

# 米国経済：長期金利が示唆する 需給両面での中期低成長局面

三菱UFJモルガン・スタンレー証券  
エクイティリサーチ部 エクイティリサーチ課 シニアエコノミスト

森山 昌俊



## ■ 序：4～6月期は4%成長も 可能だが…

米国の1～3月期実質GDP成長率は、最終的に前期比年率マイナス2.9%に確定した。もっとも、ISM全産業総合指数（MUMSS試算）は4、5月平均で52.9まで改善し、非農業民間労働投入量も4、5月平均は1～3月対比で年率3.4%増と伸びが加速している。両者とのこれまでの関係からみて、4～6月期の実質GDP成長率は前期比年率プラス4%も可能ではある。

### 〈目次〉

序：4～6月期は4%成長も可能だが…

1. 需要面での中期的逆風
2. 供給サイドの潜在成長率の低下
3. Fedの対応

結び：中期低成長からの脱却とリスク

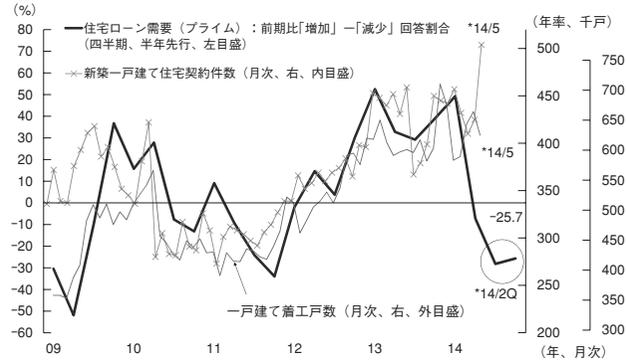
ただ、その後の成長ペースについては不透明感が高い。その一つが住宅部門である。同部門は本来が寒波一巡することで、最も恩恵を受けるはずである。ところが、3月以降の住宅関連の指標は冴えない。

## ■ 1. 需要面での中期的逆風

### (1) 中低所得層でのバランスシート調整圧力

ローン金利が上昇していた昨年6月にかけての中古一戸建て販売の好調は、持家世帯比率の低下継続（2014年1～3月期で65.0%）からみて、業者や機関投資家による賃貸転用を目的とした現金でのまとめ買いによるものだったと推測される。そもそも賃貸市場の需給逼迫（2013年4～6月期に貸家空室率がITバブル期以来の8.2%まで低下）は、家計が持家を「買えない」か「失った」結果だが、それもアパート建設急増と相次ぐ中古物件転

(図表1) 新築一戸建て販売の見通し



(出所) 米商務省センサス局、FRBより、MUMSS作成

(図表2) 所得階層別にみた米国家計の属性

所得階層	平均年収 (11年)	可処分所得比 (12年平均、%)					参考 負債/資産 (12年、%)	名目支出 構成比 (12年、%)	12/4Q 支出水準 (08/2Q=100)
		広義 株式資産	構成比	住宅 正味資産	総負債	返済負担			
第1分位 (~20%)	\$9,805	67.8	2.4	-122.1	153.1	20.9	23.3	3.7	98.4
第2分位 (20-40%)	\$27,117	29.3	2.4	8.4	88.2	14.9	22.8	9.0	100.8
第3分位 (40-60%)	\$46,190	43.9	5.9	2.9	111.0	16.8	28.0	50.8	101.9
第4分位 (60-80%)	\$74,019	51.2	11.1	5.3	108.2	16.2	24.3	23.4	105.5
第5分位 (80%~)	\$161,292	160.2	78.1	56.4	106.0	11.3	12.1	49.2	118.5
計	\$63,685	104.4	100.0	36.3	107.4	13.9	16.3	100.0	103.1

(注1) 広義株式資産は投信などを通じた間接保有を含む。住宅正味資産はモーゲージ保有世帯限定(米労働省「消費者支出調査」のモーゲージ保有世帯比率を使用)。返済負担は住宅ローンと消費者信用の元利返済負担の可処分所得比。  
 (注2) 所得階層別の各数値は、FRB「資金循環勘定(FFA)」と「家計金融調査(SCF、3年毎)」、米商務省センサス局の所得階層別可処分所得のデータをもとに、FRBスタッフの手法(Dean M. Maki and Michael G. Palmubo, "Disentangling the Wealth Effect: A Cohort Analysis of Household Saving in the 1990s," Federal Reserve Working Paper, April 2001)を用い、MUMSSエクイティリサーチ部試算。階層別平均年収は米労働省「消費者支出調査」の税引き前所得。

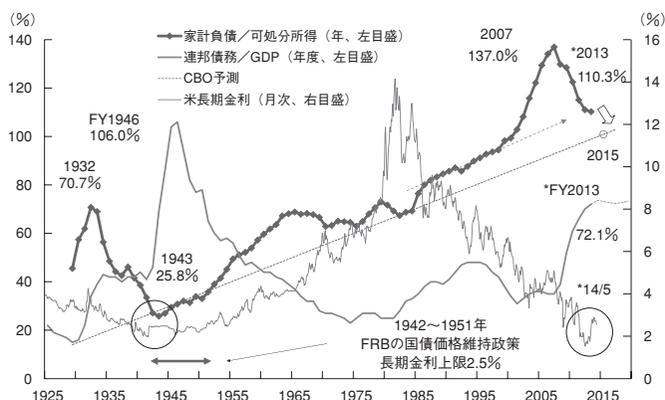
(出所) FRB、米商務省センサス局、BEA、米労働省より、MUMSS作成

用で、過去1年は一服(2014年1~3月期の空室率は8.3%)。今年2月にかけて中古一戸建て販売が急減したのは、恐らく業者がまとめ買いを止めたためであろう。

一方、新築一戸建て販売の2009年の底打ちからの回復は極めて限定的である。新築一戸建て市場は、差し押さえ物件がなく価格が高めであることから賃貸転用目的の購入対象に

はなりにくい。そのため、ローンで購入する家計の実需と金利をより反映する。その新築一戸建て販売は、ローン需要の減少で当面は期待できない(5月の販売契約は速報では急増しているが、ローン需要減少の実態と合わない。フレの大きい統計でもあり、今後、下方改定される可能性が高いと思われる)。一戸建て着工が低調なのも、需要見通しの悪さ

(図表3) 米家計のバランスシート調整



(注) 家計負債の1929-41年はコロンビア大ミシュキン教授 (1978)、1942-51年は線形補完。長期金利は1999年までは10年以上コンボジット、それ以降は10年債利回り。  
(出所) 米商務省BEA、FRB、CBO、コロンビア大学より、MUMSS作成

を反映したものであろう (図表1)。

ではなぜ家計の持家需要は低調なままなのか。米国では、消費の49.2%を支える所得上位2割の富裕層に株式資産の78.1%が集中している (2012年：MUMSS推計)。ところが残り8割の中低所得層は株式資産をほとんど保有せず、所得も伸び悩む中、資産に対する負債の比率が富裕層 (12.1%) の倍はある (図表2)。そして、2012年末時点の賃貸3,958万世帯のうち93.9%が、この中低所得層なのである (MUMSS推計)。

つまり、持家需要の本格回復には少なくとも中低所得層のバランスシート調整進展が必須ということになる。家計の負債総額の可処分所得比は2013年末で110.3%まで低下したが、今回のような調整は戦後初で大恐慌時以来のもの。そこで大恐慌以来の同比率のボトムを結んだ傾向線と今回の調整の交点を今回

の当面のボトムとすれば、一巡の目安は2015年。大恐慌後の調整一巡がそうであったように、これを確実にするには長期金利の低位安定が必要ということになる (図表3)。

## (2) 期待成長率低下による企業の設備投資抑制

長期金利の低位安定が必要な理由には他にもある。米国では個人消費と住宅投資の合計が家計の需要が、実質GDPの7割強を占める。その家計の需要の伸びは、前年比4~6%台まで高まるのが「オールドノーマル」。ところが、今回の「大不況」(Great Recession)からの回復局面では、既に5年目でも2%台前半のみである。

GDPの7割強の伸びが回復5年目でも従来の半分となれば、企業にとっての期待成長率も半減している可能性が高い。企業が高い利

益率を維持し潤沢な資金を確保しているにもかかわらず、国内の設備投資に慎重なのはこのためだと考えられる。だとすれば、企業の設備投資を誘発するためにも、家計の本格回復は必須。こうした面からも長期金利の低位安定が必要なのである。戦時中ほどではないが、連邦債務のGDP比が戦後では異例の70%を超えている連邦政府にとっても同様である。

## ■ 2. 供給サイドの潜在成長率の低下

### (1) 生産性上昇率の趨勢的低下

住宅バブル崩壊と金融危機後の需要面での中期的逆風は、供給サイドの潜在成長率の押し下げ要因にもなっている。前述のように、企業はリーマンショック後の期待成長率の大幅低下で国内の設備投資に極めて慎重だが、こうした慎重姿勢は、既に2000年の情報技術(IT)バブル崩壊後から始まっていた。例えば、機械投資のGDP比率は2000年7～9月期の7.5%をピークに傾向的に低下している。直近2014年1～3月期の5.6%は、大不況前二回の景気後退期のボトムに並んだ程度である。

技術進歩の取り込みや生産能力向上のための新規設備投資が中期的に手控えられてきた結果、実質資本ストックの伸びは2012年末で前年比1.4%と戦後最低圏に落ち込んでいる。加えて、金融危機後は失業長期化への懸念から、技能に適した職場への転職を労働者が躊躇していることもあり、現実の労働生産性の伸びは今回復局面で大幅に鈍化している。こ

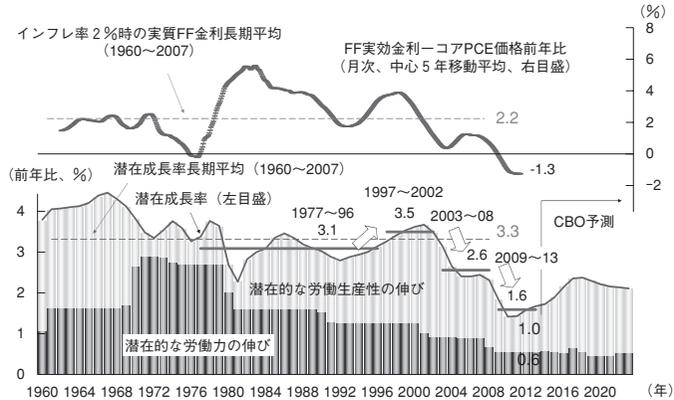
うしたこと受け、議会予算局(CBO)推計の潜在的な労働生産性上昇率も、2001年の2.6%をピークに2010～11年には1%を割り込んでいた。

### (2) 労働力人口の伸びの趨勢的低下

これとは別に、高齢化の問題がある。2008年頃からのベビーブーマーの引退開始に伴い、労働力人口のコアとなる15～64歳人口の伸び低下が顕著になっている。その上、労働参加率が2000年以降、女性の参加率頭打ちや高齢化の影響で趨勢的に低下。これらを踏まえたCBO推計の潜在的な労働力人口の伸びは、2012年には0.6%まで低下している。CBOは2024年には0.5%にまで伸びが低下すると予測している。

以上より、潜在的な生産性上昇率と労働力人口の伸びの和で表される潜在成長率は、CBOによると1997～2002年平均の3.5%から、まず2003～2008年平均の2.6%に、次いで2009～2013年平均の1.6%へと、二段階で下方屈折したのだった。ただし、CBOは、2019年に向け潜在成長率が2.5%にまで持ち直すと予測している。これは、潜在的な労働力の伸びが低迷を続ける可能性が高いとみられる中、もっぱら潜在的な労働生産性上昇率の加速見通しに依拠している。つまり、その前提である設備投資の本格的再開を想定していることになる(図表4)。

(図表4) 米国の潜在成長率と均衡実質FF金利



(注) 潜在成長率とその要因分解はCBOによる。  
 (出所) CBO、FRB、米商務省BEAより、MUMSS作成

### (3) 「当面」の均衡実質FF金利はほぼゼロ?

需要面での中期的逆風が長期金利の抑制を必要としていることは先に述べたが、供給面での潜在成長率低下も同様である。潜在成長率は、完全雇用状態でインフレを加速させない成長率。それが低下しているということは、完全雇用状態で経済がインフレを伴わずに拡大すると整合的な実質金利である「均衡実質金利」(equilibrium real rate of interest)も低下していることを意味する。

CBO推計の潜在成長率と実質FF金利(コアPCE価格指数前年比で実質化)の中期的趨勢(中心5年移動平均)の推移を比較すると、両者は確かに連動しており、低い潜在成長率の局面ではより低い実質FF金利が必要であることがみて取れる(図表4)。金融危機以前には「長期」の均衡実質FF金利は2~2.5%と言われていたが、例えば、1960~2007年

の期間で、コアPCE価格指数前年比でみたインフレ率2.0%に対応する実質FF金利の長期平均をとると2.2%。一方、この間の潜在成長率の長期平均は3.3%。両者の差1.1pptを潜在成長率と均衡実質FF金利の平均的乖離とすれば、金融危機以降の2009~2013年の「当面」の潜在成長率1.6%に対応する「当面」の均衡実質FF金利は、それ以前の長期平均2~2.5%からはるかに低い0.5%となる。

「当面」の均衡実質FF金利がほぼゼロの場合、完全雇用状態に対応する「当面」の名目FF金利はインフレ目標2%を加えた約2%。それだけ利上げも限定的になると予想されるため、長期金利の見通しも低下しよう。均衡実質短期金利が低下すれば、その合成である均衡実質長期金利も低下する。よって、長期のインフレ期待が安定ないし低下していれば、均衡実質短期金利低下に対応し、名目長期金利の見通しも低下する。いずれにせよ、

---

潜在成長率の低下も長期金利抑制を必要としているのである。

### ■ 3. Fedの対応

#### (1) QE縮小と質的ガイダンスへの移行

足元で米国の長期金利が年初の市場予想に反し「低下ないし抑制」されているのは、前任者のバーナンキ及びイエレンFRB議長率いるFedが、こうした長期金利抑制の必要性を認識し、それを市場に伝え、あらゆる措置を講じてきたことが、徐々に理解され実を結びつつあるためと考えられる。量的緩和(QE)縮小、FF金利の先行ガイダンス修正、利上げ開始後のペースに関する新たなガイダンス導入は、いずれも長期金利抑制を企図したものである。

2013年5月にQE縮小が示唆された当初、市場は引き締め的一步と捉え、長期金利は急騰した。しかし、QE縮小とは、「高度な緩和」(長期金利抑制)を継続するための手段を、永遠には続けられず未知のリスクを伴う非伝統的なQEからゼロ金利政策とその長期化に移行する「ミックスの修正」だった(2013年7月10日、バーナンキ)。「労働市場・物価の見通しや費用対効果の評価次第」(FOMC声明)の建前とは別に、縮小ペース(毎会合月間購入額100億ドル減額)と終了時期(秋のどこか)を当局が明確にしているのも、長期金利を安定させるためである(2013年10月FOMC議事録)。

3月19日のFOMCが、失業率6.5%という利上げ検討の目安を撤廃し、「幅広い情報に基づけば、特にインフレ見通しが目標の2%を下回り続ける間は、QE終了後も相当の期間ゼロ金利を継続するのが適切」という質的ガイダンスに移行したのも、長期金利抑制が目的なのは明白。イエレン議長がFOMC後の会見で「相当な期間」を「約6ヵ月」と述べたため利上げ前倒し観測が台頭した。しかし、不完全雇用(非自発的パートタイマー+就業希望の非労働力人口)や長期失業の多さ、賃金の伸びの低さといった「幅広い指標」を具体的に挙げ、労働市場にはなお「相当なスラック」があることを示し(3月31日のシカゴ講演)、インフレについては下ぶれリスクを強調したため(4月16日のNY講演)、早期利上げ観測は後退。これも長期金利抑制に寄与している。

#### (2) 利上げ開始後のガイダンス導入と長期的な成長力への懸念

3月19日のFOMCが初めて声明で、「雇用とインフレが目標水準近くになってもなお、長期的に適正とFOMCが考えるよりFF金利目標を低く抑えることは、経済状況からしばらく正当化されよう」という利上げ開始後のペースに関するガイダンスに言及したのも、「当面」の均衡実質FF金利低下を意識してのこと。イエレンは4月16日のNY講演で、このガイダンスに関してFOMC参加者は様々な理由を挙げているとする一方、多くに共通

するものとして、金融危機前平均より、少なくとも「しばらく」は経済の生産能力の伸び（潜在成長率）が低下している可能性を指摘していた。

FOMC参加者の考える適正FF金利水準を示す「ドットチャート」は、均衡実質FF金利が「当面」は歴史的平均より低いと当局がみていることをより直接的に示している。FOMC最新経済見通し（2014年6月18日）によれば、2016年10～12月期の失業率予想の中央値は5.3%、インフレ予想の中央値は1.8%。これはFOMCが目標と考える均衡状態（失業率5.4%、インフレ率は目標の2%）とほぼ同じであるにもかかわらず、会合参加者が適切と考える2016年末のFF金利の中央値は2.50%。これは「当面」の均衡実質FF金利をほぼゼロとみていることを示している。利上げペースが緩やかなことを示すことで、利上げ観測や利上げに伴う長期金利上昇を抑えようとしているのである。

最新の経済見通しでより注目すべきは、FOMCが長期的な均衡状態と考える5～6年先の「長期見通し」。ここでの成長率は長期的な均衡状態を持続させるための「長期的」な潜在成長率に相当する。その中央値が2.25→2.20%と小幅下方修正された。2009年11月会合時の2.65%からみればかなりの引き下げである。一方、ここでのFF金利は長期的な均衡金利。これが今回4.00→3.75%に引き下げられたが、4%未満の回答は前回の16人中6人から今回は11人へと大幅に増加して

いる。長期見通しでの成長率やFF金利の数字が引き下げられたということは、潜在成長率と均衡金利の低下が「当面」に止まらない可能性を当局が懸念し始めたことを示唆している。そうすると、利上げの到達点がかなり低くなる可能性も否定できなくなる。

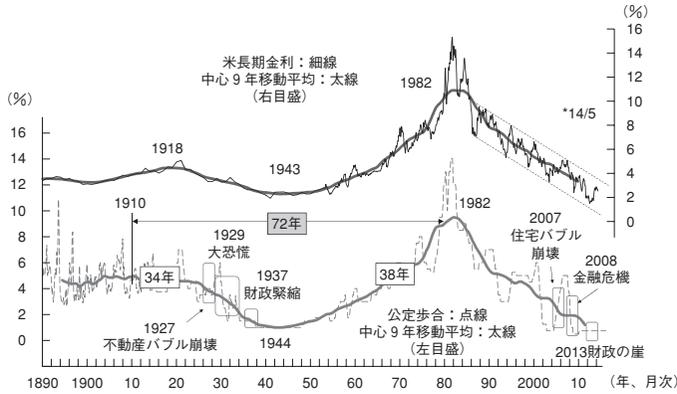
## ■ 結び：中期低成長からの脱却とリスク

### (1) 中期低成長局面からの脱却の可能性

ただし、長期金利は永遠に低下ないし低水準を続けるわけではない。既に述べたように、2015年いっぱい長期金利を現状程度で維持できれば、家計のバランスシート調整に目途がつき、需要面での逆風が薄れる。GDPの7割強の本格回復は期待成長率を押し上げ、いよいよ企業の設備投資を誘発しよう。そうなれば、最終的に生産性上昇率の加速を通じ、潜在成長率と均衡実質金利の上昇を期待することができる。

こうした中期低成長局面からの脱却の可能性は、長期波動のコンドラチェフサイクルが足元で大底局面にあるとみられる点からも支持される。金利や物価から抽出される50～70年周期と言われる同サイクルは、米国の場合、公定歩合の中心9年移動平均からみて2015年前後がボトムと推測される。コンドラチェフサイクル終盤の低インフレ・低金利がバブルとその崩壊をもたらし、その後の財政緊縮が景気の重石になったという点で、現局面は大

(図表5) 米国のコンドラチェフサイクル：大底局面



(注) 公定歩合の1914年以前は6ヵ月物CP (NY) 金利で代用。2003年以降は健全な預金金融機関向けのプライマリークレジットレート。1999年までの長期金利は10年以上のコンポジット、その後は10年債利回り。  
(出所) NBER、FRBより、MUMSS作成

恐慌前後の状況と似ている（図表5）。当時サイクルは1944年でボトムをつけたが、前後10年間はFRBが財務省からの要請で長期金利の上限を2.5%で固定。その間1943年に家計のバランスシート調整が一巡したことは示唆的である（前出、図表3）。

## (2) 金利上昇リスクは、緩和長期化が誘発する過剰なリスクテイク

こうした中期低迷からの脱出シナリオのリスクは、ゼロ金利長期化が市場の過度のリスクテイクを誘発するケース。昨年5月以降、当局がQE縮小を示唆し始めたのも、QE継続を通じた金融不安定化を懸念してのこと。イエレンを始め当局者は、特に投資家の利回り追及を警戒しているが、ハイイールド債利回りは、昨年5月7日以来の5%割れとなっている。10年債利回りとのスプレッドでみれば

当時以上にタイト化している。

今やFRBにとって金融安定化は、最大雇用、物価安定と並び、事実上の第三の責務となりつつある。その遂行のためには金融政策の使用も排除しないとの考え方が、FRBの中で徐々に浸透しつつある。つまり、市場が行き過ぎと判断されれば、雇用や物価から正当化されなくとも、利上げが前倒しされる可能性も否定はできなくなっている。その場合、長期金利も大幅に上昇しかねない点には注意が必要である。イエレンFRB議長が6月18日のFOMC後の会見で、「市場参加者は金利、つまり短期金利の今後の経路に不確実性が伴うことを認識しておくことが重要だ」と述べたことは、利上げを警告しているというよりは、むしろ、利上げを急ぎたくないがゆえに、過剰なリスクテイクを牽制しているのだと思われる。