

金融財政 Business ビジネス

時事通信社

昭和23年7月8日 第3種郵便物認可
毎週2回 月・木曜日発行(但し祝日を除く)
購読料金 税抜月額 5,300円

104-8178 東京都中央区銀座5-15-8
©時事通信社2014

2014年(平成26年)
8月4日[月]
第10430号

時事トップ・コンフィデンシャル+

Contents 8.4

| | | |
|----------------|-------|---|
| .corner | .page | .title .writer |
| 巻頭言 | 3 | 乱気流への備えを 国際金融情報センター理事長 加藤隆俊 |
| 解説 | 4 | 【日本が学ぶべき点は】 歐州中央銀行の選択 米英日とは、引き続き一線を画す 日本総合研究所上席主任研究員 河村小百合 |
| column 照一隅 | 8 | 見習い鍼灸師が放った「第3の矢」？ 至誠 |
| column 放眼日中 | 9 | W杯と中国 コラムニスト・アジアンウォッチャー 須賀 努 |
| インタビュー | 10 | アジア進出の中小企業を支援 江丙坤・東京スター銀行会長に聞く |
| インタビュー | 12 | 【均等法黎明期、専門性に活路】 多様な人材、成長のカギ—金融大手 生え抜き女性役員3氏に聞く |
| 国際経済 | 16 | 【今後3年程度で判明か】 米長期金利低下の真相 長期停滞仮説は世紀の杞憂？ 龍谷大学経済学部教授 竹中正治 |

米長期金利低下の真相

長期停滞仮説は世紀の杞憂?

昨年12月末から今年年初にかけて3・0%前後まで上昇した米国の10年物国債利回りは、その後2・4%台まで低下、現在は2・5%前後のレンジで推移している(図1、17頁)。米国の長期金利のこの低下をしきりと不思議がり、米国経済の長期的な衰退の兆候ではないかという議論が、この春以来一部の市場関係者やエコノミストの間で繰り返されている。

しかし、筆者には不思議でも何でもない。景気回復と金融政策の現状から判断する限り、長期金利の低下は不思議でなく、極めて自然なことだ。むしろあのまま3%を越えてすると長期金利が上昇したとすれば、その方がよほど特異なことと言わべきだ。本稿では、その理由を解説する。

長期金利低下は「謎」か

F R B の テーパーリングが 肅々と進む中での米長期金利の低下は、

まず、米国の長期金利に関するその種の言説を引用、確認しておこう。

「10年米長期国債利回りは28日の取引終盤に2・43%台と約1カ月ぶりの低水準となつた。米株が最高値圏で推移しているのに、米国債に資金が入り続けるのは、教科書的には『首をかしげる』現象だ。まして

CONUMDRUM(謎)と言える『潜在成長率低下』説だ(ロイター記事5月29日 田巻一彦氏)。

『金利は上がる』と昨年末に広がった観測は、成長率や物価が上向くとの予想が前提だつた。だが物価上

昇率は米連邦準備理事会(F R B)がめざす年2%を下回つたままだ。今年の実質国内総生産(G D P)も

『3%成長』が蜃気楼のように遠ざかり、予想の下方修正を繰り返した近年のパターンを抜け出せない。理由は何か。『金融危機の後遺症だ』とイエレンF R B議長は言う。バブル崩壊に伴う過剰債務などで消費や投資は低調。F R Bが予想する長期

龍谷大学経済学部教授
竹中正治

たけなか・まさはる 79年東大経卒、東京三菱銀行(現三井東京UF J銀行)為替資金部次長、調査部次長、ワシントン駐在員事務所長などを経て、07年1月国際通貨研究所チーフエコノミスト。09年4月から現職。12年京都大学博士(経済学)。著作に『稼ぐ経済学』(光文社)、「なぜ人は市場に踊らされるのか?」(日本経済新聞出版社)など。

米国の趨勢的な実質G D P成長率

(潜在成長率) が 3 % 強から 2 % 台半ばに低下している点は筆者も異論はない。ただしその主因は、かねてより見込まれていたベビーブーム世代の引退による労働力成長率の低下に他ならない。米連邦議会予算局 (CBO) のレポートは、2014 年～17 年の潜在的な労働力成長率 (年率) を 0・6 % と見込んでいる (注 1)。これは 1950 ～2013 年の同平均 1・5 %、あるいは 1991 ～2001 年の 1・3 % に比べて、0・7 ～0・9 % 低い他の条件が同じならば、この分だけ

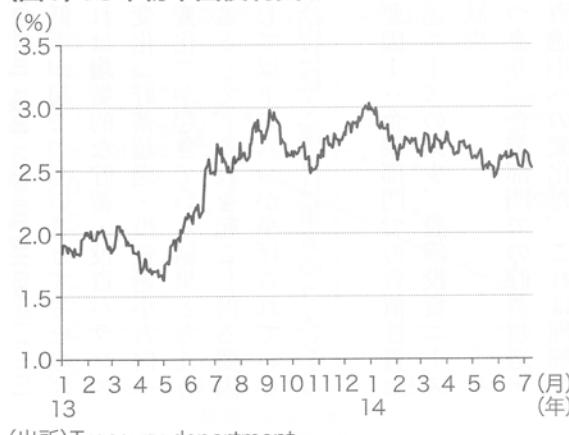
経済成長率が低下するのは当然のことであり、「長期停滞論」などと大 そうな議論をする必要はない。

また、08年の金融危機と不況による家計や金融機関のバランスシート調整はマクロで見る限り、損失の償却とその後の資産価格（株と不動産）の上昇でとつに終了している。イエレンFRB議長の発言などの部分を切り取ってきたのか不詳だが、今でも「金融危機の後遺症」が成長率の低下をもたらしているというのは奇妙な議論だ。

前述の記事に代表されるように、今年の米国長期金利の低下を米国の一趨勢的な経済成長率の低下の結果と見る議論が出回っているので、記事でも引用されているローレンス・サマーズ氏の「長期停滞論 (secular stagnation)」仮説」についても触れておこう。これは昨年11月に国際通貨基金 (IMF) の会合で同氏が語つてから話題となつたものだ。

うした状況にあると断定しているわけではなく、可能性の段階、仮説であると強調している。また、どのような原因が自然均衡利子率のマイナス状態を引き起こし得るのかについて同氏は、IMFの講演ではほとんど語つていなかつたが、直近の論文で考え得る六つの要因を含めて語っている（注2）。

〈図1〉10年物米国債利回り



(出所) Treasury department

蓄率の上昇が見られるはずであるところが、実際には、米国の危機後の家計貯蓄率は09年の7%をピークに低下傾向を辿っている。ちなみに1990年以降の平均値は5・5%であり、2014年第1四半期は4・4%である(図2)。

内容を一言で要約すると、リーマン・ショック以降、短期金利をゼロ近辺まで下げ、かつてない量的な金融緩和政策（非伝統的金融政策）で実質金利がマイナスになる状態を09年以降続けているのに「雇用の回復が遅く、インフレ高進の気配すらないのはなぜか」という問題提起だ。

こうした状況を説明する一つの仮説として、「自然均衡利子率が大幅なマイナス水準に落ち込んでいる状況を考えてみよう」と同氏は語っている。自然均衡利子率とは、様々な商品の需給が均衡し、完全雇用と資源の効率的な配分が実現している状態での実質金利である。

〈図2〉米国の家計貯蓄率推移(対可処分所得比)



(normal real rate of interest rate) の低下が起こっているとするならば、

それは趨勢的な貯蓄・投資バランスに変化（貯蓄超過・投資過小方向への変化）が起きている結果と考えら

れるとして、それを起こし得る要因として以下の六つが挙げられている（要因に続く部分は筆者のコメント）。

要因1・企業部門での負債性資金調達ニーズの減少、設備投資ニーズの減少

つまり、企業部門での貯蓄超過・投資過小への変化だ。これは理解で

きる。ただし、問題は企業部門のこ

のような貯蓄・投資バランスの変化

が何によって起こっているかだろう。

それについては後述の要因が関係し

ていて、人口成長率の低下→労働

力成長率の低下→経済成長率低下

確かに人口成長率は1950～

1960年代の平均1・5%から

2010年代は0・75%程度に低下

している。しかしそれは同時に、高

齢化（＝引退人口の増加）を意味す

る。人間は現役時代に貯蓄し、引退

すると過去の貯蓄を取り崩して消費

するという家計貯蓄のライフサイク

ル論を考えれば、家計部門の貯蓄減少という金利上昇に働く逆の作用も

同時に起こっているはずだ。

労働力成長率の低下→経済成長率低下は分かるが、なぜそれが自然利

子率の低下を招くのか。そこが明示的に語られていない。企業の長期的な期待経済成長率の低下→設備投資減少という因果関係を想定するならば、理解はできる。

要因3・所得格差の拡大、あるいは資本分配率の上昇、労働分配率の

低下→家計消費性向の低下＝貯蓄率

上昇

しかし図2が示す通り家計貯蓄率は上昇していない、むしろ低下しているという事実に矛盾する。

要因4・資本財の相対価格の低下→必要な設備投資資金の減少

これは要因1の企業部門での貯蓄超過・設備投資の減少の要因として理解すれば納得できる。

要因5・税効果勘案後の金利水準の低下

この要因について同氏は、「自分

はこの説を支持しない」と言つてい

る可能性であろう。

いずれにせよ、同氏は「長期的停滞論」はまだ仮説・可能性の段階であることを強調している。

人口高齢化・ベビーブーマー世代の引退による労働力成長率の低下の

分だけ今後の経済成長率が下がると

いう程度にとどまるならば、それは

もつたいぶつた議論をするまでもな

い自明の事であり、自然利子率の低下、そのマイナスの心配は杞憂に終

わるだろう。

長期金利低下の真相

それでは、筆者の長期金利低下の読み解きを紹介しよう。前述のよう

な仮説的な長期停滞論によらずとも、

今年の長期金利の低下は過去の経済変数の関係性から十分に説明できる

点がボイントである。

長期金利の推移は当然ながら、米

国の景気循環と金融政策を反映する。

景気の状況を反映する経済指標は

様々あるが、包括的なものとして

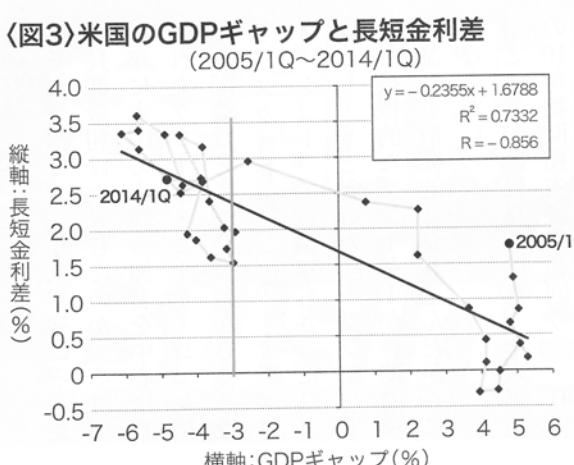
GDPギャップ（マクロ的な総供給と総需要のギャップ、マイナスが需

要不足・供給力超過）で示すことができる。米連邦議会予算局（CBO）

の推計によると、過去1年（2013

年2Q～14年1Q)の米国のGDPギャップは平均マイナス4・2%だ(6月25日のGDP第2次改定値発表前の推計)。

GDPギャップはマイナス幅を次第に縮小しているが、1980年以來の平均値プラス1・7%よりもまだかなりマイナス方向に振れている。これはリーマン・ショック後の不況による需要減少が非常に大きかつたことの結果だ。GDPギャップは2014年平均ではマイナス4・0～マイナス3・0%の範囲に入つてくると見込んで良いだろう。



(出所)CBO、FRB データより筆者作成

長期金利／短期金利であり、長短期利差はプラスである。一般的に景気の先行き改善が予想される局面では、長短金利格差のプラスの幅が大きくなる。逆に、景気の先行き悪化が予想される局面(多くの場合、景気循環のピーク近辺)では長短金利格差は縮小し、フルット化、あるいは逆転することもある。

以上を念頭に、GDPギャップと長短金利差(10年物財務省証券利回り-3カ月物国庫短期証券利回り)の相関関係を示したのが、図3だ(期間05年1Q

次に長期金利は、予想される短期金利の将来にわたる累積結果と等価になるようになるのが原理だ。つまり、10年物長期金利と3カ月物金利ならば、将来10年にわたつて3カ月物で資金運用(あるいは調達)した場合の予想累積利息と、10年物金利での累積利息が等価になるようになることが前提)。

現在は、短期金利がF R Bの非伝統的金融(量的金融緩和)政策で0%近辺に抑えられているが、将来は金利引き上げが予想されているので、長期金利差はプラスである。

一般的に景気の先行き改善が予想される局面では、長短金利格差のプラスの幅が大きくなる。逆に、景気の先行き悪化が予想される局面(多くの場合、景気循環のピーク近辺)では長短金利格差は縮小し、フルット化、あるいは逆転することもある。

もつとも当然バラツキのある関係であり、実際の長短金利差が推計値から±0・6ポイントの範囲に乖離する程度を確率的に示す標準誤差は0・6である。これは3分の2の確率で実際の長短金利差が推計値から±0・6ポイントの範囲に収まることを示している。すなわち、14年の10年物財務省証券の利回りの中心レンジは1・9～3・1%と

14年1Q)。両者の間には有意な(関係性が偶然ではない)負の高い相関関係が見られ、相関係数(R)はマイナス0・86、決定係数(R²)はプラス0・73である。これはこの時期の長短金利差の73%はGDPギャップで説明できることを意味する。CBOが推計したGDPギャップを基に考えると、14年は通年ではマイナス4・0からマイナス3・0%のレンジにマイナスが縮小すると見込まれる。GDPギャップの平均値をマイナス3・5%として前述の関係性を前提にすると、対応する長短期利差は2・5%となる(図中の近似線の方程式にマイナス3・5を代入して求める)。現状の3カ月物T B利回りは0・1%未満なので、10年物財務省証券利回りの推計値もほぼ2・5%となる。

もつとも当然バラツキのある関係であり、実際の長短金利差が推計値から±0・6ポイントの範囲に乖離する程度を確率的に示す標準誤差は0・6である。これは3分の2の確率で実際の長短金利差が推計値から±0・6ポイントの範囲に収まることを示している。すなわち、14年の10年物財務省証券の利回りの中心レンジは1・9～3・1%と

なる。これが前述データの関係性を前提にした自然な水準だ。

念のために言うと、GDPギャップの推計法は複数あり、前提や推計法次第でギャップの水準についてはかなり異なる結果が得られる。しかしこで肝心なのは、ギャップの水準自体ではなく、長短金利差との相関性である。ちなみにIMFが試算している年次ベースのGDPギャップのデータを使つてもほぼ同様の結果が得られたことを言い添えておく(対象期間1990～2014年)。

思惑先行の上昇と巻き戻し

以上の通り、昨年末から今年年初にかけての10年物財務省証券利回り3・0%前後という水準は、今年のGDPギャップと短期金利を前提に予想されるほぼ上限だ。年末年初に利回り3・0%をつけた時でも、F R Bの量的金融緩和が終了するのは今年の後半であり、実際に金利の引き上げが始まるのは来年の半ば前後と予想されていた。それを前提に考える限り、今年の10年物財務証券利回りが、3%を越えてするすると上昇したとすれば、その方がよっぽど「謎」として受けとめるべきこと

なのだ。

それではなぜ、年末年初にそこまで長期金利は上昇したのか。それは13年に米国の市場参加者を中心に語られたグレート・ローテーション相場（国債などの安全資産から株式などリスク性資産へのポートフォリオ・シフト）で、14年もさらにひと儲けしようと動いたヘッジファンドなど投機的なプレーヤーが長期財務省証券を積極的に売り込んだからに他ならない。

ところが既に見た通り、年末年初の10年物財務省証券利回り3・0%の水準は、今年の景気と金融政策から導かれる上限近辺だった。そこに1～2月の大雪による米国の経済活動の鈍化が加わり、投機筋の思惑は外れた。また、この時期に中国政府の中長期の財務省証券の購入が増えたとの報もある。結局、損切りに追い込まれるプレーヤーの買い戻しで10年物財務省証券の価格は上昇、利回りは2・4%近辺まで押し戻されたということにすぎない。

そもそも長期金利に限らず全ての相場は、将来の変化を先取りしようとするプレーヤーの思惑で短期的なオーバーシュート（行き過ぎ）や後

のだ。今年の春の長期金利の軟化もそうしたポジション調整によるジグザクな動きのひとこまにすぎない。

ヘッジファンドなど投機筋の思惑先行で生じた年末年初の長期金利の上昇を根拠もなく「景気回復に伴うトレンド」と勘違いしているから、冒頭に紹介したような見解が生じるのだろう。

今後の予想

最後に来年までの予想をしておこう。既に見た通りCBOが推計した過去1年（13年2Q～14年1Q）のGDPギャップはマイナス4・2%だった。15年これがマイナス3・0%までマイナス幅が縮小したとすると、長短金利差は2・4%となる。現時点でフェデラルファンド（FF）金利先物15年12月きりが示す金利は約0・76%だから（7月18日現在）、来年12月の10年物財務省証券利回りの現時点の推計値は3・16%となる（FFレートと3カ月物TBの利回りがほぼ同じ想定）。やはり標準誤差±0・6%の幅をもつて考えると、2015年の予想レンジは2・5～3・8%となる。

戻りを繰り返してジグザグに進むも

のだ。景気循環的な需給ギャップとFRBの金融政策の結果なのか、それとも長期的停滞仮説が示唆するような構造的な変化の結果なのか、おそらく今後3年程度で見えてくるはずだ。

このように今年の長期金利の低下は景気循環的な需給ギャップとFRBの金融政策の結果なのか、それとも長期的停滞仮説が示唆するよう構造的な変化の結果なのか、おそらく今後3年程度で見えてくるはずだ。

現在の量的金融緩和、事実上のゼロ金利政策が終了する来年以降、インフレも金利も危機前ほど上がらないままに推移する場合は、長期停滞仮説は信憑性が増すことになるだろう。そうはならずインフレも金利も上昇するなら、同仮説は世紀の杞憂だったということになる。筆者は後者のケースを予想している。

仮説は信憑性が増すことになるだろう。そうはならずインフレも金利も上昇するなら、同仮説は世紀の杞憂だったということになる。筆者は後者のケースを予想している。

（注1）The Budget and Economic Outlook:2014 to 2024

（注2）Lawrence H.Summers U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound Business Economics, National Association for Business Economics Vol. 49, No.2

読者対象は
ダリマン・ショック、サブプライム危機等でにわかに大きな話題となった金融技術についてさまざまな疑問を持つビジネスパーソン
金融技術のファンダメンタルズは、基本書で一応習得したが、実際に適用するとなるといろいろな疑問が出てくる実務家
金融技術関連のさまざまな案件を社内で検討する際に、そのメリットとリスクについてバランスを持って考える必要のある企業マネジメント層

金融技術 100の疑問



【主な内容】

1. 金融技術と証券化
2. 証券化技術の現状と課題
3. 金融技術とクレジットデリバティブ
4. クレジットデリバティブの課題と今後の展望
5. 取引所デリバティブと店頭デリバティブ
6. 信用取引
7. 天候デリバティブ
8. エネルギーデリバティブ
9. 環境ファイナンス
10. 金融技術とリスクマネジメント

TEL 03-5565-2155 FAX 03-5565-2168
<http://book.jiji.com/>



時事通信社 時事通信出版局 営業企画部

東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル4階