

## 米国債買取り後の米国金利・経済の見通し

### (要約)

連邦準備理事会 (FRB) による半年で最大 3,000 億ドルに上る米国債の購入表明直後 10 年債レートは 0.4%ポイントと大幅に低下した。こうした FRB による追加施策の金利経路に与える影響と今後想定し得る米国経済の方向性を整理してみた。

1. **住宅ローン金利低下は住宅市場の調整進捗を後押し**：長期金利の低下は住宅ローン金利の低下をもたらし、住宅負債の低金利への借換え進捗によって、家計バランスシート調整を後押しする効果がある。
2. **国債購入は短期的な金利上昇圧力を相殺**：4～6 月期は在庫調整の進捗、減税実施により実体経済は一旦リバウンドする可能性が高く、短期的な金利上昇リスクが高まっていた。加えて、財政赤字拡大による「悪い金利上昇」リスクも少なくとも短期的には相殺する意味をもつ。
3. **残るリスクは雇用悪化による失業率の上昇**：株価はピーク比半値と一旦底値をつけている。かかる施策が住宅市場の調整進捗と持続的な回復に繋がるかどうかは、雇用がこれ以上悪化せず失業率のピークアウトが確信できることが重要。

こうしたシナリオの点検には、新規失業保険給付申請件数やクレジットスプレッド推移をモニターするのが、引き続き重要となろう。

### 1. FRBの国債買取り表明が奏功し長期金利は低下

米連邦準備制度理事会 (FRB) は、「持続可能な経済成長と物価の安定を実現する為に利用可能な手段を全て動員する」との言葉通り、3 月の公開市場委員会 (FOMC) で追加金融緩和策を発表した。3 つの追加施策 (今後半年で 2～10 年国債を 3,000 億ドル購入、住宅ローン証券の購入規模を 7,500 億ドル追加し最大 1 兆 2,500 億ドルに拡大、資産担保証券の購入規模を 1,000 億ドル増額し最大 2,000 億ドルに倍増) に加え、ゼロ金利施策を当面の期間からの延長を示唆、したことで、10 年債レートは 3%水準から 2.6%へ 0.4%ポイントと大幅に低下した。

今回の追加施策は、長期債の購入による国債需給の改善とゼロ金利政策の延長による長期金利の低下 ( ) と各種ローン証券の需給改善による家計・企業向けの貸出スプレッド低下 ( ) を通じて、家計・企業が直面する高い信用コストの低下を図るものである。信用市場が不安定な間は、長期金利の上昇を抑える施策継続により、短期的な長期金利上昇リスクは遠のいたと判断できるだろう。

図1 FF誘導目標と10年債レート

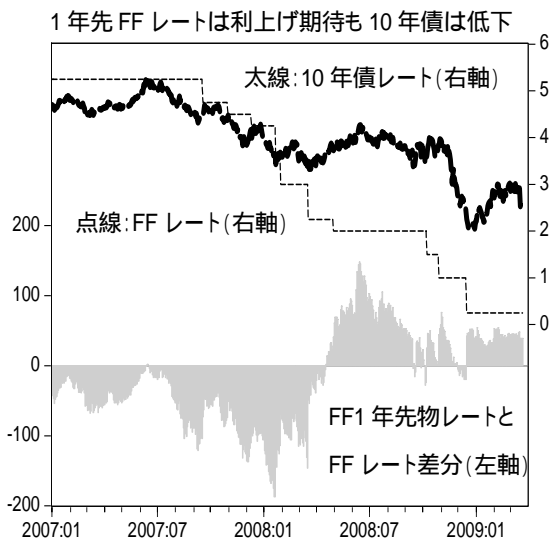
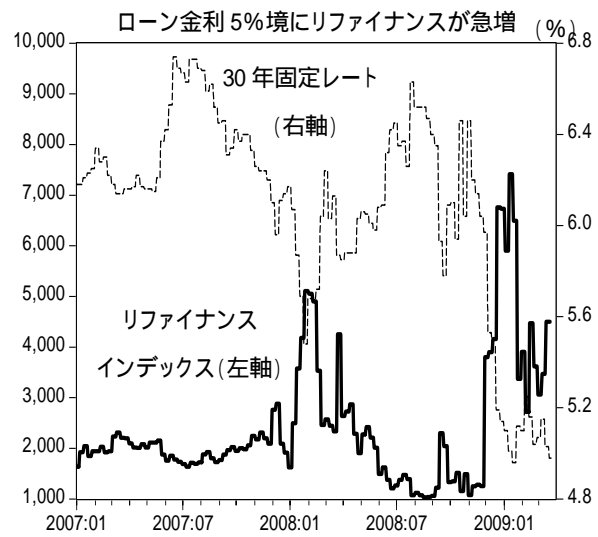


図2 住宅ローン金利とローン借換え



(資料) 図1・2ともFRB、Bloombergより住友信託銀行調査部作成

今回のFOMC前後の金利推移をみると、1年先のFFレートの市場期待には余り影響が出なかったことから、国債購入表明による直接的な効果によって10年債レートが低下したことがわかる。1年先のFFレート先物水準から試算した利上げ幅は30bp前後と変わらず、10年債レートのみが大きく低下した(図1)。

FRBによる今回の長期国債購入は、米国経済の回復を早める点で意味をもつ。第一が、住宅ローン金利の低下による家計の負債コストの低減効果である。米国家計は、金融危機以降も住宅ローン金利(例えば30年固定レート)が5%以下に低下すると、金利の低い住宅ローンへの借換えが活発化する傾向にあった(図2)。2月以降の10年債レートの上昇は、こうした家計の借換え行動を阻害する格好となっていた。今回の10年債レートの低下により、30年住宅ローン金利は再び5%割れと過去最低水準を更新しているため、借換えを通じた家計のバランスシート調整を後押しする効果が期待できるだろう。

## 2. 潜在的な金利上昇リスクの相殺

第二が、短期的な長期金利上昇リスクを相殺する効果である。実は、この4~6月期にも、10年債レートが3.5~4.0%の水準に上昇するリスクがあると当部ではみていた。鉱工業生産の下落は続いているものの、实体经济はこの4~6月にかけて短期的にリバウンドする可能性があったためである。ひとつは、在庫調整進捗による生産底打ち、他方が、4月より一世帯あたり最低65ドル(年間約850ドル)の減税実施による消費底打ち、そして足許の住宅着工件数の底打ち可能性である。

このうち、前月比22.2%と予想外の伸びを示した2月の住宅着工件数の増加は集

図3 住宅ローン金利と住宅着工件数

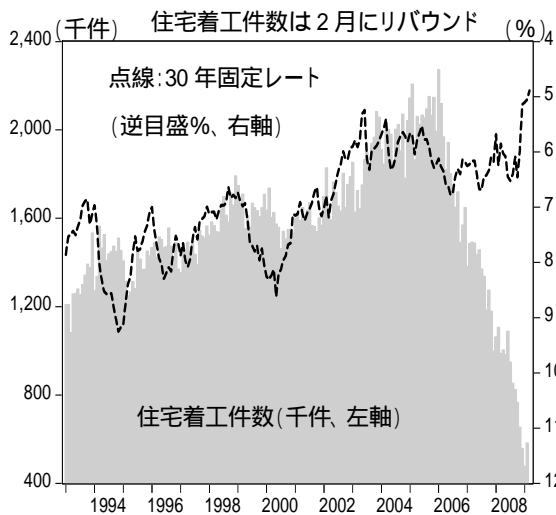
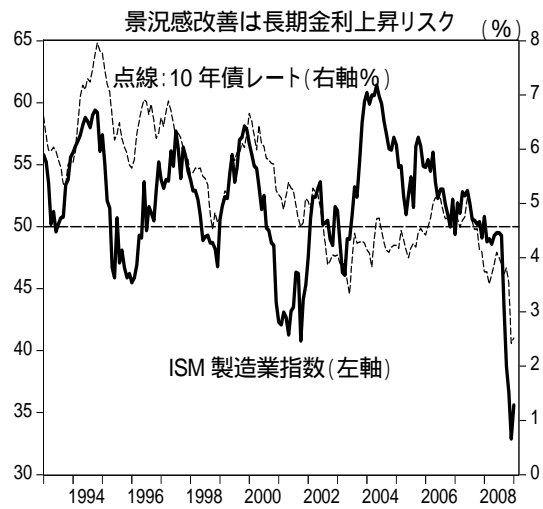


図4 ISM指数と10年債レート



(資料) 図3・4とも米国商務省「Survey of Current Business」他より住友信託銀行調査部作成

合住宅の増加が寄与しているものの、住宅着工件数の先行指数となる一戸建て住宅建築許可件数も同時に前月比11.1%増えていることから、住宅市場は少なくとも短期的には底打ちした可能性が高まっている(図3)。かかる月次指標のリバウンドは、長期金利を短期的に上昇させる方向に働く可能性があった。10年債レートの推移は、中期的なトレンドを除いた短期的な変動は、ISM指数などに代表される景況感の改善・悪化に則して上昇・低下する傾向にあるためである(図4)。

第三が、財政赤字拡大による中期的な長期金利上昇圧力に対する先制攻撃的な予防的対処の効果である。中期的な10年債レート水準推移を、2年債レート、名目成長率、財政赤字/GDP比率で説明する回帰式による理論値は、現在3.5%と0.5%ポイント以上高く、モデル誤差を考慮した上限は4%を超えていた(図5,6)。

図5 10年債レートの回帰理論値と乖離幅

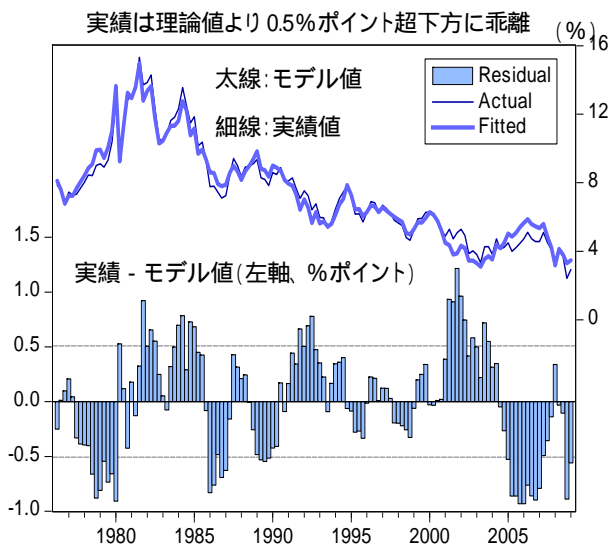
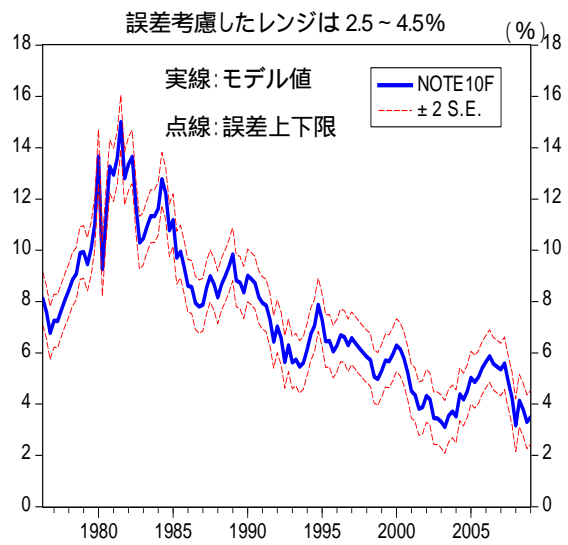


図6 10年債レートの理論値のレンジ推移



(資料) 図5・6とも住友信託銀行調査部試算

表1 10年債レートの回帰式の推計結果

財政赤字 GDP 比率 1%増加(赤字はマイナス)は 0.17%の金利上昇圧力

	係数	標準偏差	t-値
定数項	0.87	0.20	4.38
2年債レート	0.73	0.03	25.19
長期名目成長率(10年平均)	0.16	0.05	3.20
財政赤字/GDP比率	-0.17	0.03	-6.17
修正済み決定係数	0.97		
モデル標準誤差	0.51		

(資料)住友信託銀行調査部試算。

10年債レートに及ぼす各要因の影響をやや詳しく見れば、名目GDP比でみた財政赤字1%拡大による金利上昇圧力は概ね0.17%(17bp)と試算される(表1)。08年末時点の財政赤字規模は既にGDP比5.8%に達しているが、米議会予算局が3月20日に発表した最新の財政見通しによれば、09年会計年度(08年10月～09年9月)の財政赤字が1兆8,450億ドルと、オバマ米大統領が2月に議会に提出した予算教書での予想を930億ドル上回り、GDP比でみた財政赤字規模も13.1%(10年9月9.6%)に拡大する見込みである。今後1～2年で4～7%強も赤字が拡大することになる。従って、回帰式による単純計算では、赤字拡大による潜在的な10年債レートの上昇圧力は0.7%～1.2%ポイント(70～120bp)ということになる。

こうした要因により、米長期金利の上昇リスクが高まっていたが、FRBによる2年～10年ゾーンの国債買取り表明は、中期的にはともかく、短期的な金利上昇リスクを未然に防いだ意味で大きなものであったといえるだろう。

### 3. 株価底打ちへの残るリスク

当面予想された「悪い金利上昇」リスクが少なくとも短期的には遠のいたことで、家計のバランスシート調整や住宅市場の調整は進展することが期待される。

表2 世界の金融危機の平均的な底と現在の比較

ピークから底までの累積変化		期間
(過去7回金融危機)		
住宅価格	-36%	5年
株価	-56%	3.4年
失業率	+7%	4.8年
(今般の米国信用危機)		
住宅価格	-27%	3.8年
株価	-54%	1.7年
失業率	+3.7%	2年
(過去7回平均からの差分)		
住宅価格	-10%	+1.2年
株価	-2%	+1.7年
失業率	+3.3%	+2.8年

(資料) Rogoff他「The Aftermath of Financial Crisis」より  
住友信託銀行調査部作成

(注) 過去7回金融危機は大恐慌含む主要国データ

過去の主要な金融危機を伴う景気後退の「平均的な姿」は、住宅価格がピークから36%下落、株価は同56%下落、失業率の増分は7.0%であることが報告されている(前頁表2参照)。株価は既に2007年10月のピークから既に半値をつけていることから、表面的には株価底打ち反転の期待を醸成していることになる。残るリスクとしては何に注目すべきだろうか。

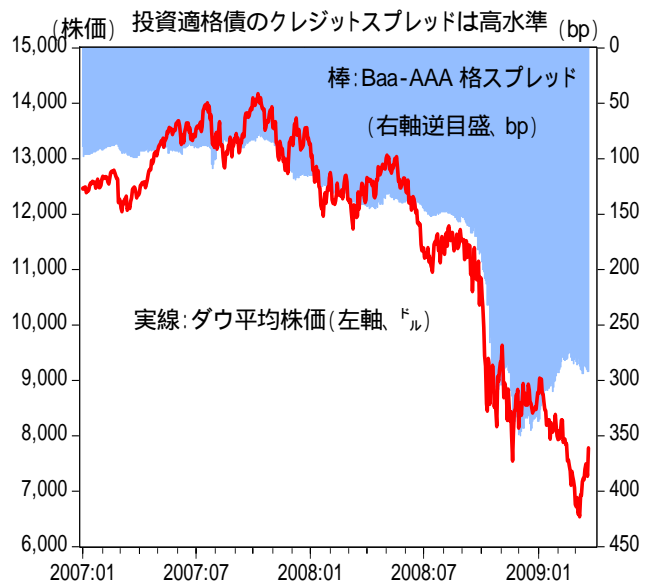
実体経済の残るリスクは、雇用悪化による家計所得環境悪化が、各種ローン延滞率の更なる上昇をもたらし、金融セクターや住宅市場の回復を遅らせるシナリオである。短期的な経済指標の底打ちの可能性も、雇用悪化に歯止めがかからなければ、持続的な回復に繋がらない。こうしたシナリオをモニターするには雇用関連指標がとりわけ重要となるだろう。残念ながら、週次で観察される新規失業保険給付申請件数は、なお65万件前後と高い水準にある。過去の失業保険申請件数と失業率の関係からすると、失業率では9~9.5%水準にあるとみられ、今後失業率は10%水準に達する可能性も残っている(図7)。

他方、金融市場のリスクとしては、かかる実体経済を反映した信用コストの再上昇にある。当部が注目する投資適格債の最上位格とのクレジットスプレッド(Baa格社債レート - AAA格社債レート)は頭を打ったものの、なおリーマン破綻前に比べ高水準にある。これがいつ金融危機前の水準に近づくかもリスクの重要なモニター指標となろう(図8)。

図7 失業保険申請件数と失業率



図8 クレジットスプレッドと株価推移



(資料) 図7・8とも米国商務省「Survey of Current Business」、Bloomberg 他より住友信託銀行調査部作成

#### 4. 米国経済金融予測の総括

以上を総括し、米国経済の予測経路を作成した。昨年末と比較した予測の主な修正点と今後のポイントは以下のようにまとめられる（詳細は次頁表3参照）。

自動車除きの小売売上高の堅調な推移（前月比2ヶ月連続でプラス）から、1～3月期の消費減速規模は軽微となる。それでも在庫減の影響で、年率で見た1～3月期の成長率は5%前後のマイナスとなる。

大幅な生産減速と在庫調整進捗に、4月以降の減税が加わることで、4～6月期以降の成長マイナス規模は1%台に収まる。雇用悪化ピッチが頭打つことで、10～12月期以降はプラス成長に復する。

この間の「悪い長期金利上昇」リスクが相殺されたことで、家計の金利負担の軽減と住宅市場の調整は予想より進捗する。来年半ばとみられる住宅市場の底打ちは以外に早く訪れる可能性も出てきた。

それでも、家計の純資産毀損とバランスシート調整を反映した、家計消費の手控え（貯蓄率の上昇）は、在庫・生産調整を長引かせ、企業の設備投資・雇用拡大を遅らせることで、回復後の成長ピッチは緩やかとなる。

事実、純資産（資産 - 負債）で見た家計の資産規模は10年前の水準に低下し、消費減速による総需要の低下（需給ギャップの拡大）は在庫・生産調整の達成を遅らせる圧力として働く（図9、10）。

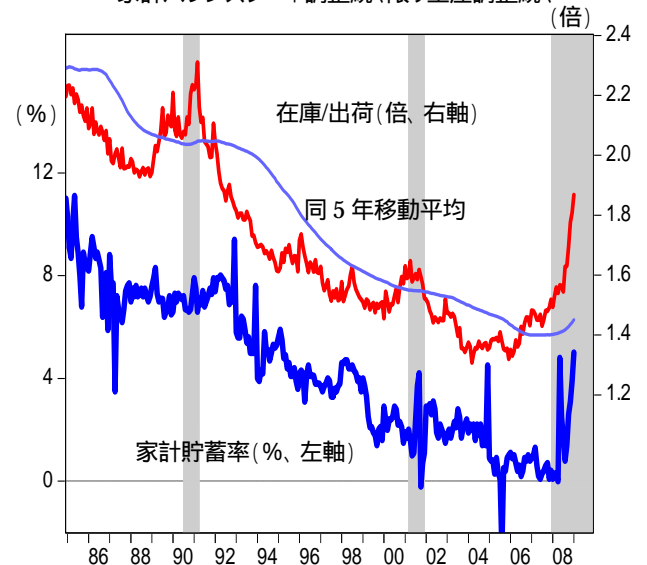
図9 家計純資産の長期時系列

家計の純資産は時価下落で10年前の水準に



図10 家計貯蓄率と在庫/出荷比率の推移

家計バランスシート調整続く限り生産調整続く



(資料) 図9・10とも米国商務省「Survey of Current Business」他より住友信託銀行調査部作成

かかる低成長のもと、FF レートは 2010 年 1～3 月期まで実質ゼロ金利に据置き、利上げは 2010 年半ばから。10 年債レートは、国債買取り期間である前半は 3% 未満で推移。但し、その後は 3.5% (2010 年 3 末) へと緩やかに上昇していくとみる。

投機的等級の BB 格スプレッドのピークアウトは、早くて 2009 年後半も高水準が続く見込み。適格債 Baa のピークアウトに遅れよう。

表3 米国経済金融予測総括表

	年次	2008		2009				2010	実績	(暦年予測)				
		7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3		2007	2008	2009	2010	2011
GDP	実質GDP(前期比年率%)	-0.5	-6.2	-5.8	-1.3	-1.5	0.5	1.0	2.0	1.1	-3.0	1.4	2.3	
	個人消費	-3.8	-4.3	-1.0	0.8	0.8	1.0	1.5	2.8	0.2	-1.2	1.4	2.5	
	非住宅投資	-1.7	-21.1	-25.5	-5.0	-4.0	-1.5	3.0	4.9	1.7	-12.6	2.5	3.5	
	住宅投資	-16.0	-22.0	-31.0	-20.0	-8.0	-5.0	-3.0	17.9	-20.8	-20.3	2.0	4.0	
	輸出	3.0	-23.6	-20.5	-16.0	-12.0	-8.0	2.5	8.4	6.2	-14.0	-1.5	2.0	
	輸入	-3.5	-16.0	-17.5	-12.0	-8.0	-2.0	1.5	2.2	-3.3	-11.0	2.0	3.5	
	名目GDP(前期比年率%)	3.4	-5.8	-4.1	-1.6	0.8	1.5	2.2	4.7	3.3	-1.8	2.5	3.3	
物価等	CPIコア(前年比)	2.0	2.0	1.7	1.5	1.1	1.2	1.3	2.3	2.0	1.4	1.6	2.1	
	PCEコア(前年比)	2.3	1.9	1.7	1.3	1.0	1.0	1.1	2.1	1.9	1.3	1.5	2.0	
	失業率(%)	6.2	7.2	8.4	8.7	9.2	9.5	9.0	5.0	7.2	9.5	6.2	5.5	
金利 未値%	FFレート	2.00	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	4.25	0.25	0.25	1.00	2.25	
	2年債レート(a)	2.00	0.76	0.98	1.10	1.10	1.25	1.35	3.05	0.76	1.25	1.85	2.50	
	10年債レート(b)	3.82	2.20	2.70	2.80	2.90	3.10	3.50	4.02	2.20	3.10	3.90	4.50	
	BB格社債(c)	10.11	13.22	11.90	13.50	14.50	14.50	13.00	8.30	13.22	14.50	11.00	10.00	
	Moody's Baa社債(d)	8.75	8.07	8.45	8.45	8.45	8.45	8.25	6.56	8.07	8.45	7.25	7.00	
	長短スプレッド(bp)(b-a)	182	144	172	170	180	185	215	97	144	185	205	200	
	BB格スプレッド(bp)(c-b)	629	1102	920	1070	1160	1140	950	428	1102	1140	710	550	
Baaスプレッド(bp)(d-b)	493	587	575	565	555	535	475	254	587	535	335	250		

(資料)住友信託銀行調査部、金融指標は未値。 予測

(木村：[kimurato@sumitomotrust.co.jp](mailto: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。