



## 米金利動向

調査研究部 古金 義洋

### ○米債券市場での金利先高期待は変わっていない

12月FOMCではメンバーの利上げ予想が下方修正され、さらに、1月4日のパウエル議長の利上げ一時停止を示唆する発言(「景気拡大の軌道を維持する上で適切だと判断した場合は、われわれは政策を迅速かつ柔軟に調整し、経済を支える手段全てを活用する用意を整える」)により、市場では利上げが打ち止めになるのではないかと、あるいは利下げが実施されるのではないかと期待が高まっている。

昨年11月上旬の時点では19年末のFF先物金利は2.93%で19年中に2～3回の利上げが予想されていたが、1月11日時点の19年末先物相場は現在のFF金利目標(2.375%)とほぼ同じ2.4%で、FF金利先物市場では19年中の利上げはないとみていることになる。

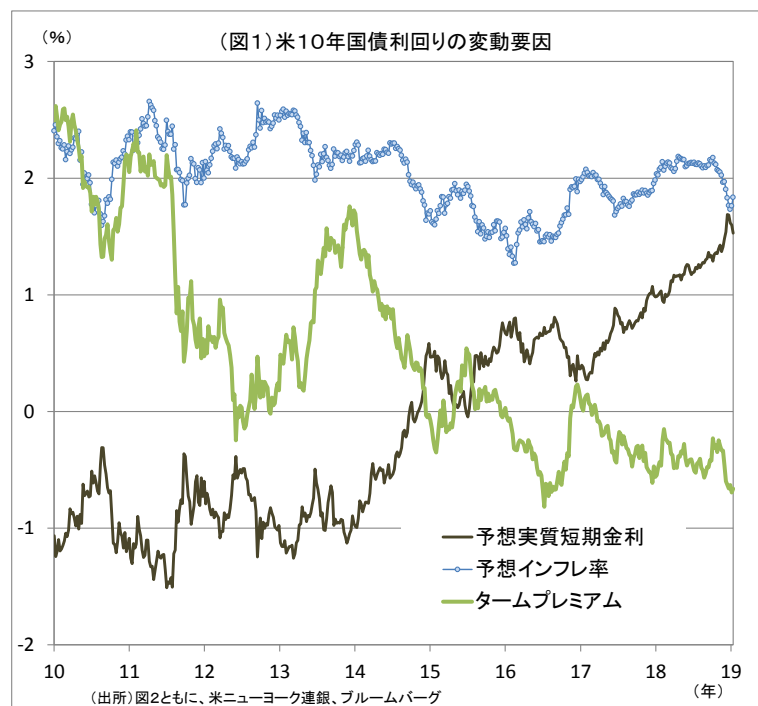
一方、米10年国債利回りも10～11月の3.2%台から1月3日に一時2.5%台に低下した。追加利上げ観測が消えたことによって長期金利も低下したと考えるのが一般的かもしれないが、実際には、追加利上げ観測が消えたことと長期金利低下の直接的な関係は薄いようだ。

10年債利回り＝今後10年間の予想名目短期金利＋タームプレミアム…①、と分解できる。タームプレミアムというのは、投資家が長期投資を行う際に要求するプレミアム部分のこと。例え

ば、現在の2年債利回りは、現在の1年債利回りと1年後の1年債利回り(予想値)の平均値に近い数字になるが、1年ごとに投資するより、2年間のより長期で投資する場合の方が価格変動などのリスクが大きくなるため、その分、上乗せ分のプレミアムが必要になる。そのため、通常、タームプレミアムはプラスの数値になる。

また、①式の右辺の「今後10年間の予想名目短期金利」については、実質部分と予想インフレ部分に分けられ、今後10年間の予想短期金利＝今後10年間の予想実質短期金利＋今後10年間の予想インフレ率、となる。これを①式と合わせると、10年債利回りは以下のように3つの部分に分解できる。

10年債利回り＝今後10年間の予想実質短期





金利+今後10年間の予想インフレ率+タームプレミアム・・・②

図1にみる通り、最近はこの3つの部分のうち、予想インフレ率とタームプレミアム（タームプレミアムはニューヨーク連銀による推計値）が低下し、予想実質短期金利が上昇していることがわかる。ここから言えば、10年債利回りを低下させたのは、予想インフレ率の低下、あるいはタームプレミアムの低下であったということになる。

一方、予想インフレ率が低下し、その反面、予想実質短期金利が上昇しているが、それを合計した予想名目短期金利は、図2でみる通り、最近ほとんど動かず安定している。原油・株価急落や12月のFOMCでの利上げ予想下方修正、1月4日のパウエル議長の発言などは、予想名目短期金利の動きにほとんど影響していなかったことがわかる。

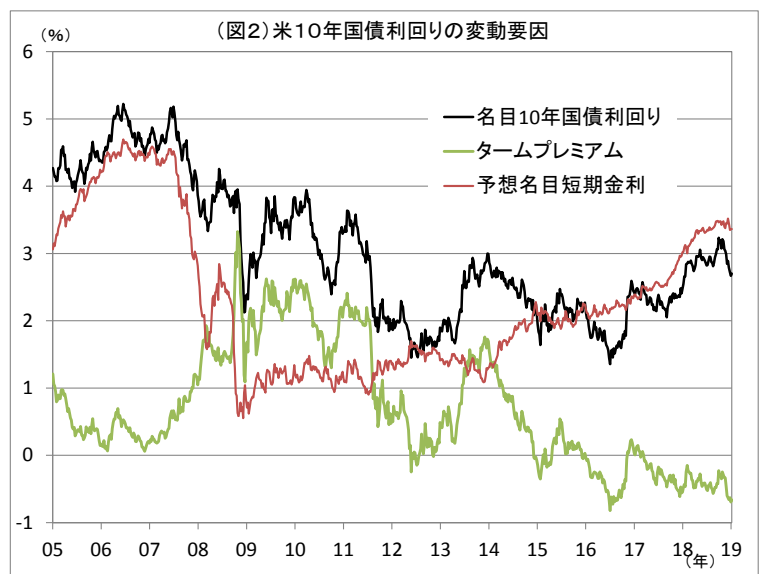
F F金利先物市場では明らかに金利先高期待が低下したが、債券市場の予想名目短期金利がほとんど低下していないのは、債券市場の「予想名目短期金利」が今後「10年間」の短期金利の平均値の予想であるためだ。予想名目短期金利は緩やかな上昇傾向を辿っており、1月11日時点での10年間の予想名目短期金利は約3.4%となっている。

仮に、このところの株価下落にFRBが配慮して、利上げを短期的に停止（あるいは利下げを実施）したとしても、それは長期的に再び株価を押し上げ、景気を過熱させる可能性がある。長期的には、景気過熱→インフレ懸念によって、FRBは急な利上げを必要とされる事態を招くおそれがあるため、10年間という長期で見た場合、短期金利の平均的な水準は変わらない、と、債券市場は考えている可能性がある。

また、原油価格急落の影響で確かに予想インフレ率は低下し、長期債利回りを低下させる要因になっているようにもみえなくないが、実際には、予想インフレ率低下の一方で、予想実質短期金利が上昇している。2016年初めの原油価格急落の際も、予想インフレ率は低下したが、その一方で予想実質短期金利が上昇したため、予想名目短期金利はほとんど低下しなかった。原油価格下落などによる一時的な予想インフレ率の低下も、長期債利回りをほとんど低下させていなかったということになる。

### ○株安ヘッジによりタームプレミアムが大幅マイナス化

これに対して、債券利回りを構成するもう1つの部分である、タームプレミアムは1月11日現在マイナス0.7%程度に低下している。前述した通り、タームプレミアムは、投資家が要求するプレミアムであるため、通常はプラスの値になるが、FRBによる国債大量保有により、国債需給が逼迫し、マイナスが常態化している。ただ、そうは言っても、ター





ムプレミアムのマイナス幅が0.6%を超えたのは、2016年7月、2017年12月と今回の3回だけだ。

投資家は、株価下落の際のヘッジ資産として長期国債を購入するケースが多く、株価下落予想が強まるときには、タームプレミアムが低下し、そのために長期国債の利回りは適正値より低い水準にまで低下する。今回も株価下落ヘッジのための投資家の長期債需要の増加により、国債利回りが低下していると考えられる。

では、今後の米10年国債利回りはどう動くだろうか。まず、言えることは、名目予想短期金利については、今回の株価急落のさなかでも安定した動きになっており、今後も、例えば米国経済がリセッション入りするといった極端なことでもない限り、3%超の水準で高止まりが続くだろうということだ。

原油価格については、今後も波乱含みの展開が続くおそれがあるが、それが名目長期債利回りを大きく変動させることはないだろう。過去の動きからみると、仮に、原油価格が一段安となった場合、予想インフレ率低下と同時に実質予想短期金利が上昇する可能性があり、逆に原油価格が反発した場合は、予想インフレ率上昇と同時に実質予想短期金利が低下する可能性があるためだ。

これに対して、最も重要な利回り変動要素となっているタームプレミアムについては、すでに過去最大に近いマイナス幅になっており、その原因は「株価下落懸念」だ。そのため、今後、株式市場の動揺がある程度収まっていけば、マイナス幅は縮小していくものと思われる。

仮に、タームプレミアムがゼロになった場合、現在2.6%台の10年国債利回りは3.4%に上昇するし、2016年以降の平均値であるマイ

ナス0.33%にマイナス幅が縮小するだけでも、10年国債利回りは3.1%程度に上昇する計算だ。パウエル議長の発言が功を奏し、今後しばらくは米国の株式市場は小康状態になるとみられる。それは異例のマイナス水準に低下しているタームプレミアムを上昇させ、米10年債利回りを再び3%台に押し上げると見込まれる。