

2%超に達した米長期金利の評価と今後の注目点

Topics

- ▶ 米長期金利は、FRBが金融政策の正常化を積極的に進めるとの見方が強まり、上昇基調で推移。
- ▶ 現状のFRBのタカ派姿勢は、中長期のインフレ期待の抑制に奏功していると考えられる。インフレ退治のためFRBは短期的には引き締め姿勢を強めるものの、その後は経済情勢次第という側面がある中では、現状の米利上げ期待を背景とした米長期金利の上昇余地は限られるのではないかと。
- ▶ QTはタームプレミアムの上昇を想起させる可能性があり、一定の警戒が必要。市場の予見可能性に配慮する形でQTが進められるかが、金利の方向性を見極めるうえで重要。

ストラテジスト 服部 純朋

利上げ期待が高まり長期金利は上昇

米長期金利（10年国債利回り）は年初以降に、米連邦準備理事会（FRB）がインフレ抑制のために金融政策の正常化を積極的に進めるとの見方が強まり、上昇基調となりました。2月入り後も、米雇用統計にて賃金上昇率が上振れたことや、米消費者物価指数の伸び加速などを受け金利は一段と上昇し、2月10日には2%超となりました。ウクライナ情勢を巡る不透明感には一定の留意が必要とみられるものの、FRBによる金融政策の正常化プロセスの進展を控え、金利の先高観がくすぶります。

FRBは3月の利上げ開始を示唆しているほか、パウエル議長は、量的引き締め（QT）についても早期に取り組む意向です。現下の金利上昇を主導しているのは、予想短期金利の上昇ですが（図表1）、米長期金利の行方を見極めるうえで、引き続き、利上げ期待の動向が注目されます。また、タームプレミアム（期間に伴う上乗せ金利）は、現状抑制されて推移していますが、今後QTの具体的な議論が見込まれる中で、その動向にも留意が必要です。

現状のFRBのタカ派姿勢の評価

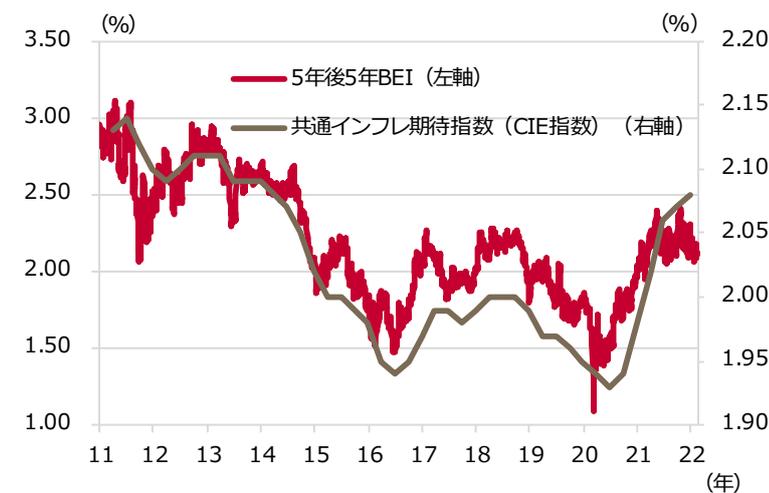
利上げ期待という面では、FRBが一段とタカ派姿勢を強めるかどうかは、インフレ次第とみられます。もとより、現在の高インフレは、コロナ禍に伴う需給両面の要因に起因する特殊な状況です。需要面では、経済活動の再開に伴い、感染症の影響下で抑制された需要の巻き戻しが一斉に生じる中で、財を中心に需要が拡大しました。供給面では、感染拡大に伴う行動制限措置が供給網に混乱を生じさせ、輸送コストの上昇や、製品納期の長期化などをもたらしました。

米インフレ期待をみますと、市場の短期の期待インフレ率（例えば、1年ブレイク・イーブン・インフレ率（BEI））は高水準で推移しています。一方で、物価安定の責務を担う中央銀行の金融政策運営にとっては、中長期のインフレ期待の把握が重要と思われれます。なぜなら、インフレ期待は例えば企業の価格設定行動などに影響を与え、実際のインフレ率に影響を及ぼしますが、中長期のインフレ期待が落ち着いていれば、実際の物価上昇は限られたものになる可能性があるからです。実際に、FRBが中長期的な市場の期待インフレ率の動向を捉えるうえで、注視しているとみられる「5年後から10年先までの5年間の平均期待インフレ率（5年後5年BEI）」は、足元で2.1%程度で安定しています（図表2）。

図表1 米長期金利・予想短期金利・タームプレミアム



図表2 米インフレ期待



※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

次ページへ続く

すなわち、現状のFRBのタカ派姿勢は、中長期のインフレ期待の抑制に奏功していると捉えられます。今後、供給制約が解消に向かうとの期待も相まって、現下の特殊な高インフレの状況は、徐々に緩和すると考えています。なおFRBが21の様々な期待インフレ率を表す指標を基に算出している共通インフレ期待指数（CIE指数）をみますと、直近2021年10-12月期時点では2.08%と、6四半期連続で上昇しているものの、2%をやや上回る程度の水準にあります（前頁図表2）。こうした中で、市場の利上げ期待をみますと、1年先の政策金利（FF金利）見通しが大きく引き上がるなど、利上げペースの加速を巡る思惑が高まっています。FRB高官の中には、1会合で通常の2倍となる0.5%の利上げを想定するメンバーもいるようです。一方で、2年先の見通しが更に大きな幅を持って高まる様子は観察されていないほか、3年先は1年先や2年先に比べて低位にあります（図表3）。すなわち、インフレ退治のためFRBは短期的には引き締め姿勢を強めるものの、その後は経済情勢次第という側面がある中では、現状の米利上げ期待を背景とした米長期金利の上昇余地は限られるのではないかと考えています。

逆イールドの可能性にも注意が必要

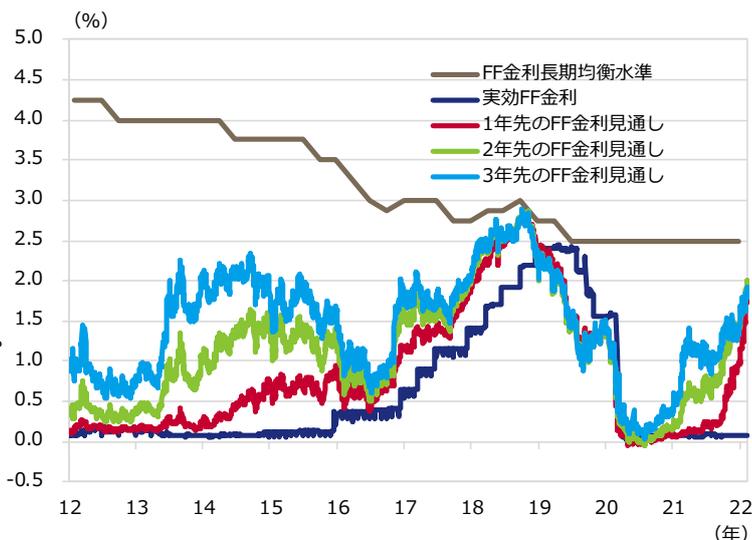
また市場の一部ではFRBの性急な金融引き締めは、米景気後退を招きかねないとの懸念がくすぶっています。景気後退の予兆とされる逆イールド（長短金利の逆転）が意識されつつあります（図表4）。FRBの金融引き締めは米銀行の貸出態度の厳格化に繋がる可能性があり、米景気のリテンションが減速する中、実体経済への悪影響が警戒されます。FRBには、景気などに配慮しつつインフレを抑制するという難しいかじ取りが求められています。

QTを巡る議論の動向には一定の警戒

他方で、タームプレミアムについてはどうでしょうか。タームプレミアムとは、短期債の代わりに長期債を保有することに伴う上乗せ金利のことです。タームプレミアムの低下は長期債に対する需要の強さを表しており、一般に財政拡張への思惑や、将来のインフレを巡る不透明感、国債需給悪化への懸念などが高まれば、上昇すると考えられます。タームプレミアム（10年）の上昇が主導する形で米長期金利が上昇した最近の局面としては、2021年初年から同年春頃にかけた金利上昇局面が挙げられます。当時米国では、新型コロナウイルスのワクチン接種の進展に伴う経済活動正常化への期待が高まる中、インフレ期待が高まりつつあったほか、バイデン政権の拡張的な財政政策見通しに伴う国債増発懸念もありました。その後、タームプレミアムは落ち着きを取り戻していきました。

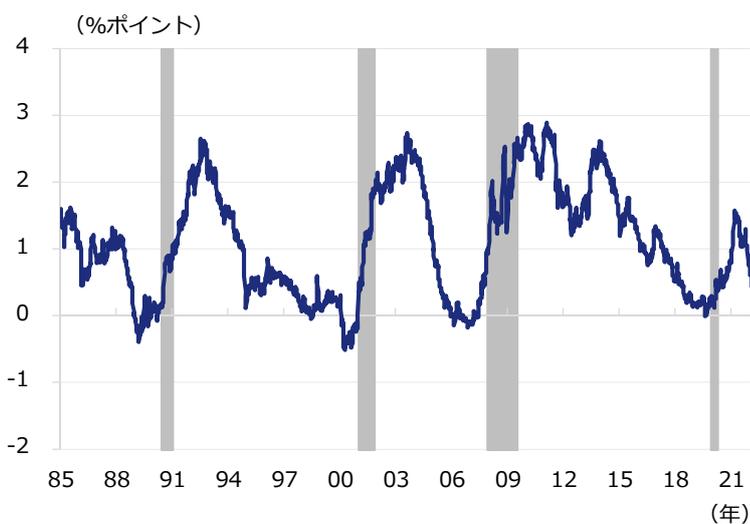
もっとも今次局面は、FRBが金融政策の正常化に向かうという点が大きく異なります。特に、QTはタームプレミアムの押し上げを想起させる可能性があり、金利上昇圧力として警戒されます。なお2017年10月以降のQT局面については、満期を迎えた保有債券の再投資額を徐々に削減する形で緩やかなペースで進められたことから、タームプレミアムは総じて低下傾向でした（前頁図表1）。しかしコロナ禍を経てFRBのバランスシートの規模は当時と比較して大幅に拡大しています。今後詳細な議論が待たれますが、市場の予見可能性に配慮する形でQTが進められるかが、金利の方向性を見極めるうえで重要と考えています。

図表3 実効FF金利・市場のFF金利見通し・FF金利長期均衡水準



期間：実効FF金利、FF金利見通しは2012年1月3日～2022年2月15日（日次）、FF金利長期均衡水準は2012年1月～2021年12月（四半期）
出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
（注）FF金利見通しはOIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ）を使用

図表4 米長短金利差（10年国債利回り-2年国債利回り）



期間：1985年1月4日～2022年2月11日（週次）
（注）網掛け：米景気後退期
出所：ブルームバーグ、リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。