

## Special Report

ソニーフィナンシャルグループ(株)  
金融市場調査部 シニアエコノミスト  
渡辺 浩志

## 米長期金利の変動要因と見通し

## KEY POINT

- 米長期金利の変動要因は、①FRBの政策スタンス、②国債需給・信用リスク、③地政学リスクと原油価格など
- 5月以降の金利上昇は①が主因、9月以降は②と③の影響が強まっている
- 金融環境が引き締まっていないこと、長期のインフレ期待が上振れ気味なことは、今後の金利上昇要因
- 長期金利は景気減速・インフレ鈍化・利下げを視野に緩やかに低下へ
- 悪い金利上昇が金融不安や深刻な景気後退を招けば、その後の長期金利は下振れへ
- GDPギャップとイールドカーブの形状は長期的に連動。ここから逆算した長期金利は24年末でも4%台後半
- 名目潜在成長率を上回る高金利は長期化し得るか。FRBや市場が予想する高金利とソフトランディングのシナリオが不整合の可能性。あるいは名目潜在成長率が切り上がり、米国の金利耐性が高まっている可能性も

## 米長期金利の変動要因

米長期金利の大幅な変動が金融市場を騒がせている。5月半ばに3.4%近辺にあった米10年国債利回りは、足下で4.9%を超え、2007年7月以来となる約16年ぶりの高水準を付けた。

長期金利のこのところの変動要因として、第一に中立金利の上昇観測が高まるなかでFRBがタカ派姿勢を示していること、第二に国債需給軟化や信用リスクによる「悪い金利上昇」の圧力が高まっていること、第三に地政学リスクと原油高の影響が考えられる。以下では、それぞれの要因を点検しつつ、米長期金利の行方を考えたい。

中立金利上昇観測とFRBのタカ派姿勢

国債需給軟化や信用リスクによる悪い金利上昇

地政学リスクと原油高

## ① 中立金利の上昇観測とFRBのタカ派化

中立金利とは景気を熱しも冷ましもしない政策金利水準の目安であり、近年は2%~3%と考えられてきた(FRBのロングラン金利の中央値は2.5%)。米国の政策金利はすでに5.375%まで引き上げられており、中立金利を大きく上回っている。それにもかかわらず米国景気はいまだ底堅く、インフレ率も高止まりしているため、市場参加者の間では、中立金利が切り上がり、金融引き締めが効きにくくなっているとの見方が台頭している。

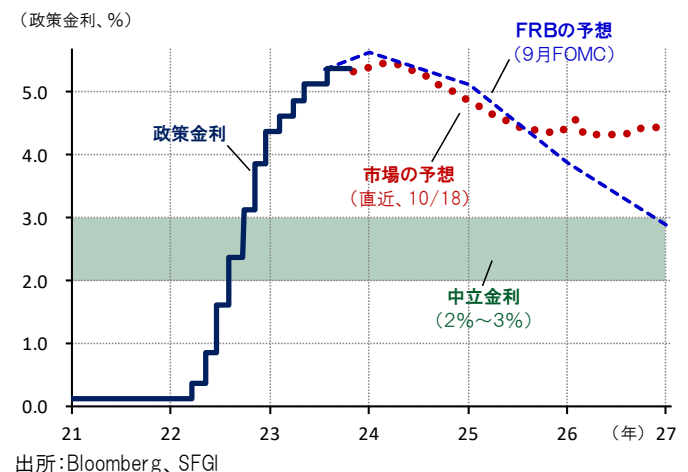
FRBも同様の可能性を念頭に、9月FOMCでは利上げを見送りつつも、年内の追加利上げを示唆した。また、来年は利下げに転じるも、下げ幅はわずか0.5%に止めるとし、より高

い政策金利をより長く維持する姿勢(“higher for longer”)を示している。

年内と予想される利上げのピーク(ターミナルレート)については、FRBと市場参加者の間で見方に大差はない。しかし、将来の利下げのボトムの見方は大きく割れている。

図表1の通り、FRBはタカ派姿勢を示しつつも、インフレ沈静化とともに利下げを進め、2026年末までに政策金利を3%以下へ引き下げていくと予想している(長期的にはFRBが中立金利と考える2.5%へ着地するとの予想)。これに対して市場は、利下げが行われたとしても4%台前半までに止まると予想している。市場は中立金利の切り上がりやFRBのタカ派姿勢を強く警戒している模様だ。

図表1: 政策金利見通し(ドットチャートとFF先物)



図表2の通り、今回の利上げ局面における国債金利は、市場が予想する利上げのピークと利下げのボトムの間で動いている。短期金利は近く訪れる利上げのピークを織り込み、長期金利は将来の利下げのボトムを視野に入れている。

市場が予想する利下げのボトムは、3～5月の地銀破綻の際には2.5%まで低下した。だが、5月以降は、底堅い景気と中立金利の上昇観測、FRBのタカ派姿勢を受けて徐々に切り上がり、これが長期金利を押し上げてきた。

図表2: 国債金利の変動領域



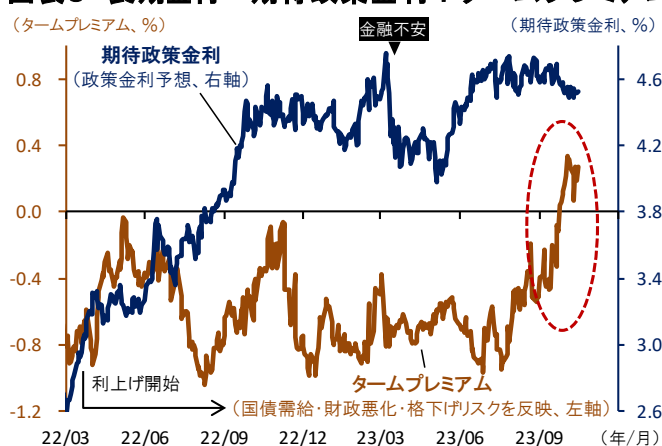
注: 政策金利のピークはFF金利先物23年12月限、ボトムは同25年11月限  
出所: Bloomberg、SFGI

## ② 悪い金利上昇圧力

9月以降は、金利変動要因の第二に挙げた国債需給の軟化や信用リスクの高まりによる「悪い金利上昇」の圧力も目立っている。米国の財政赤字拡大と国債の増発、並びに新年度予算を巡る議会の混乱と政府閉鎖のリスクなどが高まるなか、格付け機関がこれに目を光らせている。格下げリスクへの警戒が国債売りを招き、国債金利を押し上げている。

国債金利を「政策金利見通しに基づく部分(期待政策金利)」と「国債需給や信用リスクに基づく部分(タームプレミアム)」に分けてみると、足下では後者の影響が顕著に大きくなっていることがわかる(図表3)。

図表3: 長期金利 = 期待政策金利 + タームプレミアム



注: 期待政策金利とタームプレミアムはNY連銀のACMモデルの推定値  
出所: NY連銀、SFGI

他方、10月7日以降は、イスラム組織ハマスとイスラエルの武力衝突が安全資産としての米国債の買い戻しを招いており、タームプレミアムには下押し圧力も生じている。

長く振り返れば、タームプレミアムは失業率(景気)と連動してきた(図表4)。失業率上昇→景気対策に伴う国債増発(財政赤字拡大)→国債需給軟化→タームプレミアム上昇、という因果関係が背後にある。その点では、タームプレミアムの中長期的な方向性はマクロ経済からある程度予想できるものだ。FRBの見通しのように、当面、失業率が大幅に上昇する可能性が低いとすれば、タームプレミアムの上昇余地も限られるように思われる。だが、現在は完全雇用の下にもかかわらず財政赤字が拡大し国債が増発されるという異例の状況にある。また、上述の通り、政治的な混乱や世界の地政学リスクが債券需要を左右している。このような局面ではタームプレミアムの行方を予想することは困難といえる。

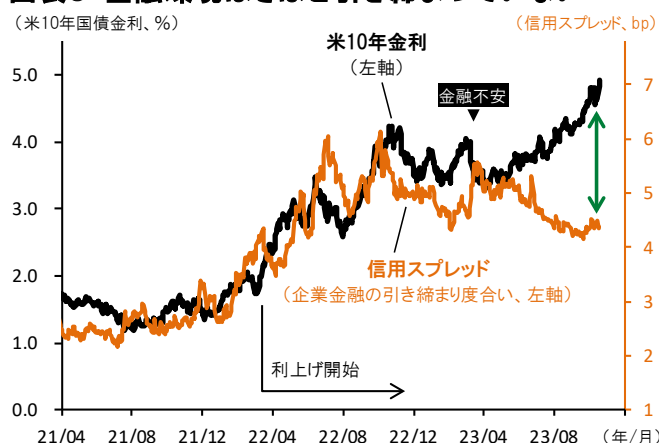
図表4: タームプレミアムは失業率と連動してきた



注: 点線部分はFRBの失業率予想(9月FOMCのSEPより)  
出所: FRB、BLS、Bloomberg、SFGI

こうしたなか、最近のタームプレミアム主導の金利上昇を警戒するFRB高官の発言が増えている。悪い金利上昇が金融環境をタイト化させ、利上げを肩代わりするとの声が上がっている。これは、期待政策金利を低下させ長期金利を押し下げるものだ。だが、信用スプレッドの動きを見る限り、長期金利の上昇が金融環境の引き締まりに直結している様子は見えない(図表5)。

図表5: 金融環境はさほど引き締まっていない



注: 信用スプレッドは米HY社債利回り-米10年国債金利  
出所: Bloomberg、SFGI

背景には、FRBの量的緩和や3月地銀破綻後の資金供給策(BTFP)によるカネ余り、ノンバンクによるプライベートクレジットの拡大などがあると思われる。金融環境が十分に引き締められなければ、インフレは長期化しやすい。来年に予想される利下げが先送りされるとの観測が高まれば、期待政策金利の上昇とともに長期金利に一段の上昇圧力がかかる恐れがある。

### ③原油高は、むしろ金利低下要因か？

金利変動要因の第三に挙げた原油高にも注目が集まる。中東情勢の緊迫で原油が高騰すれば、期待インフレ率の上昇を通じて国債金利を押し上げるとの見方である。

10年の期待インフレ率(ブレイクイーブン・インフレ率、BEI 10年)は、「短期ゾーン(向こう5年、BEI5年)」と「長期ゾーン(5年先からの5年間、BEI5Y・5Y)」に分解できる。ここで、目先の要因に左右されやすい短期ゾーンの期待インフレ率をみると、意外にもこのところの原油高にはあまり反応していない(図表6)。むしろ、原油高が他の資源需要や商品市況の重荷となって、短期の期待インフレ率の頭を押さえているようにもみえる。

このところの原油高は、景気(需要)よりも、産油国の減産や地政学リスク強く反映したものである。こうした供給制約による原油高は、企業の利益率低下や家計の実質所得減少を通じて景気を悪化させ、期待インフレ率や長期金利をむしろ押し下げる方向に作用する可能性がある。

図表6: 供給制約による原油高は景気や期待インフレ率をむしろ押し下げ

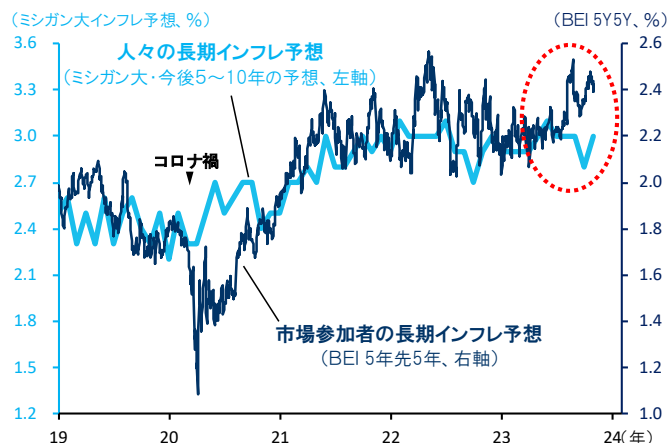


出所: Bloomberg, SFGI

他方、気がかりなのは、長期ゾーンの期待インフレ率(BEI5Y・5Y)が上振れ気味なことだ。短期ゾーンが現実のインフレ率や商品市況を反映する一方、長期の期待インフレ率は物価の番人である中銀への信認を表す面がある。足下の長期期待インフレ率の上振れは、中立金利の上昇により金融引き締めが効きにくくなっているとの市場の懸念を反映している可能性もある。これは中銀の信認喪失や物価の暴走を

連想させるものであり、FRBに追加利上げを促し長期金利を押し上げる要因となる。長期のインフレ期待を表す指標は複数あり、まだすべてが上振れているわけではないが、注視が必要である(図表7)。

図表7: 長期の期待インフレ率の上振れは金融政策の効力やFRBの信認の低下を表す面も

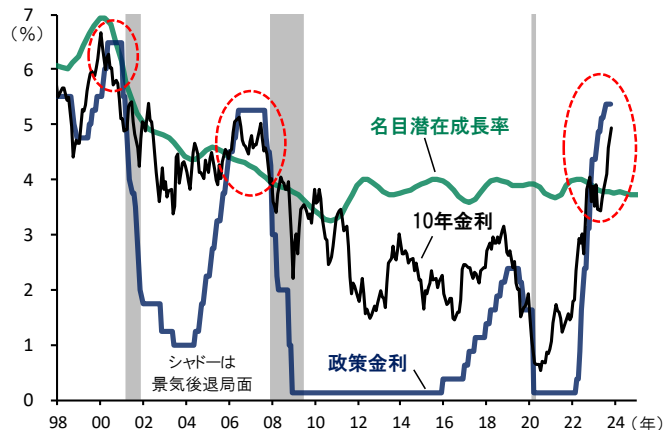


出所: ミシガン大、Bloomberg、SFGI

### 米長期金利の行方

では、今後の米金利はどうなるか。利上げ開始から1年半が経ち、金融引き締めの累積効果は徐々に強まってきている。雇用・物価指標の水準は高いが、方向はピークアウトを示すものが散見されており、この先は米景気の減速が見込まれる(当社は来年前半に経済成長率が小幅なマイナスになると予想)。また、長期金利の上昇は、それ自体が経済への打撃となる。過去も政策金利や長期金利が名目潜在成長率を一定期間上回ると、実物資産の投資環境が悪化し、景気後退に陥ってきた(図表8)。

図表8: 名目潜在成長率を超える高金利は景気に打撃



注: 名目潜在成長率は CBO 試算の潜在成長率+物価目標 2%  
出所: CBO(議会予算局)、FRB、SFGI

住宅市場を例にとれば、現在、家賃利回りが 5.5%であるのに対して住宅ローン金利(30年固定)は 7.6%である。住宅投資は大幅な逆ざや(投資リターン<金利コスト)となり腰折れしているが、このような状況が設備投資や耐久消費財の

ほか、経済全体に波及し景気悪化に繋がると考えられる(※名目潜在成長率が切り上がっている可能性については後述する)。

こうして景気減速やインフレ鈍化が鮮明になって来れば、FRBが利下げに動くことを視野に、市場が予想する利下げのボトムも切り下がり、それとともに長期金利も低下して行こう。なお、市場は政策金利がボトムに達する時期を25年末とみているが、当社はその時点の政策金利は3.625%と予想する。FRBの見直し通りにインフレが沈静化へ向かい、粛々と利下げが実行されれば、市場の利下げ予想は切り下がり、それとともに長期金利は3%台後半へと低下して行くと思われる。

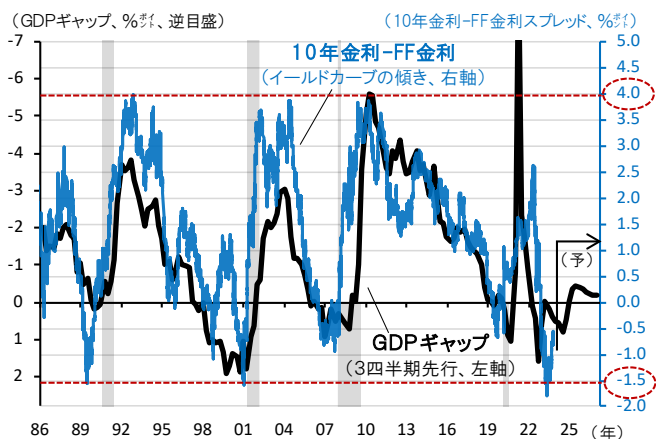
他方、タームプレミアム主導の悪い金利上昇が大きく進む場合は、実体経済への打撃が大きくなる。また、株式や商業用不動産などの資産価格を押し下げ、地銀破綻や金融不安を惹起して、深刻な景気後退を招き得る。それは、中立金利を大幅に下回る利下げを招き、長期金利の下振れを引き起こすことになる。

## 景気とイールドカーブの傾きの関係

最後に景気とイールドカーブの傾きの関係から長期金利の行方を見通してみたい。

通常、景気が過熱しインフレが加速する局面では、金融引き締めが行われ、長期金利が押し上げられる。イールドカーブは上方シフトしながら平坦化(ベアフラット化)し、いずれ逆イールドに転じる。一方、景気が悪化しインフレが鈍化する局面では、利下げとともに長期金利が低下する。イールドカーブは短期ゾーンを中心に下方シフトし、右上がりに傾斜するブルステープ化が進む。そのため、イールドカーブの傾きを表す「10年金利-FF金利スプレッド」は、景気・物価の温度を表す「GDPギャップ」に沿って動いている(図表9)。

図表9: イールドカーブの傾き(10年-FF金利スプレッド)と景気・物価の温度(GDPギャップ)



注: GDPギャップの先行きは市場コンセンサス予想に基づく計算値  
出所: 議会予算局, Bloomberg, SFGI

図表9の通り、10年-FF金利スプレッドはこれまで▲1.5%~4%の間で上下してきた。今回の利上げ局面でも逆イールドは最大▲1.7%であり、このヒストリカルレンジから大きく逸脱しなかった。また、GDPギャップがゼロ%の時に、金利スプレッドも同じくゼロ%という水準感が保たれている。直近の金利スプレッド(▲0.5%)は、現在の景気の温度感に見合っており、FF金利5.375%に対して長期金利4.9%前後という水準はフェアバリューともいえる。

なお、今後は高金利が景気を悪化させ、GDPギャップがマイナスに転じていく見込み。イールドカーブがどこまでブルステープ化するかは、景気の悪化度合いと利下げの深さによる。過去のような深い景気後退であれば、大幅な利下げが行われ金利ギャップは4%程度まで拡大する。だが、この先の景気はソフトランディングが市場コンセンサスとなっており、GDPギャップは小幅なマイナスに止まる公算が大きい。

そうすると、イールドカーブはこの先も大きくステープ化しない見込みだ。図表9からは、金利ギャップは23年末から26年末にかけて順に、▲0.5%→▲0.1%→+0.3%→0.0%程度と推定される。一方、FRBと市場が予想する政策金利を平均すると、23年末から順に5.5%→4.9%→4.1%→3.6%である。ここから逆算すると、米長期金利は23年末から順に5.0%→4.8%→4.4%→3.6%と、高止まりすることになる(図表10)。

図表10: このような高金利は長期間持続し得るか?

	23年末	24年末	25年末	26年末
政策金利見通し	5.5%	4.9%	4.1%	3.6%
金利スプレッド	▲0.5%	▲0.1%	0.3%	0.0%
逆算した長期金利	5.0%	4.8%	4.4%	3.6%

注: 政策金利見通しは、FRB(9月FOMCのDOTs)と市場(FF金利先物)の予想平均値。金利スプレッドは図表9から概算  
出所: SFGI

ただし、図表8で見たように、名目潜在成長率を上回る高金利は、実体経済や資産市場に打撃を与えるため、長期間持続することは考えにくい。

ここからは、2つの可能性が疑われる。第一に、FRBや市場が予想する高金利とソフトランディングというシナリオが整合性を欠いている可能性だ。現在の景気見通しが実現するには、より大胆な利下げと長期金利の低下が必要ではないか。第二に疑われるのは名目潜在成長率が切り上がっている可能性である。IT投資の増加や資本装備率の上昇、ならびに生産性の向上などにより、中立金利と同様、名目潜在成長率も想定以上に上昇している可能性が考えられる。米国経済の金利耐性が高まっている場合、政策金利や長期金利が高止まりしても実体経済は耐え得る。だが、そうした状況ではインフレが粘着しやすく、より厳しい金融引き締めの必要性が高まることになる。

渡辺 浩志

## ソニーフィナンシャルグループ 金融市場調査部・研究員紹介



**尾河 真樹 (おがわまき)**  
執行役員 兼 金融市場調査部長  
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『(最新版)本当にわかる為替相場(2023年日本実業出版社)』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ(2018年朝日新聞出版社)』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



**菅野 雅明 (かんのまさあき)**  
金融市場調査部  
シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



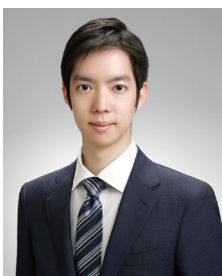
**石川 久美子 (いしかわくみこ)**  
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



**渡辺 浩志 (わたなべひろし)**  
金融市場調査部 担当部長  
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



**森本 淳太郎 (もりもとじゅんたろう)**  
金融市場調査部 シニアアナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



**宮嶋 貴之 (みやじまたかゆき)**  
金融市場調査部 シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

## 本レポートについてのご注意

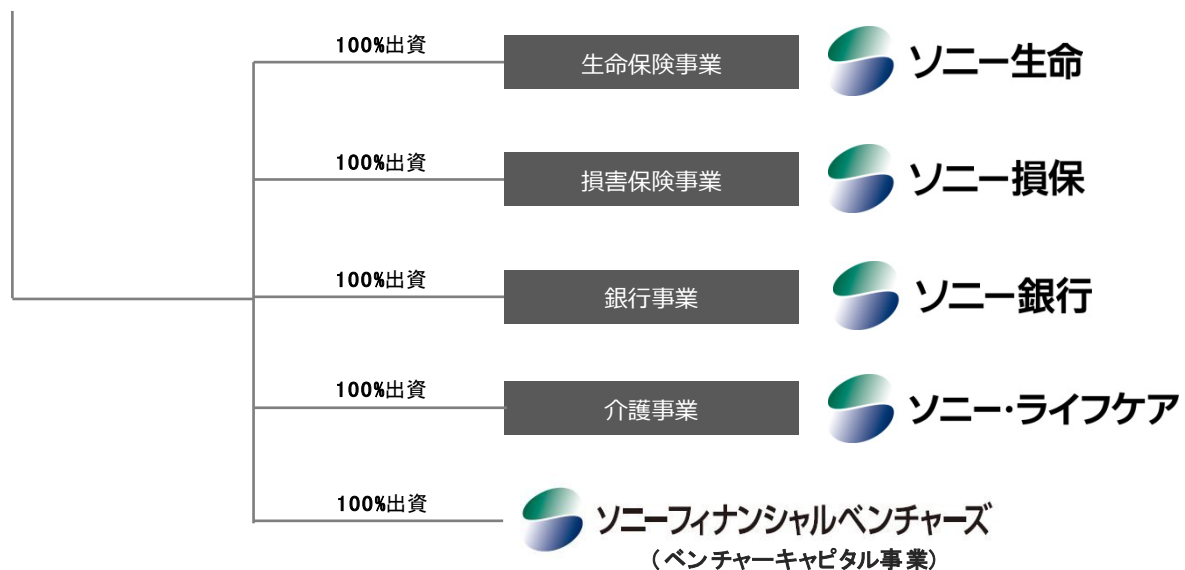
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社がかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

## ソニーフィナンシャルグループ



### ソニーフィナンシャルグループ

ソニーフィナンシャルグループ(株)



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。  
<https://www.sonyfg.co.jp>