

米国金利を巡る環境の変化

～グローバル経済金融レビュー 2018年秋～

<要旨>

今年2月初、米国の長期金利が3%を超えて上昇したことに端を発し、一部の新興国経済が大きく揺さぶられる事態が発生した。このことは、米国長期金利の動向が世界経済の持続的な成長にとって重大なリスク要因であることを改めて示した。

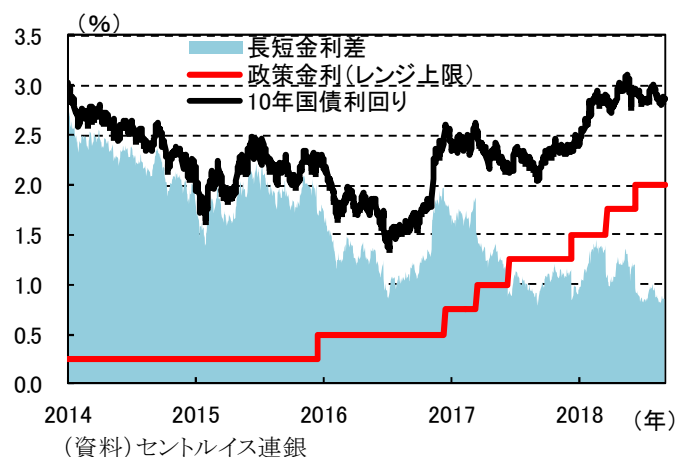
米国では、物価上昇率が概ねFRBの目標値である2%に到達したことに加え、足元で賃金上昇率の高まりが確認される等、ファンダメンタルズ要因は米国金利の上昇につながりやすい状況となりつつある。加えて、FRBのバランスシート縮小や米国政府の追加輸入関税措置も、米国金利が上昇しやすくなる要因になる。FRBは、今後2年間程度は段階的な利上げを継続すると見られるが、その間、何らかのショックにより長期金利が大きく上振れて、株価下落や新興国の金融情勢が悪化する可能性がある。

1. 米国長期金利と新興国通貨

今年2月初に公表された米国の平均時給(速報値)は、市場予想を大きく上回って、前年同月比+2.9%となった。これを契機に、米国の長期金利は3%を超え、多くの国の株価下落及び新興国通貨の下落を引き起こした。米国金利の上昇が、通貨をはじめとする新興国の金融情勢を悪化させる動きは、2013年5月に米国連邦準備制度理事会(FRB)が、当時実施していた大規模金融緩和策の規模縮小を示唆した際に生じた、いわゆる「テーパー・タントラム」に類似した事態である。今回は、調査月報今月号「[新興国への逆風で転ぶ先、踏ん張れる先](#)」で分析されているように、テーパー・タントラム時とは異なり、新興国通貨が一様に下落したわけではない。しかし、新興国の金融環境が揺さぶられる展開は、米国が主導する貿易摩擦問題と並んで、米国金利の上昇が世界経済の持続的な成長にとって重大なリスク要因であることを改めて認識させた。

ここ数年の米国の政策金利、長期金利の動きを振り返ると、FRBは2015年12月に金融危機後初めてとなる利上げを実施して以降、着実に金融政策の正常化の道を進み、2018年8月末の政策金利は1.75～2.0%まで引き上げられている(図表1)。その一方で、長期金利の上昇幅は小さく、

図表1 米国長短金利の推移

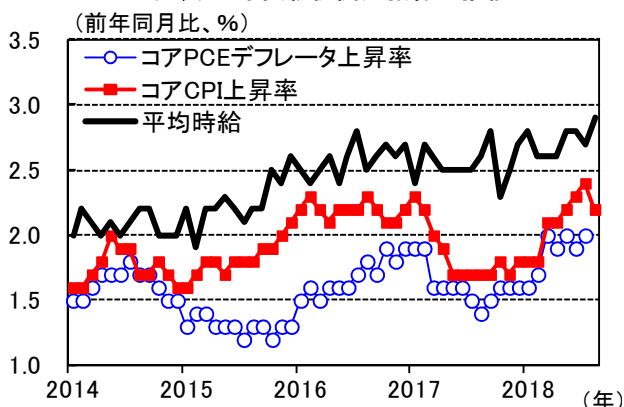


長短金利差は利上げ開始時から大きく縮小した。この背景として、米国での物価上昇率及び賃金上昇率の伸び悩みというファンダメンタルズ要因に加え、FRBによる国債等の大規模購入等、長期金利の上昇を人為的に抑制する要因の存在も指摘することができる。では、これらの要因は足元でどのように変化しており、この先どのように変化し、結果として長短金利を巡る環境がどのように変化していくのか。本稿ではこの点について検討していく。

2. 特殊要因が剥落し、2%に到達しつつある物価上昇率

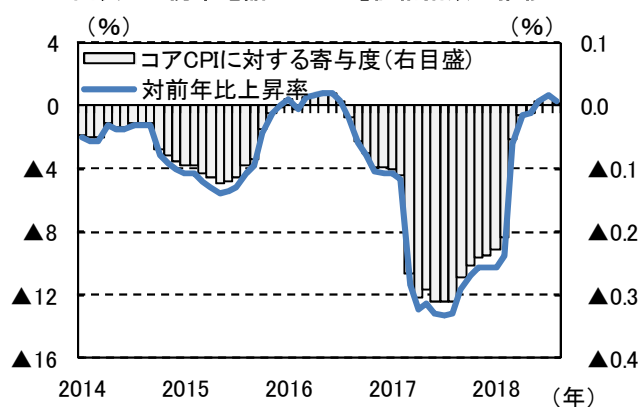
昨年までの物価動向を振り返ると、雇用統計をはじめ多くの経済指標は米国経済が非常に好調であることを示唆していたにもかかわらず、物価の上昇ペースは鈍かった(図表2)。この背景には、昨年2月に通信大手が携帯電話の通話料金に対して「無制限プラン」を導入したため、消費者物価指数(CPI)の中の「携帯電話サービス」が前年同月比で約13%も下落し、これが(コア)CPI全体の対前年上昇率を大きく低下させたという、特殊かつ一時的な要因があった(図表3)。

図表2 米国物価関連指標の推移



(資料) 米国労働省労働統計局、米国商務省経済分析局

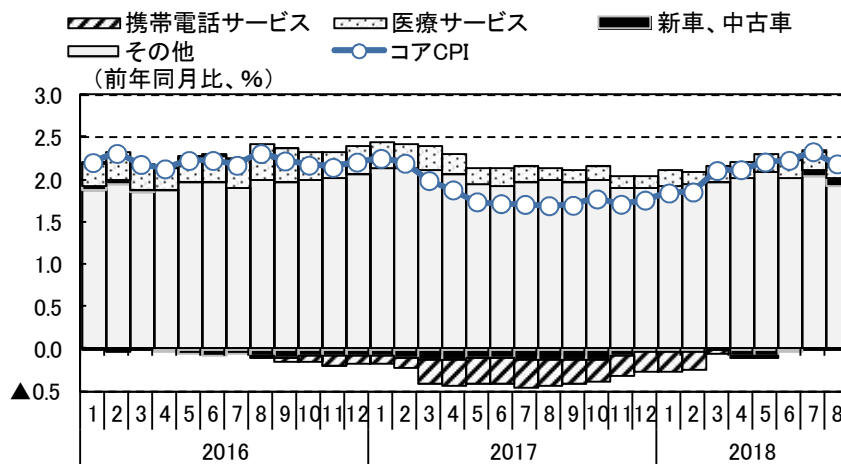
図表3 「携帯電話サービス」価格指数の推移



(資料) 米国労働省労働統計局

ただし、この「携帯電話サービス」に起因する下振れ要因が残存していた間の物価上昇率は横這いで推移したため、この特殊要因を除いても物価の上昇基調はやはり弱かったと言える(図表4)。2017年9月に開催された連邦公開市場委員会(FOMC)後の記者会見で、当時のイエレン議

図表4 コアCPIの寄与度分解



(資料) 米国労働省労働統計局

長はこのような状況を指して「物価の謎(mystery)」と語っており、この時点ではまだ、物価上昇率の低迷が長期化する懸念が残っていたと解釈できる。

しかし、その後、昨年10月にコアCPIの対前年比上昇率が再び拡大に転じ、今年2月には「携帯電話サービス」の前年の押し下げ効果が剥落、更に、2017年にはマイナスの寄与度だった「新車、中古車」が直近7月にはプラスに転じたこと、そして「医療サービス」のプラス寄与が拡大したこと等で、足元では前年同月比+2%を上回って推移している。また、FRBがCPIよりも重視していると言われるコア個人消費支出(コアPCE)デフレーターを見ても、5年毎に実施される包括改定により当該指数が遡及改定されたこともあり、今年3月の時点で既に同+2.0%に達し、その後も同+1.9~2.0%で推移している。こうした足元の状況を見ると、物価上昇率が長期に亘って低迷し続ける懸念はかなり後退したものと考えられる。

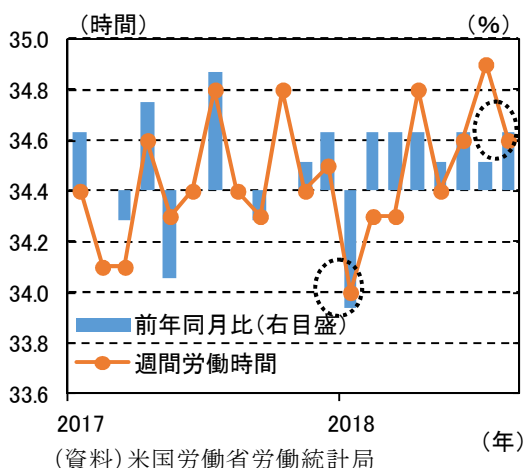
3. 労働需給逼迫を反映して上昇率を高め始めた賃金

物価や期待インフレ率に影響を与える要因としては、賃金が重要である。直近2018年8月の平均時給は、速報値ながら前年同月比+2.9%と、2009年6月以来の高い伸び率を記録した(前頁図表2)。昨年は同+2.3~2.8%と、2%台前半も含むやや広い範囲で振れていたが、2018年に入ってから2%台後半の範囲に収まり、基調としても高まっている(前頁図表2)。

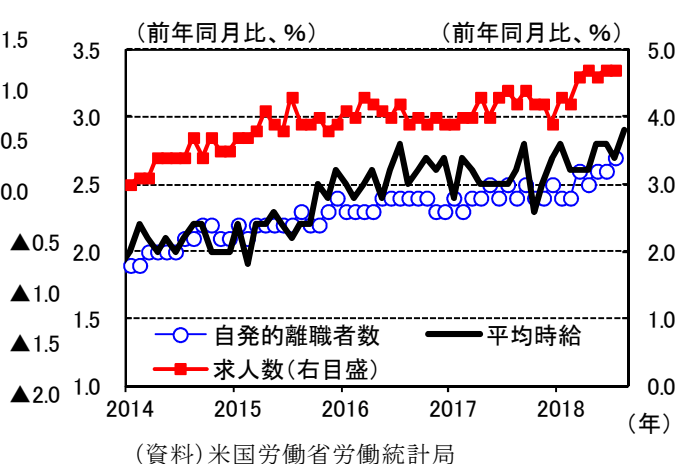
本年2月に速報値ベースで同+2.9%という伸び率を示した時は、米国東部を襲った寒波の影響により労働時間が短縮化し、固定給の労働者も多いために、統計上の計数が嵩上げされた(図表5)。これに対して、今回は労働時間の短縮が見られないため、今回の結果は基調的な賃金伸び率の高まりを反映している可能性が高い。

また、足元で自発的離職率が上昇していることも、ここ数ヶ月の賃金上昇ペースの趨勢が高まってきたことを支持する動きである。自発的離職率は、労働者がより良い条件を求めて転職する動きが強まれば高まるため、賃金上昇率と連動しやすく、このことは過去の動きを見ても確認できる(図表6)。

図表5 週間労働時間



図表6 求人数と離職者数の推移



こうした複数の材料を考慮すると、これまでは「労働需給が逼迫しているにもかかわらず米国の賃金上昇率はなかなか高まらない」状態であったものが、ここに来てようやく「労働需給逼迫を受け

て賃金上昇率が高まり始めた」という変化が生じていると判断できる。賃金の伸び率が高まることは、人件費増加を通じて、サービスを中心に消費者物価を押し上げる要因となる。賃金の伸び率が高まってきたという趨勢的变化は、やや長い目で見て物価、ひいては金利が上昇しやすくなってきたことを示す動きと見ている。

4. FRB のバランスシート縮小と対中追加輸入関税が物価・金利に及ぼす影響

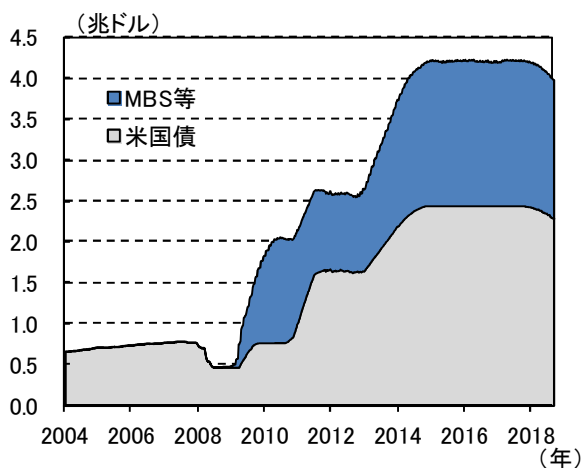
物価や賃金といったファンダメンタルズ面の変化に加えて、FRB や政府による政策も金利を押し上げる要因になる。

2008年のリーマン・ショック後、FRBによる金融緩和策に国債やMBS等の大量購入が含まれていたことは、長期金利の上昇を抑制した一つの要因となっていたが、FRBは既に昨年10月からバランスシートの縮小に着手しており、この先、FRBの国債等保有残高は減っていく(図表7)。これが、この先の長期金利上昇要因となる。

加えて、米国政府が立て続けに発動している中国からの輸入への追加関税も、この先の物価と金利が上がりやすくなる要因となる。特に9月24日からの発動を決めた対中輸入2,000億ドルに対する追加関税は、これまでとは異なり消費財が課税対象に含まれるため、消費者物価へ与える一次的なインパクトは既発動分よりも強いと考えられる(図表8)。また、消費財に限らず資本財等でも、発生した追加関税コストは、一旦は企業がその一部を負担するものの、その負担増加分はタイムラグを伴って徐々に各財の販売価格へ転嫁され、いずれは最終的な消費財価格に反映されていくと考えられる。これを前提とすると、追加関税の物価への影響は一時的なものではなく徐々に発現する可能性が高く、長い目で見て物価が上昇していく要因となる。

また、先進国の中では、米国が他国に先んじて利上げ路線に転じたが、欧州でも金融政策の正常化が進展しており、こうした状況も米国金利の上昇を後押しすると考えられる。

図表7 FRBの米国債等保有残高の推移



(資料)NY 連銀

図表8 追加輸入関税の対象となる中国からの輸入品目

(億ドル/2017年)

個人消費項目	中国からの輸入額 (a)	支出額 (b)	追加関税インパクト (a)*25%/(b)	総輸入額 (d)	中国からの輸入シェア (a)/(d)
家電	134	553	6.1%	322	41.6%
旅行用品等	64	297	5.4%	110	58.0%
家具類	247	1,896	3.3%	498	49.7%
住宅用雑貨	20	307	1.7%	66	30.9%
服飾用材料	20	839	0.6%	38	54.2%
娯楽品	16	648	0.6%	24	64.6%
その他	123	128,674	0.0%	1,179	10.4%
合計	624	133,214	0.1%	2,237	27.9%

(資料)米国商務省及び米国通商代表部の公表資料を基に、三井住友信託銀行調査部集計

5. 今後の米国金利に関する展望

FRBは、1990年代以降、日本経済がバブル崩壊と金融危機を経て長期に亘ってデフレに陥った経験に鑑み、金融危機後は積極的に金融緩和を行うとともに、景気回復局面にあっても景気や物価上昇圧力が十分な回復力を有するようになるまで、政策金利を低水準で据え置くスタンスを取ってきた。言い換えれば、FRBはデフレ圧力に相当な警戒感を抱いていたものと考えられる。こうした点を念頭に置くと、2015年12月以降、段階的ながらも、FRBが利上げを継続してきた背景として、2%という物価上昇率の目標達成に対してFRBが自信を深めたと解釈することができる。事実、米国では、物価上昇率が目標値に到達しつつあるほか、雇用市場の逼迫により賃金の上昇も確認出来るようになってきた。足元で米国の長期金利が3%を超えた背景にはこうしたファンダメンタルズ要因があり、この先は、FRBのバランスシート縮小と米国政府による追加輸入関税という政策要因も加わって、金利が上昇しやすくなっていくだろう。

こうした見方を前提とした金融政策の見通しについては、今年には既に2回の利上げが実施され、年末にかけて更に2回の利上げを見込んでいる。2019年に入ってから米国の景気の堅調な拡大が続くことから利上げも継続され、2019年末までには2%台後半～3%と、FOMC参加者が見込む政策金利の中長期的な目標水準の3%に近づくだらう。但し、3%という政策金利の中長期的な水準が上方にシフトするほど物価上昇率が高まるとは見込んでいない。そして長期金利は、物価・賃金の趨勢変化や政策要因を反映して「利上げが進む中でも3%前後に留まる」という状態を脱し、順イールドを維持したまま上昇していくと考えられる。

この間の米国長期金利の上昇ペースが、賃金・物価情勢の改善に見合った緩やかなものであれば、金利上昇が米国経済に打撃を与える可能性は低い。ファンダメンタルズの弱い国を中心に、新興国経済を巡る環境は確実に厳しくなっていく。また、物価上昇率等の経済指標の上振れやトランプ政権による追加的な減税・財政支出策といった米国発の何らかのショックを契機に、長期金利が急激に上振れることがあれば、米国をはじめとする先進国でも資産価格が下落する局面を迎えるほか、新興国では比較的ファンダメンタルズのしっかりした国でも、通貨下落や資金流出懸念の高まりで金融市場の動揺に巻き込まれやすくなる。米国の賃金・物価情勢が上向いたという環境変化を踏まえると、このような急激な金利上昇で金融市場が動揺するといった事態は、これまでよりも起きやすくなると考えられる。

(経済調査チーム 渡邊 喜芳 : Watanabe_Kiyoshi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容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。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。