

米長期金利が抱える二つの急上昇リスク

今年に入ってから米国の長期金利が急上昇しているが、2013年に起きたテーパータントラム的な現象はむしろこれから発現する可能性がある。また、現下のFRBの金融政策の姿勢も実体経済の後追い型になる危険性があることも、米国の将来の金利動向をより不透明なものにしている。

テーパータントラム的な金利上昇はむしろこれから

金融市場は今年に入ってから、米国を中心とした長期金利の上昇に敏感になっている。こうした動きは、2013年に米債券市場で起きた長期金利の急上昇、「テーパータントラム」を想起させるが、現在のFRB（連邦準備制度理事会）は2013年の時とは違って金融政策の正常化に未だに動く気配がなく、その運営方針も今回の方が緩和的だ。そのため、今回のような長期金利急上昇は、今後も折に触れて繰り返される危険性がある。

まず、2013年当時と今回とでは長期金利上昇につながる国債需給軟化のメカニズムが全く異なる点に留意しておくべきだろう。

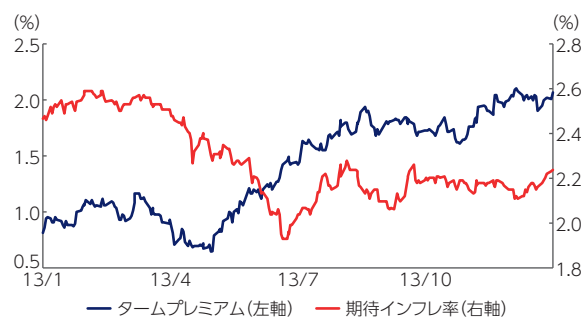
2013年の長期金利の急上昇は、同年5月にFRBのバーナンキ議長（当時）による量的緩和の終了を示唆する発言が引き金となって起きた。この時、金融市場は量的緩和が近々終わる可能性があることを想定していなかったため、同市場では、FRBが債券市場から徐々に手を引くことで起きうる米国債の需給軟化を先回りする形で一気に債券売りが加速した。

これに対し、今回の長期金利の上昇は、新型コロナウイルスワクチンの接種が始まり、経済活動の正常化が徐々に意識され始めたところにバイデン政権が1.9兆ドルもの経済対策を掲げたことが大きなきっかけとなっている。債券市場は、大幅な財政赤字が続くこと¹⁾に伴う米国債の需給の悪化だけでなく、経済が既に緩やかな回復トレンドにあるのに大規模な財政政策がそれに追加して実行されることで、実体経済が過熱してインフレになる危険性を懸念していると見られる。

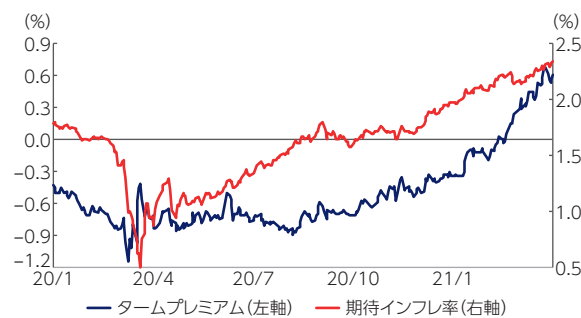
実際、需給の悪化などによって債券市場の不確実性が高まると値が上昇する米国債市場のタームプレミアムは、2013年当時は5月から、今回は年初から急上昇している。一方で、利付債と物価連動国債の利回りから計算される債券市場での期待インフレ率（ブレイクイーブンインフレ率）は、2013年の時には緩やかに低下したが、今回は昨年末ごろから上昇傾向にある²⁾（図表1、図表2）。

つまり、量的緩和の終了といった金融引き締めによる2013年のような長期金利急上昇のリスクは、足元ではまだ発現していない。だとすれば、こうした金利上昇の新たな波が今後、経済活動がコロナ禍から正常化し始める前後などで起こる可能性があることを、我々はあらか

図表1 2013年のタームプレミアムとインフレ期待



図表2 昨年以降のタームプレミアムとインフレ期待



NOTE

- 1) 米議会予算局 (CBO) の今年2月時点での予測によると、2021会計年度 (2020年10月から2021年9月まで) の財政赤字はGDP比10.3%である。この値はパンデミックが始まった2020会計年度 (2019年10月から2020年9月まで) の同14.9%よりは小さいものの、世界金融危機に見舞われた直後の2009会計年度 (2008年10月から2009年9月まで) の同9.8%をわずかに上回っている。
- 2) 図表1、2ではすべて、2021年3月26日までの10年物の米国債のデータを用いている。図表2にあるタームプレミアムは2021年1月5日以降、急上昇を始めているが、

この1月5日はジョージア州で米連邦議会上院2議席を巡って決選投票が行われた日である。周知の通り、投票結果は当初の予想に反して民主党の候補者が2議席を独占することになり、民主党がホワイトハウスに加え上下両院でも主導権を握ることになった。これは、バイデン政権が向こう2年間は積極的な財政出動を含む様々な政策を自由度が高く実行できることを意味しており、そのことが米国債の需給軟化を市場に意識させたと推察される。

- 3) 昨春以降のパンデミック下では、現金の直接給付や失業給付、サービス消費の抑制によって家計の貯蓄率が著し

く高くなっており、経済正常化時の繰越需要はこの時に蓄えられた貯蓄が使われることで顕在化すると考えられる。

じめ認識しておくべきだと言える。

急激な政策変更のリスクを孕む「一時的」という文言

さらに、2013年当時と現在とでは、FRBによる金融政策の運営方針も大きく異なる。

前回2013年のケースでは、前述のように、量的緩和終了への意識がまだ市場になかった段階で将来の引き締め予告を始めており、FRBが実際にどこまで意識していたかは分からないものの、市場に対して先手を打った格好になった。

一方、現在のパウエルFRB議長は3月のFOMC (連邦公開市場委員会) 後の記者会見や議会証言のなかで、米労働市場が回復するには相応の時間がかかる上に、経済がコロナ禍からの正常化の過程で起きる物価上昇は「一時的」であり、急いで政策対応する必要はないと繰り返し述べている。こうした発言は、2013年の時には先んじて市場に働きかけ始めたFRBが、今回は機先を制する必要はないと大きく方向転換したと言っているのに等しく、債券市場でインフレ期待が高まっている遠因の一つともなっている。

経済正常化時の物価上昇は一時的というFRBの説明は、パンデミック時に先送りされた家計の需要 (繰越需要) が経済正常化時に顕在化はするものの、それらは永続的ではないというストーリーに基づいている³⁾。しかし、そのような議論は机上では確かに正しくても、繰越需要による物価上昇が (波及効果もなく) 本当に一時的なのかどうかは、実際の経済活動の結果を反映した経済統計を観察してからでないと分からない。

その結果、繰越需要が沈静化し、物価上昇も本当に一

時的だったならば、FRBの様子見姿勢はそこで初めて正しかったことが分かる。しかし、観察期間の途中で、物価上昇が残念ながら一時的なものではなく、金融政策で対応する必要があると分かった場合には、FRBはそこから慌てて金融政策の変更に迫られることになる。

厄介なことに、この時の政策変更は、实体经济を後から追いかける形になるので、既に膨らんだインフレ期待を抑えるために急ピッチかつ大幅なものにならざるを得ない。その上、FRBの金融政策の正常化戦略は、量的緩和政策の修正や停止を終えてから政策金利の引き上げを始めるという順番になっているため、FRBは、インフレが持続的だと気づいた時にすぐに利上げを始められるわけではなく、それを可能にするための“準備”として量的緩和の終了を急いで終える必要が出てくる。そこで出てくるのが、FRBのバランスシートの調整に伴う長期金利上昇リスクという前述の一つ目の論点であり、特に、このような後追い型の正常化の場合には、2013年の時よりもより短期間でより強い長期金利の上昇を伴う危険性が出てこよう。

こうしてみると、現在のFRBが掲げる緩和的かつ様子見の金融政策は、パンデミック下の实体经济や財政を支える点では必要なかもしれないが、将来において金融政策の裁量を狭め、大幅な金利上昇を介して实体经济に深刻な影響を与えかねないという点で、リスクの高い戦略だと言えるのではないだろうか。

Writer's Profile



佐々木 雅也 Masaya Sasaki

未来創発センター 戦略企画室
上級エコノミスト
専門はマクロ経済分析
focus@nri.co.jp