

5%超え後の米国長期金利を予測する

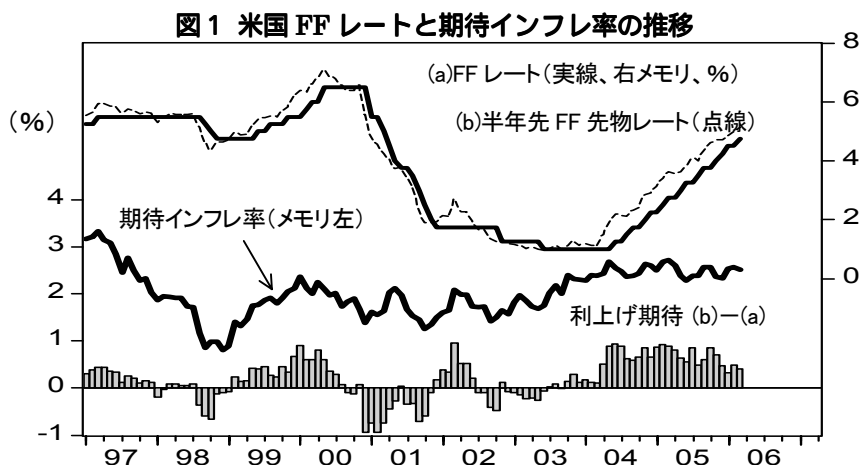
-計量モデルによる金利経路の展望-

米 10 年債レートは、2002 年 6 月以来の 5.0% 超えとなった。原油価格が 75 ドルを突破するまでの米国長期金利の動きは、金利と原油価格の関係が逆相関（原油価格上昇で金利低下）から順相関（原油価格上昇で金利上昇）に、期待インフレ率に対する長期金利の水準が上へとシフト、する等の変化がみられ、金利水準にインフレ上振れリスクが織り込まれつつある。こうした変化を踏まえ、計量モデルによる長期金利のトレンドをみると、現状 5.5% が中心水準となり、まだ上昇余地が残る。インフレ予防のための追加利上げの可能性も考慮すれば、米長期金利が頭打ちもしくは低下に転じるのは、5.5% という目安を達成してからの可能性が高い。

1. 原油高騰が金融政策に及ぼす影響

連邦準備制度理事会（FRB）は、3 月の公開市場委員会（FOMC）において、フェデラル・ファンドレート（FF）レートの誘導目標を 4.75% とし、通算 15 回連続の利上げを実施した。会合後に公表された声明文では「第一四半期に経済成長は大きく持ち直したが、成長は緩やかでより持続可能なペースに落ち着いていく」と先行き景気が軟着陸するとの見通しを示した。その後公表された議事録でも休止を示唆する発言がみられ、5 月の FOMC で 5.0% への利上げで打ち止めとなるという見方が増えている。しかしながら一方で、6 ヶ月先の FF 先物レートは 5.25% を超えており、市場ではまだ利上げが続く見通しを織り込んでいる（図 1）。

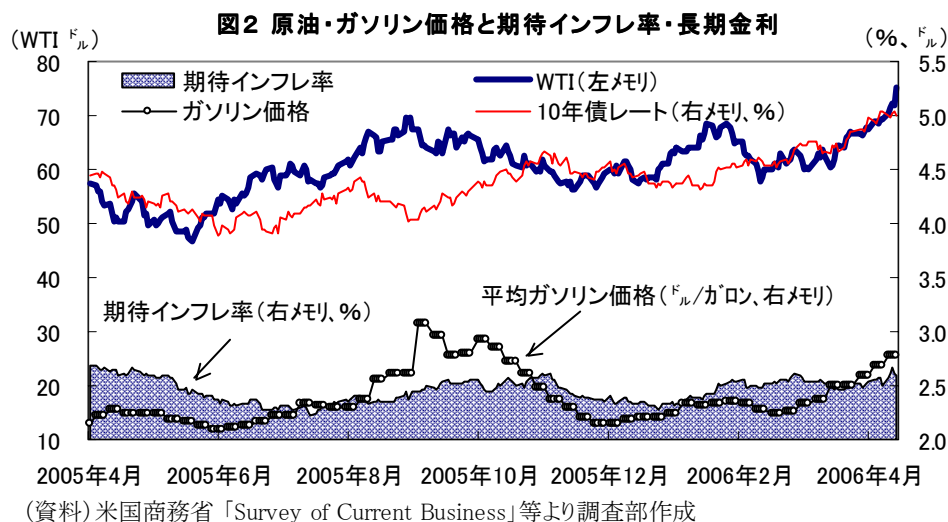
この結果、利上げが最終局面に入っているにもかかわらず、長短金利差は再び拡大し、10 年債レートは 2002 年 6 月以来の 5.0% 超えとなった。そこで以下では、再び高騰している原油価格が期待インフレ率や長期金利に及ぼす影響を整理しながら、今後の米国長期金利の先行きについて展望してみたい。



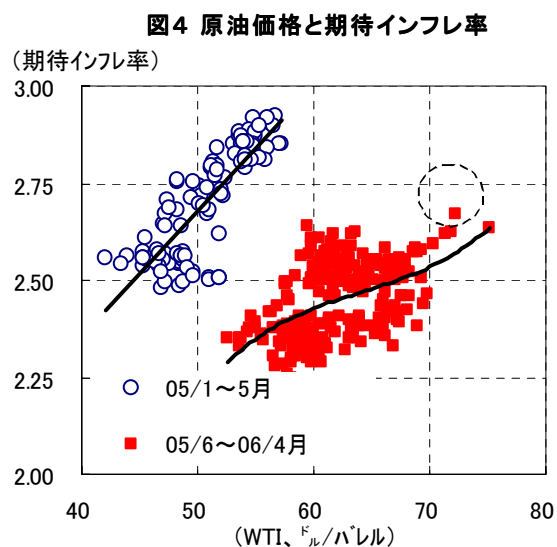
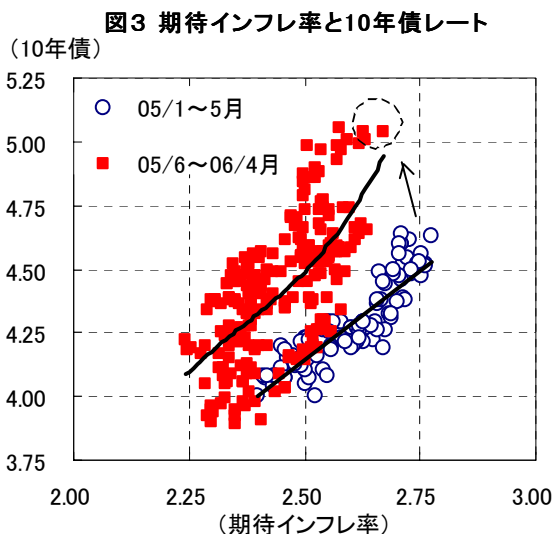
(資料) Bloomberg 他データより、住友信託銀行調査部作成

長期金利が 5.0%を超えるまでの半年間にみられた変化の一つは、原油価格 (WTI 期近物) と長期金利の関係にある。原油価格は 1 バレルあたり 75 ドルを突破したが、この間の長期金利の振る舞いは、昨年夏の原油高騰期とは異なっていた。昨年に原油価格が 70 ドルへ高騰した際には、ガソリン価格の上昇に伴う景気減速リスクから長期金利は 4.7%から 4%前半へと低下した。ところが今年は、原油高騰に伴い長期金利が上昇するなど、原油と金利の関係に変化がみられた (図 2)。

この背景には、1 ガロン当たり 3 ドルを超えたガソリン高騰にも関わらず、その後米国経済は堅調さを保ったという事実と、足元好調な企業収益の下で、雇用が堅調に増加しているため、原油高騰に対する見方に変化が生じた可能性がある。



もう一つの変化は、期待インフレ率と長期金利の関係にある。上の図 1 が示す通り、期待インフレ率は 2.5%へと水準が徐々に切り上がってきた。これを、期待インフレ率に対する長期金利の水準という観点で見ると、昨年半ばに比べて、同じ水準の期待インフレ率に対する長期金利の水準が上にシフトしつつある (図 3)。



(資料) Bloomberg 他データより、住友信託銀行調査部作成

期待インフレ率を横軸に 10 年債レートを縦軸にプロットした図 3 からは、明らかに期待インフレ率の上昇に伴い金利が高まる関係を見てとることができるが、その傾向に着目すると、昨年前半（05 年 1 月～5 月）に比べ、昨年後半以降（05 年 6 月～06 年 4 月）の傾向線が上にシフトしていることが図から読み取れよう。

更に、原油価格が期待インフレ率に与える影響という点でみた興味深い変化は、原油価格が期待インフレ率に与える影響が昨年に比べ低下している点にある。例えば、昨年前半に原油価格が 40 ドルから 50 ドルに上昇したときには、期待インフレ率も 2.5%から 3.0%まで高まったのに対し、昨年後半以降の原油価格高騰に対しては、期待インフレ率は概ね 2.5%前後に落ち着いている（前頁図 4 参照）。

但し、図 4 をさらに良く見ると、原油価格が 70 ドルを超えてくると、さすがに期待インフレ率も上昇傾向が顕著となる（図 4 の円部分）。さらに、期待インフレ率が 2.5%の水準を超えだすと、長期金利の上昇も加速していくことを示している。つまり、足許では期待インフレ率は 2.5%前後に抑制されて入るものの、依然として原油価格の高騰が金融政策当局者にとって大きなリスクとなっている。

これを金融政策への含意として読み取れば、FRB を含め各国中央銀行がこの数年間で勝ち取ってきた、「期待インフレ率の抑制」とその果実である「長期金利の低位安定」という条件が崩れるリスクが出てきた場合には、少々景気が減速する危険を冒してでも金融政策を引き締め気味に運営する可能性が高まる点にある。

2. 計量モデルによる長期金利のトレンド予測

こうした変化も踏まえて、将来の経済環境の変化を先取りして振舞う長期金利を予測するのは極めて難しい。しかしながら、FF 先物レートや期待インフレ率など、重要となる情報を含んだ変数との関係から見て長期金利のトレンドがどの水準にあるのか、さらには、足元の経済変数との関係から見て長期金利が低すぎるのか、高すぎるのか、という点から上昇・下落圧力を推し量ることは可能である。

そこで、比較的説明力の高い 2 つの計量モデルを用いて現在の長期金利水準とその方向性を評価してみたい。ひとつは、6 ヶ月先の FF レートと期待インフレ率を説明変数にした長期金利の回帰モデル（モデル 1）、他方は、成長ピッチを示す ISM 指数を加え、期待インフレ率に代えて CPI コアインフレ率を説明変数にした長期金利のモデル（モデル 2）である。モデル 1 は将来の変数のみで金利を評価するモデル、モデル 2 は足許の景気実態を反映したかたちで評価するモデルと見なすことができる。次頁図 5～6 はモデル予測値と実績値との乖離を比較したものである。

この 2 つのモデルのモデル値と実績値を比べると、いずれも、04 年からモデル予測に比べ実際の長期金利水準が大きく下方に乖離している点、足許では乖離が徐々に解消に向かっている点、モデルが示す長期金利のトレンド水準は 5.5%前後であり、先行きまだ長期金利に上昇余地が残る点で、共通した結果を示している。

図5 10年債レートの回帰モデル

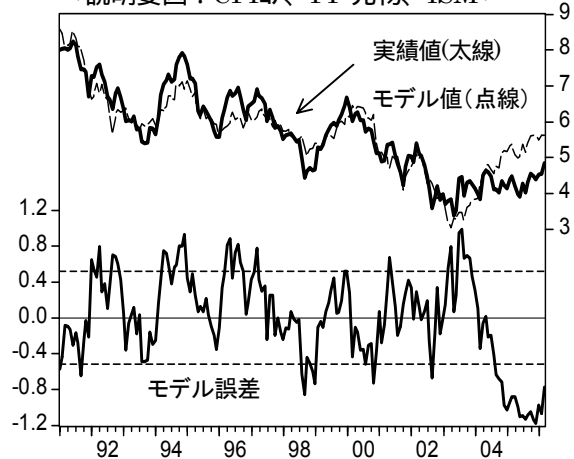
<説明要因：期待インフレ率、FF 先物>



(資料) 住友信託銀行調査部。長期金利を被説明変数に、図頭にある要因を説明変数とした回帰分析。

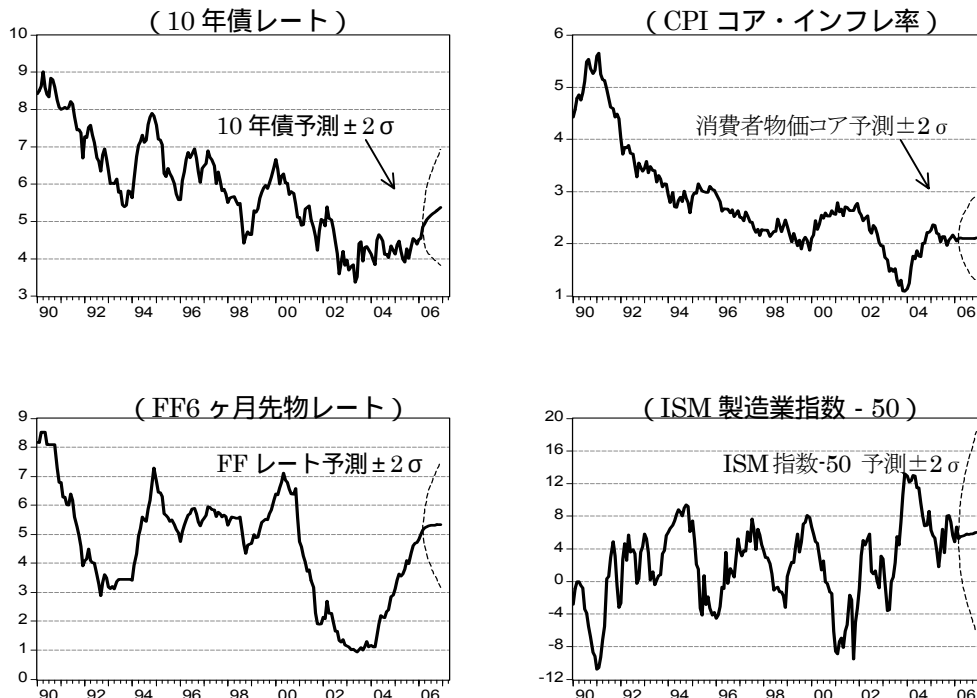
図6 10年債レートの回帰モデル

<説明要因：CPIコア、FF 先物、ISM>



なお下図7は、モデル2を用いて将来の金利経路を予測したものである。長期金利がモデル値から乖離したときには、モデル理論値に回帰しながら、説明変数である、成長ピッチ（ISM 指数）、インフレ率（CPI コア指数）、FF レートも、相互依存関係を保ちつつ変化し、その結果として、更に10年債レートがどのように振舞うかをシミュレートしている。図によれば、06年前半は、FF レートが5.25%に向けて頭打つもとでも、長期金利も5.5%に向けて上昇を続ける経路となる。

図7 10年債レートとインフレ率、ISM、FF 先物レートの4変量モデルによる金利予測



(注) 図6の回帰モデルの均衡トレンドに誤差修正される4変量誤差修正 (Vector Error Correction) モデルを用いたダイナミックシミュレーション。モデル計測期間：90年1月～05年2月、予測期間：06年5月～07年3月。モデル詳細は[05年4月の調査月報](#)を参照。

(資料) 住友信託銀行調査部による推計。

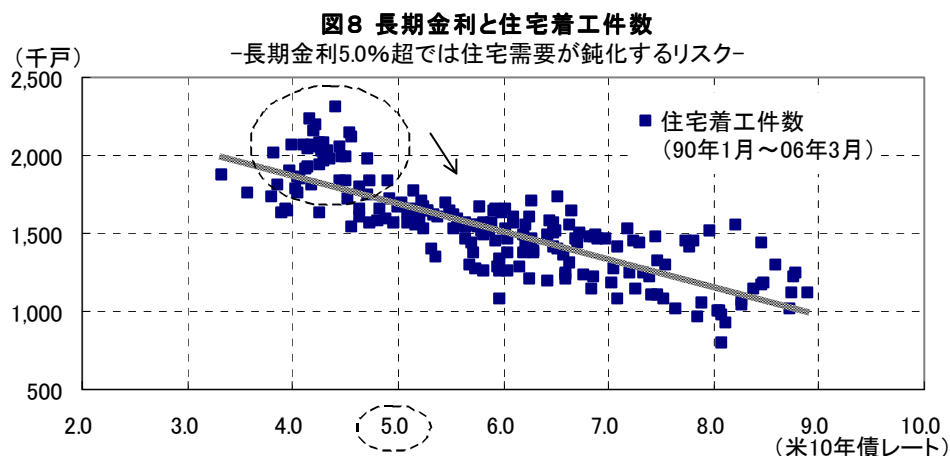
こうしたモデル予測とその推移は、あくまで取り上げた説明要因（期待インフレ率やFF先物レート、成長ピッチ）に限って、過去の関係を前提にした思考実験の枠を出ないものである。しかしながら、モデルが示すトレンドが5.5%前後にあるという点は、こうした説明要因との関係でみた長期金利の修正が5.5%前後でなくなるという意味で、現在の情報に基づいた長期金利の上限の目安を示している。

3. 5%超え後の米国長期金利を展望する

以上の分析を踏まえ、10年債レートの先行きを展望してみたい。先に示した通り、原油価格と期待インフレ率、長期金利の関係が今後の金利水準を見るうえで最も重要となる。原油価格が高騰する中で期待インフレ率も高まらなければ、追加利上げの可能性も低下し、長期金利は現在の5.0%前後の水準で安定しよう。一方、ひとたび期待インフレ率が上昇するリスクが生じた場合には、追加利上げによって、長短金利共に上振れる可能性が高まる。

但し、このようにFFレートがあるべき水準より引き締められ、長期金利が上方にオーバーシュートした場合には、住宅需要が大幅に鈍化することを通じて、景気が大幅に減速し、金利オーバーシュートの後の金利低下というボラティリティの高い展開となることが予想される。

そうした上昇・低下の境目となる金利水準は、モデルが示す長期金利トレンドの中心水準である5.5%がひとつの基準となろう。この水準は、10年債レートが5%前半を超えて大幅に上昇するときに住宅着工件数が年率200万戸から160万戸水準に鈍化するという住宅と金利の目安の水準でもある。こうしたことからみて、10年債レートが5.5%を超えた時が現時点での米国債の買い場の目安と考えられよう。



(資料)FRB「Survey of Current Business」より住友信託銀行調査部作成

(木村：kimurato@sumitomotrust.co.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。