

米金利上昇の景気へのインパクト

シニアエコノミスト 大広 泰三

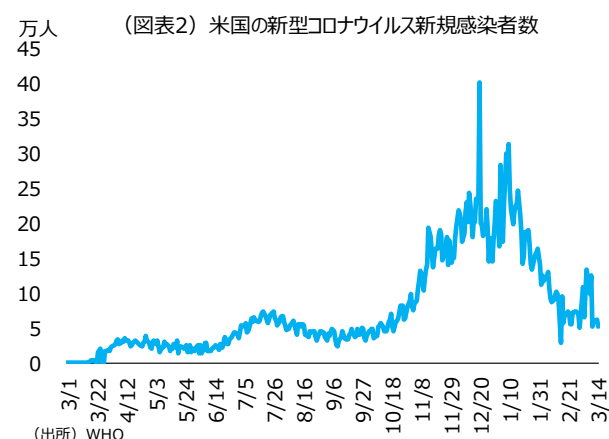
1. 米長期金利が一時 1.6%台まで上昇

米長期金利は、新型コロナウイルスの感染拡大に伴う景気悪化懸念やFRB（米連邦準備制度理事会）の金融緩和長期化観測などを背景に、昨年3月には一時0.3%台まで低下した。その後しばらく方向感なく推移した後、8月以降は上昇基調に転じ、2月下旬には一時約1年ぶりとなる1.6%台に達した（図表1）。一方で、短期金利はFRBの低金利政策を背景に低位で推移しており、長短スプレッドは拡大の一途をたどっている。

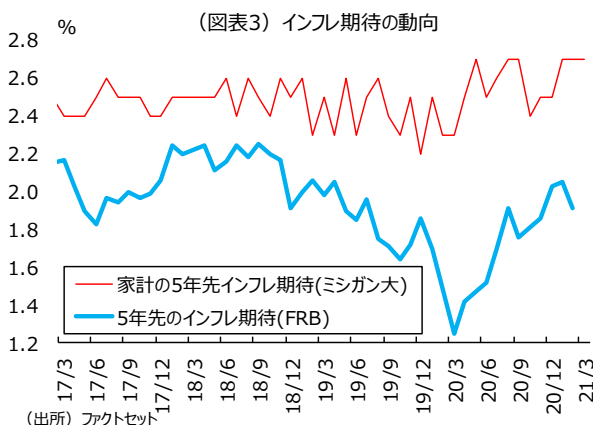


2. 複合要因で長期金利は上昇

米長期金利はこの1年間で1%超上昇したことになるが、ファンダメンタルズ面からみた場合、この背景には複数の要因がある。一つ目に、大規模経済対策の実施により、米景気がコロナ禍から回復軌道をたどったことが挙げられる。昨年、トランプ前大統領のもとで約4兆ドル（対GDP比で約20%）にのぼる経済対策が実施され、景気悪化を一時的なものにとどめた効果が大きい。加えて、足元ではバイデン新大統領の経済運営に対する期待もある。同大統領が提案する約1.9兆ドル（対GDP比で約10%）にのぼる追加対策法案が成立したほか、同氏の公約である4年間で約2兆ドル規模のインフラ投資も今後検討される見通しである。イエレン米財務長官が、2月中旬に開催されたG7財務相・中銀総裁会議で、コロナ危機からの脱却へ「今こそ大胆な財政出動に踏み切る時」と各国に財政拡大を促し、景気をサポートする必要性を訴えたことも景気の先行き安心感に繋がっている。



二つ目に、ワクチン開発と接種の進展による感染収束期待の広がりが見られる。米国における1日当たりの新規感染者数は、各種行動制限措置の効果などにより年始をピークに鈍化傾向にある（図表2）。そうしたなか、当初遅れていたワクチン接種も進んでおり、経済活動がコロナ前の水準を早期に回復するとの期待に結びついている。



三つ目に、そうした状況下で市場や家計のインフレ期待が上昇していることが挙げられる（図表3）。パウエルFRB議長は、2月下旬に行われた半期に一度の議会証言で、景気回復は一様ではなく完全と呼べる状況から程遠

いこと、先行きは極めて不確実性が高いこと、雇用やインフレ目標達成への道のりは依然として長いことなどから、引き続き長期にわたって金融緩和政策を維持する姿勢を示した。FRB のこうしたスタンスが景気の先行き回復期待を後押ししているほか、世界的な景気回復を背景とした需要増加観測などから原油価格が上昇基調をたどっていることも期待インフレの上昇に寄与していると考えられる。

3. 金利上昇は景気の抑制要因

もっとも、長期金利の上昇は景気の下押し圧力となる。特にコロナ禍で、景気が財政・金融政策によって下支えされている状況においては、せつかくの回復基調に冷や水を浴びせかねない。このため、昨年は長期金利が上昇基調を強めると、FRB 高官からそうした動きを宥める発言がなされ、金利上昇に歯止めがかかるケースが散見された。しかしながら、足元では、ニューヨーク連銀のウィリアムズ総裁が、金利上昇は景気の先行きに対する楽観的な見方を反映したものとの認識を示すなど、複数の高官が金利上昇を容認するような発言を繰り返しており、長期金利のさらなる上昇観測が広がっている。

米 10 年金利が 1% 上昇する場合の米国実質 GDP への影響をまとめたのが図表 4 である。2021 年は、金利上昇を背景とした株価や住宅価格の下落に伴う逆資産効果などにより、個人消費の伸びが▲0.8%ポイント、住宅投資の伸びが▲1.4%ポイント下振れする。また、利払費の増加や個人消費・住宅投資の下振れなどで企業収益が抑制される結果、設備投資も▲1.1%ポイント下振れし、実質 GDP 成長率も▲0.7%ポイントほど低下する結果となっている。米国の潜在成長率は 2%弱とされており、通常であれば景気へのインパクトは大きいと言えるが、対 GDP 比で約 10%の大規模経済対策が成立したことを考慮すれば、目先の米国景気に深刻なダメージを与えるほどではないとの結論に至る。

(図表4) 米長期金利が1%上昇した時の米景気への影響

	実質 GDP	個人 消費	住宅 投資	設備 投資	政府 支出	輸出	輸入
2021年	-0.7	-0.8	-1.4	-1.1	0.0	-0.6	-1.1
2022年	-1.4	-1.4	-2.2	-2.6	0.0	-1.6	-2.3

(出所) Oxfordモデルより明治安田総研作成

(単位)%ポイント

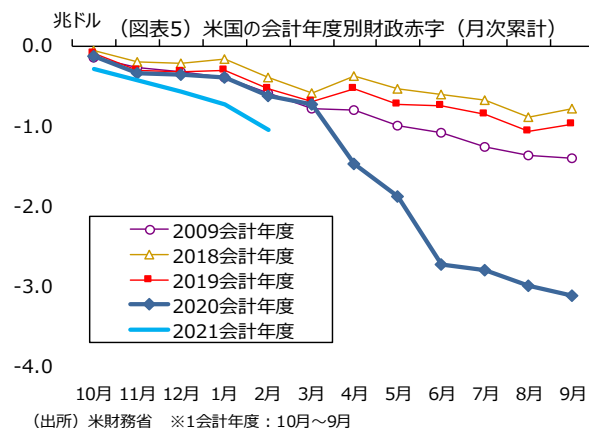
4. 財政・金融政策の転換が見込まれる 2022 年

ただ、図表 4 をみると、2022 年の成長率の変化は▲1.4%ポイントとなっており、2021 年に比べて下振れ幅が大きくなっている。金利上昇の影響が本格的に及ぶまでに時間的なラグがあることを示しており、各種の対策効果が逡減するとみられる 2022 年以降の景気に対する不透明感が残る。

加えて、今後の財政・金融政策の動向も米景気の重しとなりそうである。現在、バイデン政権はコロナ対策に重点を置くため、掲げた公約のうち経済対策を優先的に実施しているが、同氏の公約には法人税率の引き上げ (21%→28%) や富裕層への増税などが含まれている。大規模経済対策の影響で米国の財政赤字はリーマンショック時よりも悪化している

(図表 5)。IMF の試算によれば、2020 年の米国の財政赤字の対名目 GDP 比は▲18.7%に達する見込みで、日本 (▲14.2%) や欧州 (▲10.1%) と比べても、悪化度合いが際立っている。各種の対策効果により、米景気は今年前半にコロナ前の水準に回帰する見込みであり、コロナ問題に一定の目途がつけば、米政府は緊縮的な財政運営への方向転換を模索する可能性が高い。

FRB の金融政策に関しても、現時点では緩和スタンスを長期にわたって継続する方針を示しているものの、年始には複数の FRB 高官から、年末ないし 2022 年はじめ頃のテーパリングの可能性を示唆する発言が相次いだ。パウエル議長は、1 月 FOMC (米連邦公開市場委員会) 後の記者会見で感染の再拡大は経済や雇用の重しとなって



いるものの、米景気は予想以上に底堅く、ワクチンの普及や政策効果などが見込まれることから、年後半の景気回復に期待感を示していた。

今後のコロナの感染動向次第ではあるものの、2021年の米景気は財政・金融政策の効果で高成長を実現しよう。2022年も、バイデン政権が掲げるインフラ投資が下支えとなる見込みであるほか、中間選挙を控えて追加対策が実施される可能性がある。しかしながら、経済活動が正常化へ向かい米景気がコロナ前の水準を取り戻すなかで、財政からの支援は2021年に比べて限定的なものにとどまる可能性が高いほか、FRBによるテーパリングの開始も想定される。金利上昇によるインパクトがより目立つ形となる結果、米景気の回復ペースは緩慢なものにとどまると予想する。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411