

2021年1月27日

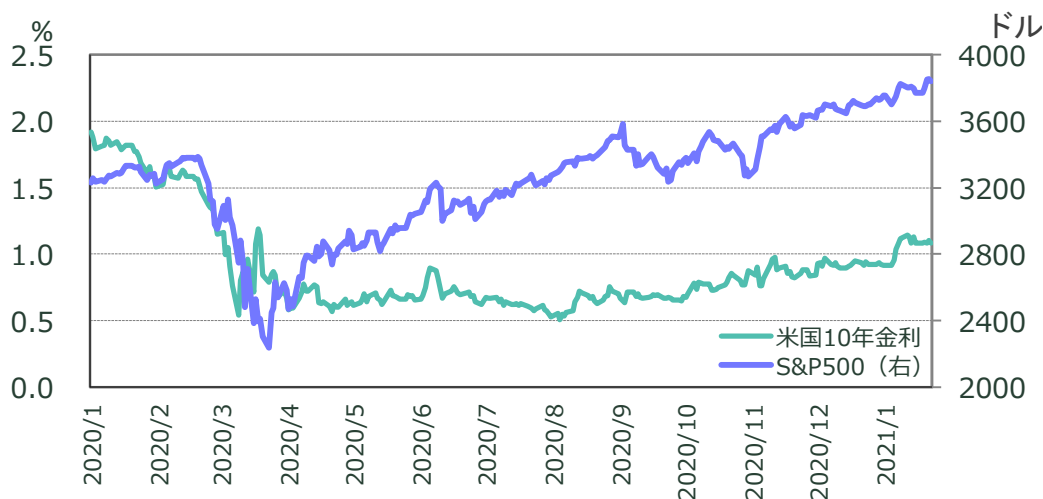
## 横谷 宏史

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

# 投資家は2021年の米国債券市場を どう見ておくべきか

昨年11月の米国大統領選でバイデン氏が勝利し今年1月20日に大統領に就任しました。この間株価は大きく上昇し、米国10年金利は1%を上回る水準まで上昇しています（**図表1**）。一方で、グローバルのマクロ経済指標は改善傾向が続いていますが、新型コロナウイルスは感染拡大に依然歯止めがかからない状況です。今回は、投資家の観点から2021年のマクロ経済と米国債券市場をどう見ておくべきかについて議論します。

（図表1）米国10年国債金利とS&P500株価指数の推移



2021年1月22日時点  
(出所) ブルームバーグのデータより筆者作成

米国マクロ経済の見通しは、新型コロナ感染拡大の動向に大きく左右されますが、現在市場は**図表2**の3つのポイントを経済見通しの前提として織り込んでいると見られます。

逆に言えば、万一この前提が成立しないほど感染が拡大した場合、市場の見方が大幅な修正の必要に迫られると理解しておくべきでしょう。これはリスクシナリオを考える上でも重要な視点となります。

（図表2）マクロ経済見通しの前提となるポイント

1. 政策当局は「出来る限りのことをする」というスタンスで、財政・金融政策が景気回復をサポート
2. 政府は経済をまわす努力を続けるほかに選択肢はなく、経済活動再開を最大限模索するスタンス
3. ワクチン接種など、感染予防・治療の取り組みが進展すること

その前提で、2021年の米国のGDP成長率は4-5%程度が市場コンセンサスになっています。これは潜在成長率を上回る成長率ではありますが、2021年はあくまでも前年の落ち込みからの反発が焦点となりそうです。自律的な経済成長に移行できるか、それがwithコロナの新しい様式の中でどの程度力強いものになるか、インフレを惹起するか、等については2022年以降のテーマとしておくべきでしょう。筆者は、米国経済の反発力、底力は過小評価すべきでないと考えており、米国経済が世界経済をリードする展開をメインシナリオとしています。その背景には、米国経済の低貯蓄率および経常赤字構造があります。これらは時として米国経済の「弱み」でもあるのですが、金融緩和や（給付金等の）財政政策の効果が経済に波及していく局面においては、効果が増幅しやすい点で逆に大きな「強み」となります。昨春の給付金の多くが貯蓄に回ったのではないかとされる日本とは大きく事情が異なります。

次に米国債券市場を見ていきます。大統領選および議会選挙の結果、いわゆるトリプルブルーが成立したことにより、財政政策拡大の見方が強まりました。この間長期金利が上昇しドル安傾向が強まりましたが、この市場の反応は、財政拡大による景気回復期待を反映した「良い金利上昇」と財政悪化を懸念した「悪い金利上昇」が入り混じったものとしておくべきでしょう。景気回復を前提すれば長期金利は上昇方向がメインシナリオとなりますが、筆者は**図表3**の理由から長期金利の上昇は比較的限定的であると見ています。

### (図表3) 米国長期金利上昇が限定的となる理由

#### [理由1] 利上げはかなり先

FOMCメンバーの見通しであるドットチャートを見ても、OIS市場に織り込まれている市場コンセンサスを見ても、利上げは早くても2023年、恐らく2024年以降になるという見方が支配的

#### [理由2] 非伝統的金融政策の可能性

当面は量的緩和政策やマイナス金利、イールドカーブコントロールなどのいわゆる「非伝統的金融政策」の取り扱いが焦点。パウエルFRB議長と（前FRB議長である）イエレン財務長官の組み合わせの下では、「財政拡大 + 金融政策のサポート」路線がとられ、FRBは一定以上の長期金利の上昇を「非伝統的金融政策」を活用して牽制する公算

#### [理由3] 国債需給

米国国債への需要は引き続き旺盛であるのに対し、米国国債の発行・償還計画から見て、国債純発行は比較的抑制される見通し。財政がある程度拡大しても需給悪化が懸念されるリスクは低い

政策サポート下での景気回復、特に米国が回復をリードする中、2021年は投資リスクをとりやすい年になりそうだと筆者は見ており、債券よりも株式に着目する余地があると考えます。一方で債券投資においては、金利上昇がある程度抑制されそうなことから、クレジットや長短金利差といったキャリアに着目した投資戦略が有効な年になるのではないかと考えています。

---

## 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1月27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1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](http://ssga.com/jp)

著作権© 2021 State Street Corporation. All Rights Reserved. 不許複製  
Tracking Number: 3396471.1.1.APAC.RTL. Exp. Date: 1/31/2022