

金融財政 ビジネス Business



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】 欧州中央銀行の選択	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・アジアンウオッチャー 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なければならない。本稿では、その理由を解説する。

長期金利低下は「謎」か

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11カ月ぶりの低水準となった。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

FRBのテーパリングが粛々と進む中で、米長期金利の低下は、CONUMDRUM(謎)と言えるだろう。(中略)この謎を解くカギとして、米国内で浮上しているのが『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』と昨年末に広がつた観測は、成長率や物価が上向くとの予想が前提だった。だが物価上

昇率は米連邦準備理事会(FRB)がめざす年2%を下回ったままだ。今年の実質国内総生産(GDP)も『3%成長』が蟹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FRB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。FRB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(現三菱東京
UFJ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。

での米実質成長率は2・1と2・3%と3年前より約0・5%も低い」
「構造的な低成長を招く一因は富の集中だとサマーズ氏や他の専門家は懸念する。上位1割の富裕層の所得の比率は1980年の30%前半から直近は50%まで拡大。お金持ちほど多く稼ぐ傾向が強まるのに、富裕層はお金をあまり使わない。下位9割の層が所得の1と2%しか貯蓄しないのに対し、上位1%の層は約40%をためるとの分析もある」(日本経済新聞6月21日朝刊 西村博之氏)

米国の趨勢的な実質GDP成長率

〈図1〉10年物米国債利回り



(出所) Treasury department

(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マー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、2014～17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」などと大それた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と、損失の償却とその後の資産価格(株と不動産)の上昇でとくに終了している。イエレンFRB議長の発言の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。

さらに、危機後も継続している米国の家計所得格差の拡大が消費性向の低い富裕層の貯蓄増加・消費減少を通じて需要全体の減少を起こし、成長率を低下させているという議論も、事実に照らすと矛盾している。所得格差の拡大は事実であるが、格差拡大が消費性向の低下を招いているならば、家計貯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)。

サマーズ氏の長期停滞仮説

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趨勢的な経済成長率の低下の結果とみる議論が出回っている。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)の会合で同氏が語ったから話題となったものだ。

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と政策(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。そ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。もともとサマーズ氏は、現状がそ

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ているのかについて同氏は、IMFの講演ではほとんど語っていないが、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)。

この論文では、自然実質利子率

〈図2〉米国の家計貯蓄率推移(対可処分所得比)



(出所) BEA Department of Commerce

(normal real rate of interest rate)の低下が起こっているとすれば、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つ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る。

要因2…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」と言っている。

要因6…海外政府による外貨準備積み上げ傾向↓米国の財務省証券購入↓金利低下

これは、グローバルな貯蓄超過・投資過小が米国の趨勢的な金利水準を引き下げているというバーナンキ氏が以前主張した世界的な貯蓄超過論(global saving glut)に近いようだ。この要因が短期・中期の名目金利水準に影響を与えることは理解できるが、長期的な自然利子率にまで影響を与えると考えるのは、納得できない。

以上、挙げられた諸要因の中から、事実には照らして筆者が賛同できる要因は、企業部門における貯蓄超過・投資過小↓自然利子率の低下を伴う成長率の低下、という因果関係だ。そしてさらにそれを起こしている要因としては、資本財の相対的価格の低下、並びに同氏は明示的には語っていないが、労働力成長率の低下↓期待経済成長率の低下↓設備投資の減少↓実際の成長率の低下、という因果関係のループ(循環)が働いて

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。

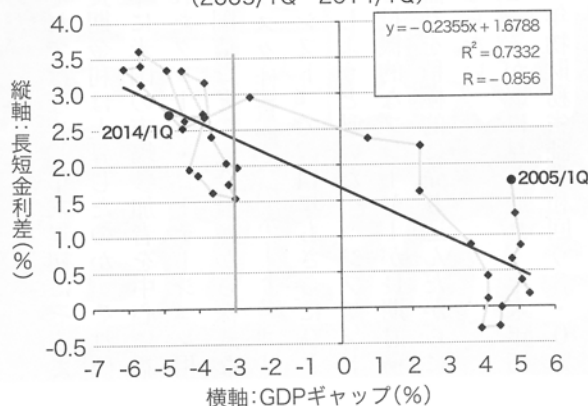
人口高齢化・ベビーブーマー世代の引退による労働力成長率の低下の分だけ今後の経済成長率が下がるという程度にとどまるならば、それはもったいぶった議論をするまでもない自明の事であり、自然利子率の低下、そのマイナスの心配は杞憂に終わるだろう。

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ポイントである。

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。景気の状態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、マイナスが必要不足・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

〈図3〉米国のGDPギャップと長短金利差
(2005/1Q~2014/1Q)



(出所)CBO,FRB データより筆者作成

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カ月物国库短期証券(TB)利回り)の相関関係を示したのが、図3だ(期間05年1Q

次)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決まるのが原理だ。つまり、10年物長期金利と3カ月物金利ならば、将来10年にわたって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決まる(信用リスクなどが同一であることが前提)。

現在、短期金利がFRB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/短期金利であり、長短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、フラット化、あるいは逆転することもある。

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決まるのが原理だ。つまり、10年物長期金利と3カ月物金利ならば、将来10年にわたって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決まる(信用リスクなどが同一であることが前提)。

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%として前述の関係を前提にすると、対応する長短金利差は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TB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。

思惑先行の上昇と巻き戻し

以上を通り、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。年年初に利回り3.0%をつけた時でも、FRB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っ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)。

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

戻りを繰り返してジグザグに進むも
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
ザクな動きのひとつにすぎない。
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年にこれがマイナス
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ヵ月物
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。

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。

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。

（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

金融技術 100の疑問

資産の証券化やCDS、
天候デリバティブ、
エネルギーデリバティブ、
さらには環境ファイナンスまで……

KAN Shigeru
可児 滋 [著]

【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



金融に関する最新のトレンドなトピックを盛り込みながら
最新の理論を踏まえ、金融技術の機能とリスク、
そして可能性についてQ&A方式でわかりやすく記述
●四六判296頁
●本体税2000円税別

読者対象は

- ▽リーマン・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
持っているビジネスパーソン
- ▽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



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

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