している(図表2)。

かかる米国金融政策の期待変化に加え、日欧では長期金利がマイナス領域にまで下がるなど、グローバルでみた各国長期金利も低下しており、相対的に利回りの高い米国債への需要を高め、米長期金利を押し下げる力として働いている(図表3)。



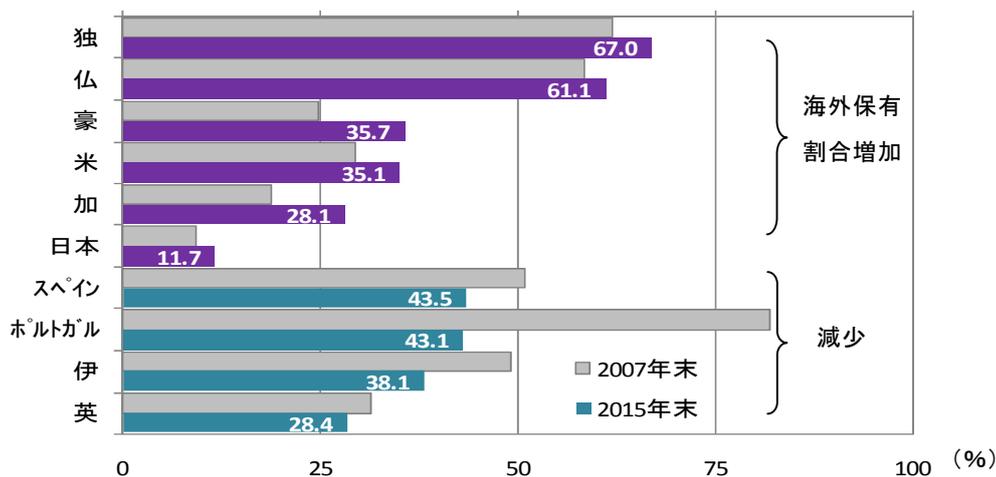
(資料) 図表 2・3 とも Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

2. 金融危機後の各国国債保有構造の変化

世界的に長期金利が低下することと並行して、米国を含む先進各国の国債市場の構造変化も金利低下の伝播に拍車をかけている。市場の規模や流動性に優れ相対的に安全である米独の国債市場では、2008年の金融危機以降、海外投資家とりわけ機関投資家の国債保有割合が増加している。海外投資家の存在感の高まりは、かかる投資家の利回り追求の姿勢を通じて国債需給に大きな影響を及ぼし、各国長期金利の間で裁定が働き易い。

国債市場に占める海外保有割合の変化を、2007年末から2015年末で比べると、先進国間の国債市場のグローバル化という点で、金融危機以降、市場の二極化が進行している(図表4)。独仏や米国、豪州とカナダでは、海外投資家の保有割合が顕著に増えているのに対し、イタリアやスペインなど欧州周縁国では保有割合が減少している。海外投資家のウエイトが高い市場は、海外投資家需要が高いことの裏返しでもあり、各国間の金利裁定や連動性が高まることになる。日本でも海外投資家の保有割合は1割に過ぎないものの、過去に比べれば増加している。

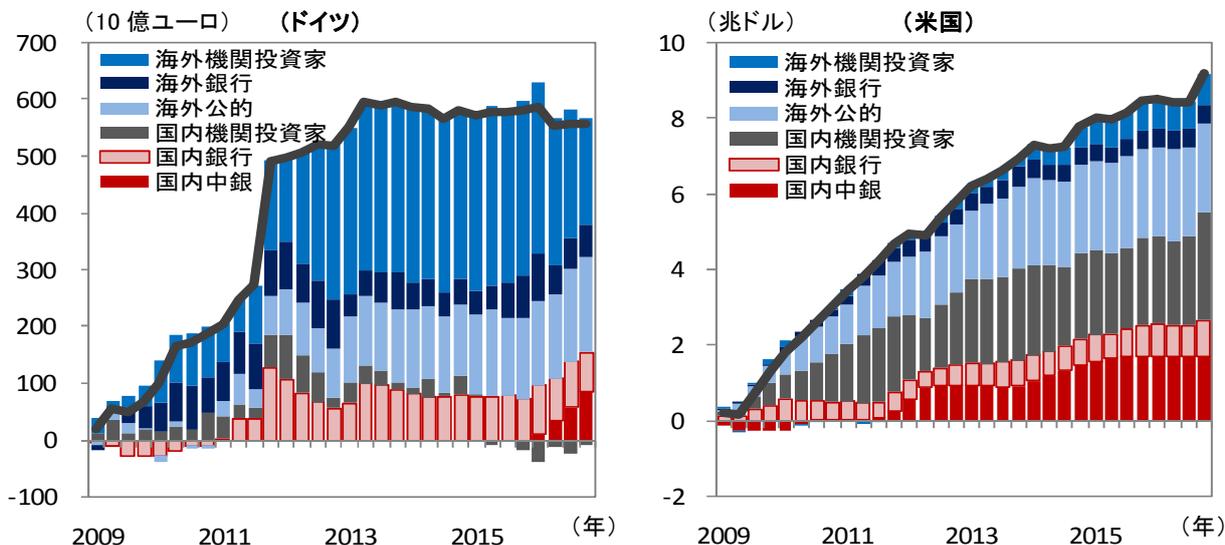
図表4 各国国債に占める海外部門の保有割合の変化



(資料)国際通貨基金(IMF)データベースから三井住友信託銀行調査部作成

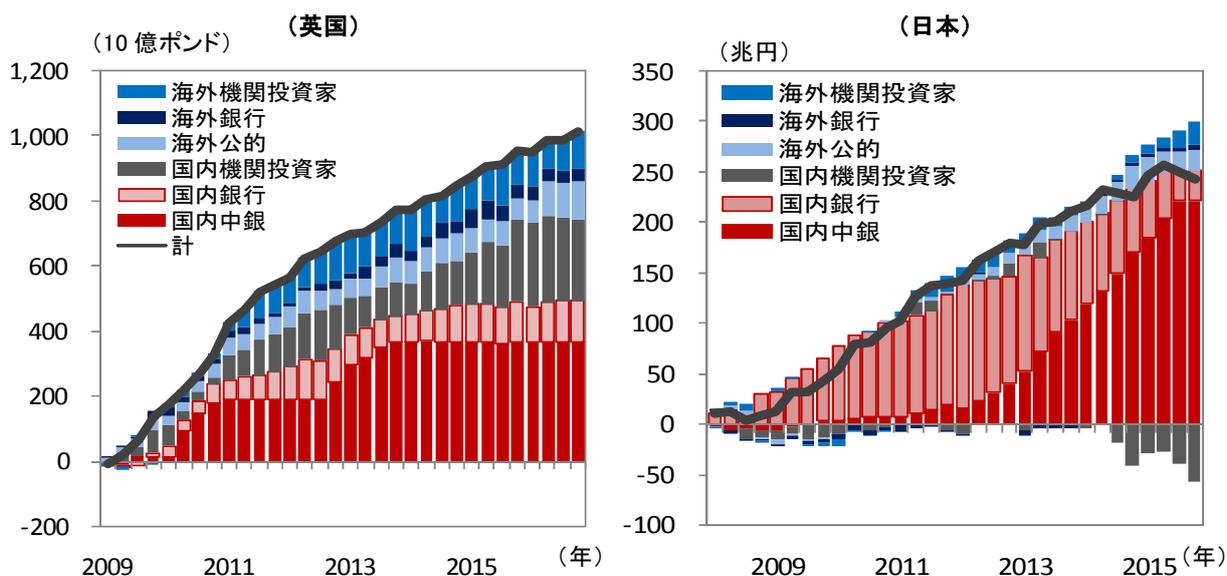
国債市場の構造変化は、ストックでみた構成割合の変化ばかりでなく、2007年以降の各部門の純購入額を積み上げた累積売買金額の推移からも伺える(図表5)。ドイツ国債はもともと海外投資家の保有割合は高いが、海外の機関投資家と銀行による純購入額の増加が著しい。米国債については、その市場規模ゆえ海外からの購入金額の伸びは目立たないものの、海外機関投資家の純購入額が増えている。増加ペースを米独で比較すると、ちょうど海外機関投資家によるドイツ国債の購入ペース鈍化と入れ替わる形で着実に伸びている。

図表5 2007年末以降の各国国債の純購入額の累積推移



(資料)国際通貨基金(IMF)データベースから三井住友信託銀行調査部作成

図表5 2007年末以降の各国国債の純購入額の累積推移(続き)



(資料) 国際通貨基金(IMF)データベースから三井住友信託銀行調査部作成

英国についても、データで取り上げた2015年末までは米国と似た傾向が読み取れる(図表5)。欧米と比べてやや特異なのは日本のケースであり、日本銀行による量的緩和の導入以降、日本銀行(国内中銀)による国債保有が著しいペースで増える一方、国内銀行による日本国債の購入は鈍化し、2015年中には国内機関投資家が売り越しに転じた。この間も海外機関投資家の純購入は増え、結果として海外からの日本国債の保有割合が増加することとなった。

各国ごとに相違はあるものの、海外投資家の保有が増えている市場では、国内要因のみならず海外要因、とりわけ利回り格差の拡大などのグローバルな投資環境変化が各国長期金利に及ぼす影響が、過去に比べて増していることが推測される。

3. グローバルで見た米長期金利の連動性

海外投資家の投資行動を通じた内外長期金利の連動性は、日次ベースの各国長期金利の変動にも表れている。内外金利に連動性がある状況では、例えば、前日に米独間で10年債レート格差が拡大したときには、利回りの高い米国債に買いが入ることで、翌日の米国債レートは前日に比べて低下しやすい。この結果、内外金利格差はある一定水準まわりを推移する傾向が観察されることになる。こうした内外金利の裁定や連動性の高まりは、その反応速度や変化の程度が過去に比べて大きい特徴として表れよう。

実際に、2015年以降の米10年債レートと独英日それぞれとの金利差の推移を見ると、米10年債レートが2%半ばから1%半ばに大きく低下するなかで、米10年債レートと各国10年債レートの金利差はほぼ一定の水準まわりを推移していたことが確認できる(次頁図表6)。



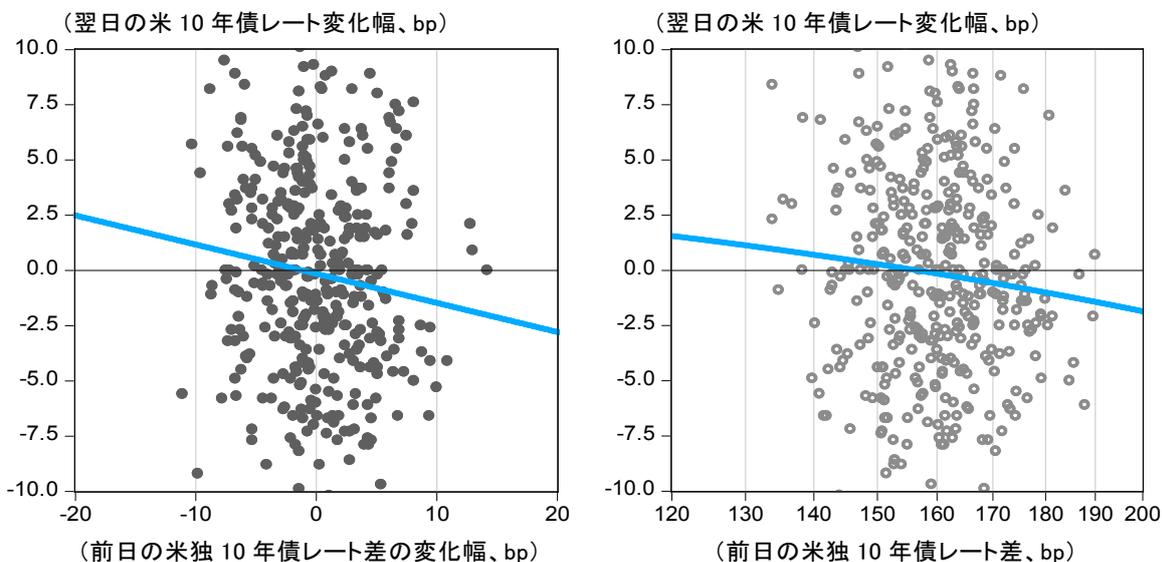
(資料) Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

また、前日の金利差や金利差変化がその翌日の米 10 年債レートの変化にどう反映されるかを 2015 年以降のデータで見ると、日次ベースのためバラツキは大きいものの、米独金利差の拡大縮小は米 10 年債レートの低下上昇をもたらし易い。

前日の米独金利差変化(図表7左、横軸)と米 10 年債レートの日次変化(図表7左、縦軸)の散布図より、両者の統計的な関係を示す回帰線に着目すると、傾きは右下がりであり、金利差拡大は米 10 年債レートを低下させる。図表7右図からは、前日の米独金利差が 150bp(1.5%ポイント)を超える状況では、金利差がこれよりも小さい場合に比べて米 10 年債レートは低下し易い。

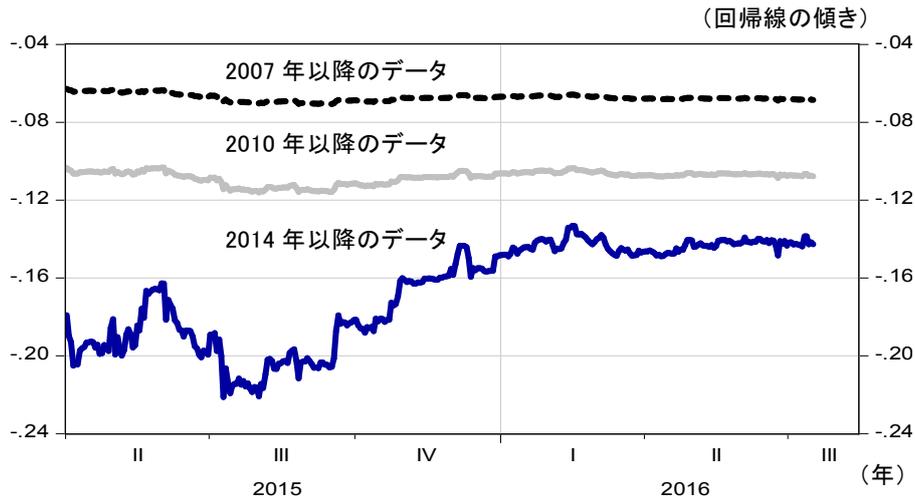
図表7が示す回帰線の傾きが急になれば、前日の金利差拡大が直接、米 10 年債レートの低下をもたらす影響や効果が大きいことになる。この傾きの推移を、計測のもととなる日次データサンプル期間を手前に減らし、2007 年以降のデータ、2010 年以降のデータ、2014 年以降のデータの3つで比べると、時系列でみたマイナスの傾きの大きさは最近のデータになるほど上昇しており、連動性が高まっていることを示している(次頁図表8)

図表7 日次ベースの米独金利差(前日)と米 10 年債レート変化(翌日)



(資料) Bloomberg 他より三井住友信託銀行調査部作成

図表8 米10年債レート日次変化幅の傾きの時系列推移



(注・資料) 図表7左の回帰線の傾きの逐次推計。三井住友信託銀行調査部作成

2014年以降のデータを用いた金利日次変化の傾きは、2016年以降、概ね0.15前後で安定している。この数字を金利予想の変化として解釈すれば、前日に米独金利差が例えば10bp(0.1%ポイント)拡大すると、米10年債レートは翌日、1.5bp低下する傾向が予想できる。なお、こうした金利連動性を反映した傾向は、米独間ばかりでなく、日米や英米間でも同様の結果が得られた。

4. 英国のEU離脱が米10年債レートに及ぼす影響

昨今の国債市場の特徴と米10年債レートの振る舞いを踏まえると、英国によるEU離脱が米10年債レート水準に及ぼす影響は、どのように整理できるだろうか。米国の株式市場では、英国離脱に伴うリスク回避的な流れが一旦収まり、離脱前の水準を超えて株価水準は戻っており、米10年債レートとの乖離が拡大する状況となっている(図表9)。

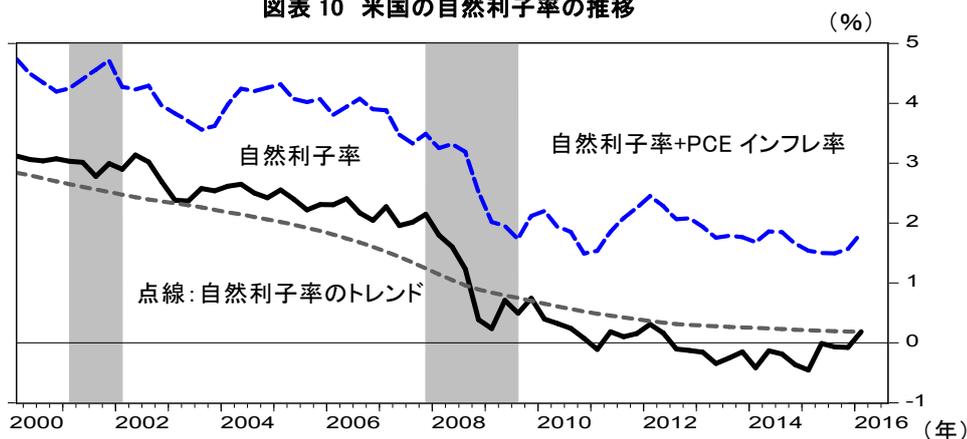
英国離脱による金融市場の悪化が一旦おさまり、経済指標の堅調さが続く米国経済もこのまま2%半ばの成長ペースを維持する前提では、年内1回程度の利上げが織り込まれるに従い、米10年債レートも1.7%前後まで戻る可能性は十分に考えられる。



(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

但し、英国のEU離脱は、短期的には英国やユーロ圏の更なる金融緩和により欧州金利の低下が進むことで、各国間の長期金利の連動性から米国長期金利の低下圧力が働くことになる。中期的に見れば、世界経済全体の成長期待の低下が米国企業の設備投資行動にマイナスの影響を及ぼすことになれば、米国自身の労働生産性と成長ペースの鈍化から、金融緩和終了後のフェデラル・ファンド(FF)レートの終点水準も低下する。2%程度の成長ペースのもとで米国の中期的な需要と供給を均衡させる実質均衡金利(自然利子率)は現在ゼロ近傍にあり、これに2%前後のインフレ率を加えた名目均衡金利は2%強となる(図表10)。これが、FFレートの終点水準の目安であるなら、2%程度の水準が長期金利の上限となり、これを超える上昇を抑えることになる。

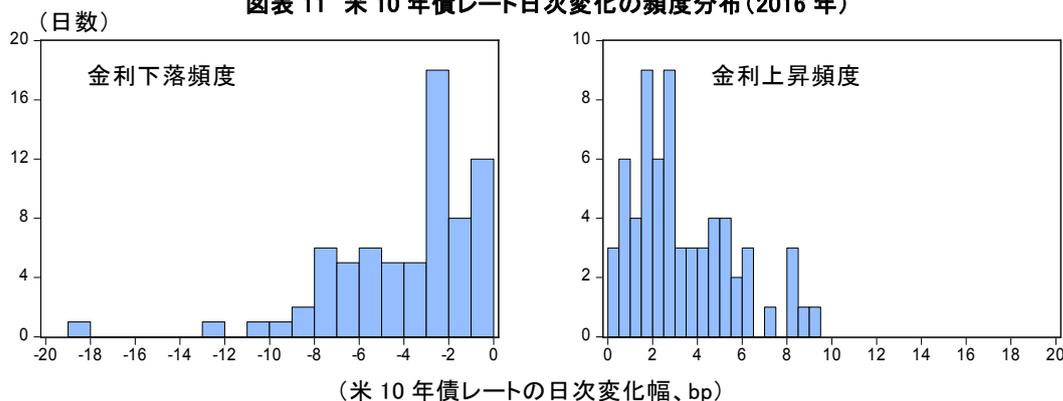
図表10 米国の自然利子率の推移



(注・資料) 網掛けは景気後退期。サンフランシスコ連銀データから三井住友信託銀行調査部作成

かくして、米国長期金利は当面、1.4%～1.7%のレンジで横ばい圏内を推移する可能性が高い。但し、レンジ内で横ばいという見方は、金利が全く動かないということではない。2016年中の日ベースの米10年債レートの変化幅の分布は、下方に偏っているものの、金利上昇方向にも厚みがあり、日次ベース5～10bp(0.05～0.1%ポイント)の上昇頻度は少なくない(図表11)。金利連動性の高まりは、海外要因からレンジ内の金利変化幅を大きくし易いことには留意を要しよう。

図表11 米10年債レート日次変化の頻度分布(2016年)



(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

(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。