

2021年9月1日

横谷宏史

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社  
運用部  
マネージング・ディレクター

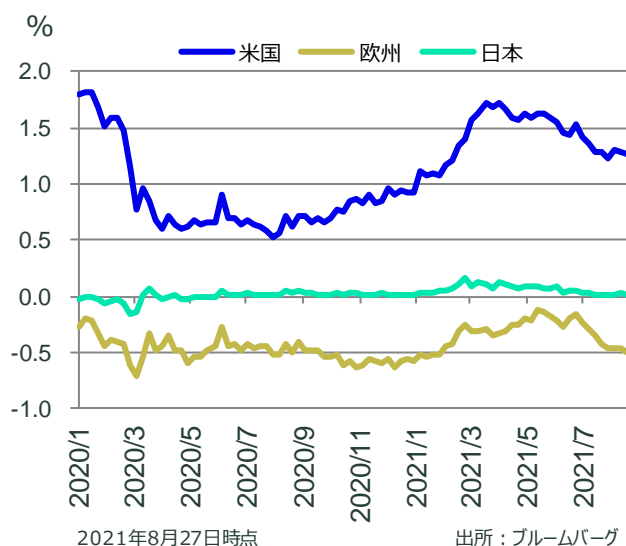
# グローバル金利動向の再点検

2021年初、景気回復期待に加えてインフレ懸念が台頭、FRBによる早期金融引き締め観測が高まる中で米国長期金利は急上昇しました。その後インフレ上昇が本格化する可能性は低いとの見方が広まり、金融引き締めが適度に市場に織り込まれる中で、長期金利は緩やかな低下に転じました。米国10年金利は4月初につけた1.7%台の水準が一旦ピークとなったと見られます。

一方で欧州と日本に目を転じてみると、欧州では5月から6月にかけて金利上昇が見られた後に7月以降に金利がピークアウト、日本は長期金利の水準が一貫してあまり大きく動いていない様子が見取れます（図表1）。

図表2は米国、欧州、日本のEconomic Surprise指数の推移です。同指数は実際に公表された経済指標が事前にブルームバーグ社が集計した事前予想コンセンサスからどれだけ乖離したか（乖離幅を標準偏差で測定）したもので、直近経済指標が予想よりも上振れ気味なのか下振れ気味なのか（回復モメンタム）を表すものです。これを見ると、コロナショックからの回復モメンタムはしばらく米国が主導した後、今年に入ってから欧州や日本に回復モメンタムが広がった様子が分かります。そして夏場以降は全ての地域で経済指標の下振れが目立ち始めています。経済指標の動きから見ると、春先までは米国主導で金利上昇が起こりやすい局面だったのが、それ以降は欧州で金利上昇が生じ、夏場以降は全般に金利低下が起こりやすい地合いになってきている様子が窺われます。

（図表1） 米国、欧州（ドイツ）、日本の10年国債金利の推移

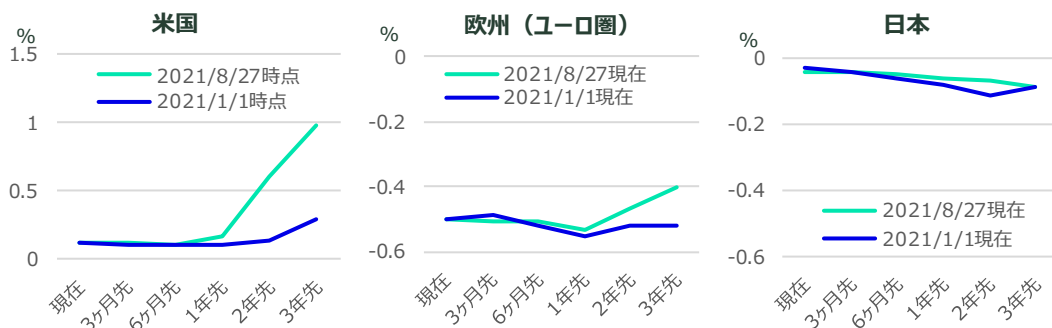


（図表2） 米国、欧州（ユーロ圏A）、日本のEconomic Surprise指数



次に金融政策を見ていきます。**図表3**は米国、欧州、日本のOIS市場が織り込む先行きの政策金利水準を2021年8月27日時点と年初時点と比較したものです。米国では年初以降将来の利上げが市場に織り込まれた様子が分かりますが、欧州と日本では金融引き締めがほとんど織り込まれていません。米国は景気回復やインフレ率の上昇により金融政策正常化の道筋が模索されていますが、欧州と日本では景気回復があっても金融政策正常化まではまだ道のりが遠いと市場は見ているようです。

**(図表3) 米国、欧州（ユーロ圏）、日本のOIS市場が織り込む先行きの政策金利水準**



2021年8月27日時点

出所：ブルームバーグのデータより筆者作成

また、米国では先行きの利上げが織り込まれてはいますが、その幅は3年間でも25bp利上げを3~4回程度と過去に前例のない極めて緩やかな利上げペースです。したがって2年金利はあまり上昇しておらず、2-10年で見ると長短金利差はほぼ10年金利の振幅で決まるという状況が続いています（**図表4**）。金融政策の動向がイールドカーブの形状や水準の変化を本格的に促すのはまだ先と筆者は考えています。

**(図表4) 米国の10年金利と2-10年金利差**

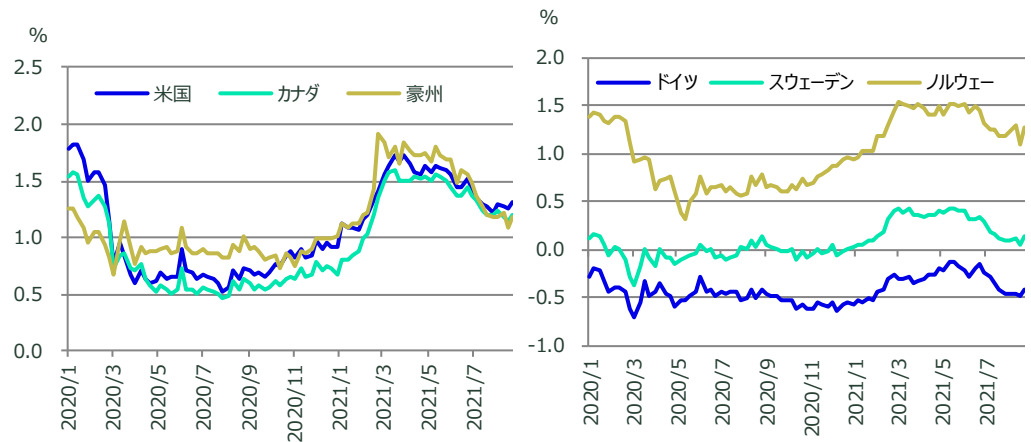


2021年8月27日時点

出所：ブルームバーグ

最後に、その他の国の金利動向について確認しておきたいと思います。**図表5**は米国／カナダ／豪州とドイツ／スウェーデン／ノルウェーの長期金利の推移です。ドル圏、欧州圏の金利はそれぞれ圏内で非常に良く連動して動いており、投資戦略を考える上では、当面は個別国の動きもさることながら、米国、欧州、日本といった主要国の動向を見極めることがより重要といえそうです。

(図表5) ドル圏(米国/カナダ/豪州)と欧州圏(ドイツ/スウェーデン/ノルウェー)の10年国債金利の推移



2021年8月27日時点

出所：ブルームバーグ

筆者は、当面のグローバル金利はレンジ内での推移となる公算が強いと見ています。循環的な景気回復は続きそうであるためその裾野は製造業から非製造業に広がっていくため金利低下が継続する環境ではありませんが、新型コロナデルタ株の感染状況やワクチン接種の進展スピードが成熟化しつつあり、足下の景気回復モメンタムの鈍化には注意が必要です。一方で景気回復期待や金融引き締め観測は既に市場に十分織り込まれており、大方の予想に反してインフレ率が上振れるなどで中央銀行が早急かつ大幅な金融引き締めを余儀なくされるなどの事態にならない限りは、金利が大きく上昇するシナリオは描きづらいように思います。イールドカーブ戦略においては、緩やかな金融政策正常化以上の本格的な引き締め局面に入るのかそれが難しいのかがもっと明らかにならない限りは、カーブの短期ゾーンの金利は方向感がでづらく、カーブ形状に着目した機動的な戦略は当面とりづらいのではないかと筆者は考えています。

---

## ご留意事項

- ・本資料は、弊社の運用に関する見解や手法等をご紹介するために作成・提供されるものであり、特定の金融商品への投資を勧誘する目的のものではありません。
- ・本資料は、信頼しうると考えられる情報源から得たものですが、正確性・完全性は保証するものではありません。また、内容につきましては、予告なく変更される場合があります。過去の実績は、将来の投資成果を保証するものではありません。
- ・本資料は2021年9月1日時点の執筆者の見解であり、市場やその他状況の変化に伴い、予告なく変わることがあります。本資料には将来予測の表明とみなされ得る一定の情報が含まれています。そうした表明は将来の運用成果を保証するものではなく、実際の結果や展開はそうした予想とは大きく異なる可能性があります。
- ・なお、実際の運用戦略においては、値動きのある有価証券等に投資します。有価証券の価格は市場環境、有価証券の発行会社の業績、財務状況等により価格が変動するため、損失を被る事があります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替変動により損失を被ることがあります。
- ・本資料に表示している各種シミュレーション・データは、過去のデータに基づき弊社モデルを利用したバックテスト結果であり、将来の運用収益を保証するものではありません。
- ・弊社ならびに弊社グループ会社における運用に係る研究開発実例、運用スタイル、運用戦略、投資環境等をご紹介するものであり、特定の金融商品の勧誘を目的とするものではないため、運用に係る手数料・報酬等の金額および計算方法等を予め示すことができません。
- ・本資料に記載の各インデックスの著作権・知的所有権その他一切の権利は各インデックスを算出・公表している機関・会社に帰属します。
- ・本資料の二次使用、複写、転載、転送等を禁じます。
- ・本資料の記載内容は2021年9月時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。

## ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第345号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会

[ssga.com/jp](https://ssga.com/jp)

著作権© 2021 State Street Corporation. All Rights Reserved. 不許複製  
Tracking Number 3739573.1.1.APAC.RTL、Exp. Date: 9/30/2022