

米 10 年債 2% 超え、「成長期待」支援も

金融機能や信用創造下支え、日独は 2% 割れで長期停滞

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/3/23 (水)

米国では 10 年債金利が 2% 超えに上昇してきたが、米国経済の「成長期待」支援効果が注目される。現在はインフレなど悪い金利上昇も懸念されているが、部分的には先行きの景気改善期待も反映されている。そうした成長期待が残された中での金利上昇は、金融機関の利ざや改善と貸出意欲、借り手による金利上昇前の調達・借り換え需要を刺激し、信用創造を増幅する側面もある。日本やドイツなどは金利 2% 割れの定着から、成長期待の低下や資金需要の減退、金融機関・金融機能・金利機能の衰弱といった長期停滞に陥っている。

過去 2% 回復、金融・経済の正常化や株高に

「米国 10 年債の利回りは各種の要因を反映している。国債の実質利回りは、期待されている経済成長の代理指標となる。同様に投資家が織り込んでいる未来の期待インフレ率であるブレイク・イーブン・インフレ率も示す」、「(その中で) 現在の米長期金利の段階的な上昇は、米国経済に力強い回復が見込まれることを反映しており、健全かつ歓迎すべきことだ。これはコロナ禍によって必要となった未曾有の政策支援がもたらす予期せぬ影響（例えば資産価格高騰、金融脆弱性の増加）を抑制する上でも貢献するだろう」――。

IMF は昨年 4 月時の米債金利上昇の際、このような分析と解説を行っている。

昨年 3-4 月に米 10 年債金利は 1.75-1.77% 前後に上昇したが、足元では 16 日に 2.24% 前後と 2019 年 5 月以来の高水準に上昇してきた（米債価格は下落）。現在はインフレ高止まりや米 FRB の利上げと債券買い入れ巻き戻しの加速、戦争余波の各懸念など、「悪い金利上昇」も警戒されている。

一方でパウエル FRB 議長は 16 日の FOMC で利上げ局面入りを宣言しながら、「米国経済は非常に力強く、金融引き締めに対応できる」と強調した。その意味で現在の長期金利上昇は、IMF が指摘するような「経済の成長期待」も反映されている。

今後、金利正常化に向けた適度な金利上昇であれば、現在の「成長期待」が金融機関の利ざや改善や貸出意欲などに作用。同時進行で企業・個人など借り手側による一段の金利上昇前の資金調達や借り換え需要を刺激し、信用創造を増幅する側面もある。現在の成長期待が、金融機能や金利機能の修復と結びつき、実際の景気拡大をもたらす可能性は無視できない。パウエル氏は利上げを決定した 16 日 FOMC の政策判断について、「視野は明白で、強い経済と雇用を予想」と自信を示している。

しかも 10 年債金利の 2% 超え回復は、米国内外での過去実績として、成長期待や期待インフレ、金利・金融・経済の正常化、金融機関の収益環境、年金を始めとした機関投資家の運用などに関し、プラスの側面もある。現在も先進国の中央銀行はインフレ目標のメドとして 2% を重要視しているが、物価 2% は過度なインフレやデフレの懸念がない「マイルドな適温環境」と見なされている。名目の 10 年債金利は、物価や期待インフレ率も反映されるものだ。その点で「物価目標 2% にプラスした名目金利の水準」は、決してネガティブな打撃要因とは限らない。

最近では米 10 年債金利が 2014-2015 年に 2% 割れに急低下したあと、2016 年 11 月から 2% 超えを回復した。当時の米株 S&P500 は月間高値の前年同月比で、同月の +4.6% から上げ幅が拡大。14 カ月後となる 2018 年 1 月の +24.9% まで、プラス幅の拡大が続いている。米国経済の重要先行指標である ISM 製造業景況指数は同局面に、2016 年 11 月の 53.2 から、15 カ月後となる 2018 年 2 月の 60.9 まで改善モメンタムが点火されていた。

長期金利 2% の明暗、日米の銀行株で鮮明

その前では 2011 年から米 10 年債金利の 2% 割れがあった。当時は 2013 年 1 月から 2% 超えに回復。S&P500 は同月の前年比 +13.2% から、同年 12 月に +27.7% まで上げ幅を拡大させている。同期間中に ISM は、53.5 から 56.5 へ連動上昇となっていた。

リーマン・ショック後には金利急低下のあと、2008 年 12 月に 2.03% 前後で金利低下が一服となっている。当時は 2% 割れ回避のあと、米国株は 3 カ月後の 2009 年 3 月に歴史的な底入れを形成。長期株高に移行している。

反対に日本の場合、山一・拓銀ショックなどのあった 1997 年から、10 年債金利の 2% 割れが長期定着した。当時はバブル崩壊後の不良債権問題もあったが、その後の金利低下の長期化が成長期待やインフレ期待の低下、低金利「慣れ」などによる資金需要の減退、金融機関・金融機能・金利機能の衰弱といった長期停滞をもたらしている。長短金利差の格差消失も、金融機関の打撃や信用創造の萎縮に拍車を掛けてきた。

ドイツも 2012 年前後から、2% 割れが常態化した。その後は日本化の低インフレや低成長が本格化。マイナス金利政策に追い込まれるなど、金融機関と金融機能、信用創造は弱体化している。

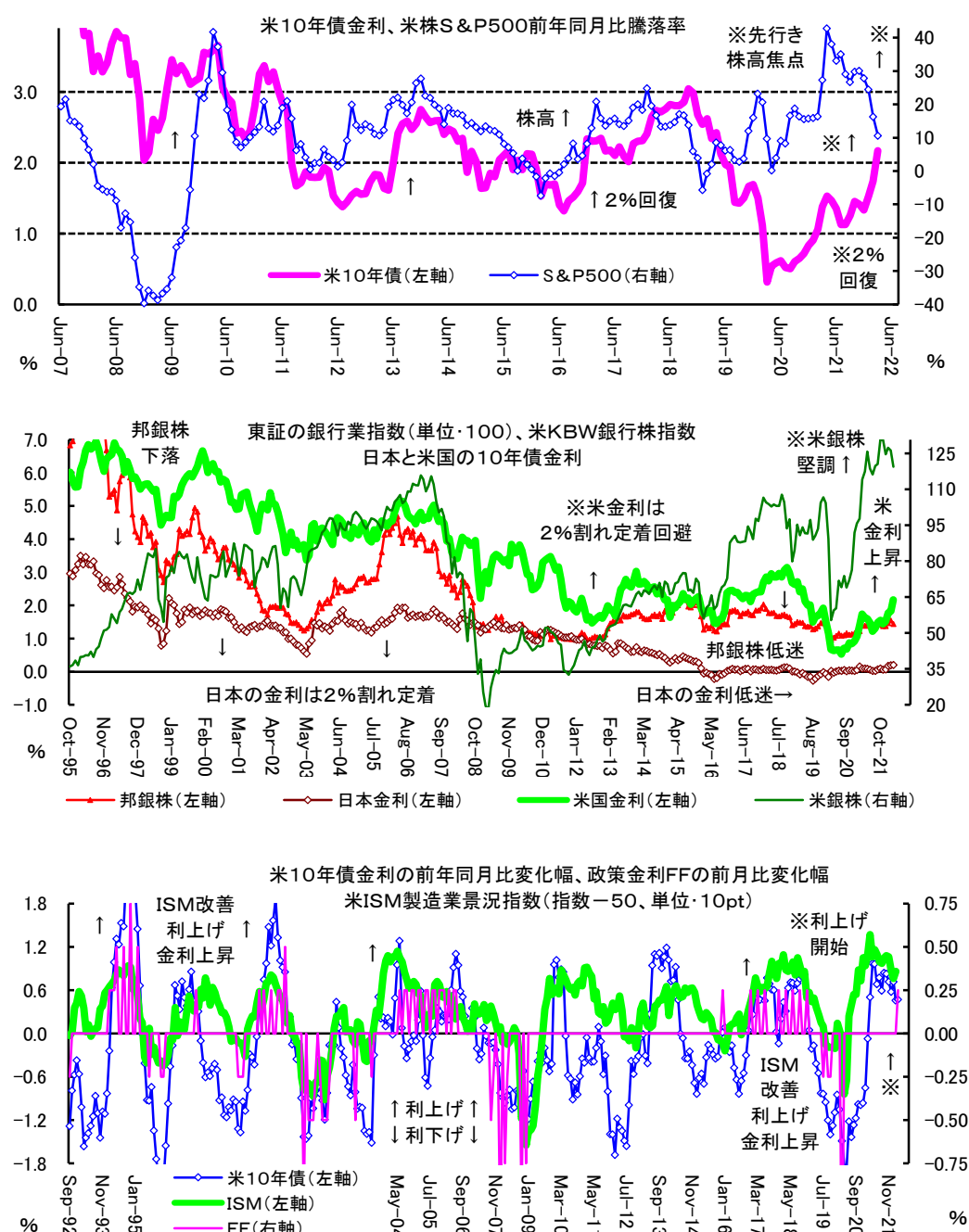
米国の 2% 割れ「長期定着回避」と日本の 2% 割れ「長期定着」の違いは、両国の銀行株に反映されて

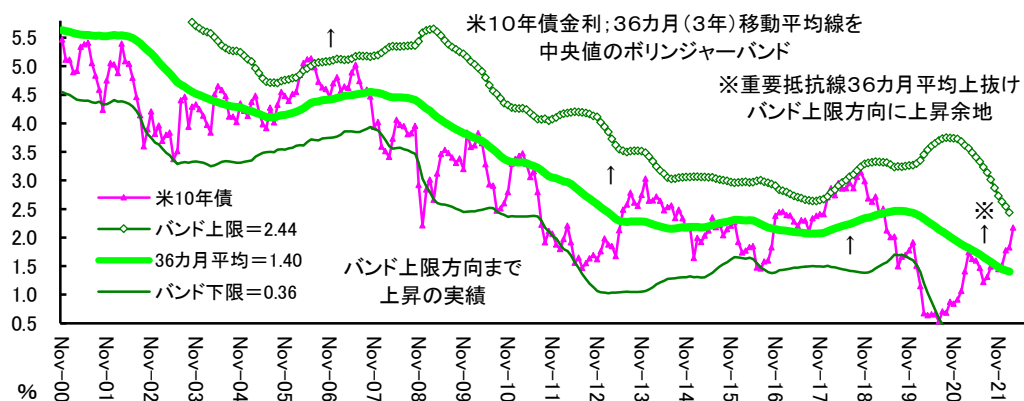
いる。米国の代表的な銀行株指数である KBW 銀行株指数は現状、2 月からロシア制裁の返り血打撃などに見舞われているが、それでも過去最高値水準を維持したままだ。月間安値は 3 月が 119 となっているが、日本で金融不安が広がる前段階の 1996 年 12 月の 51 に比べると、2.3 倍の大幅高だ。かたや日本の東証・銀行業指数は、今年 3 月の安値が 144 となっている。こちらは 1996 年 12 月の 668 から、-78% もの大幅下落で長期低迷している。

今後、米国では 2% 超えの回復が、金融機関・金融機能・金利機能の活性化と、信用創造の刺激という好伝播につながる余地を秘めている。成長期待の繋ぎ止めにつながるものだ。そもそも FRB は「景気回復の軌道入り盤石化」という自信を前提に、金融引き締めに着手している。過去実績として FRB は国

内外に対する信認への緊張感や責任感もあり、利上げ開始から利上げ終盤までは、「適度な長期金利上昇」と「良い金利上昇に支えられる形での ISM などの指標改善」を共存創出させてきた。

かたや日本については、超低金利の副作用として、金利機能の消失と銀行株の低迷が長期常態化している。日本のように低金利環境が長期化した下では、「企業や個人の資金調達の金利感応度は著しく低下しており、こうした環境の下での微小な金利低下は、もはや経済活動や生産性上昇率にプラス効果もマイナス効果ももたらさない」（元・日銀審議委員で野村総研エグゼクティブ・エコノミストの木内登英氏による 2019 年のレポート）ジレンマが現在もなお持続している。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。