

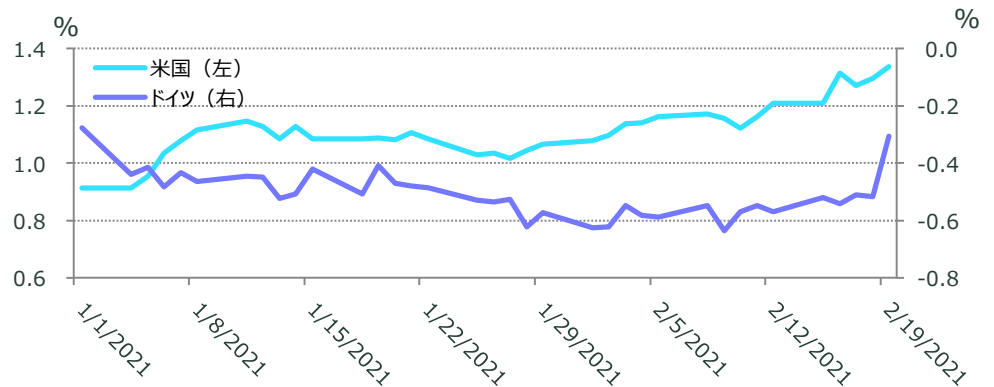
2021年2月24日

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

米国金利、イールドカーブの再点検 ～投資家は金利シナリオを再考すべきか～

2月に入っても米国長期金利は上昇を続け、イールドカーブはベアスティーブ傾向が続いています。**図表1**を見ると、年初来でドイツの10年国債金利がほとんど上昇していない一方で、米国は0.4%を超える上昇となっています。筆者は、2021年1月27日発行の資産運用フォーカス「投資家は2021年の米国債券市場をどう見ておくべきか」で「長期金利の上昇は比較的限定的」との見方を示しましたが、足下では市場のインフレや金融政策の先行きに対する見方に動きが出ており、本稿で改めて米国金利、イールドカーブの見通しについて再点検したいと思います。

(図表1) 米国とドイツの10年国債金利の推移



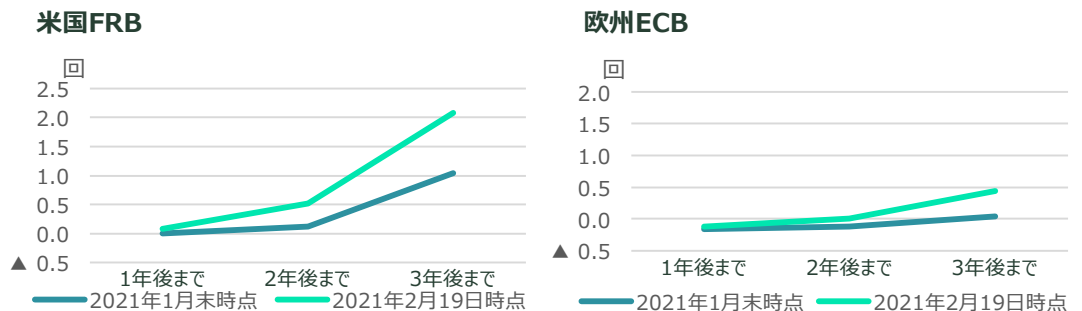
※2021年2月19日時点

(出所) ブルームバーグ

ここもとの米国債券市場を取り巻く環境で、筆者があまり想定していなかった動きがありました。金融政策とインフレに対する市場の見方の変化です。

米国では前回2020年12月18日のFOMCのDOTSで示されたように、2023年までの利上げはほとんど意識されていませんでした。**図表2**はFRBとECBの将来の利上げを市場（OIS市場）がどの程度織り込んでいるかを表したのですが、米国では足下、これまで織り込んでいなかった2年後（つまりは2023年前半）を織り込み始めています。

(図表2) 市場が織り込んでいるFRBおよびECBの利上げ回数



※1回あたり25bpの利上げ幅を想定

(出所) ブルームバーグデータより筆者作成

財務長官のイエレン氏、FRB議長のパウエル氏のリーダーシップの下、まずはコロナ禍における景気回復を財政政策により最大限サポート（バイデン政権による1.9兆米ドルに及ぶ追加経済対策）、悪い金利上昇懸念に対してはFRBがこれを封じ込めるべく金融政策で対処する、という路線がメインシナリオです。ところが、ここに来てインフレに対する懸念が市場の関心事になったことが事態を複雑化させており、FRBが金融政策によって悪い金利上昇を抑制し続けられるのかどうかというテーマが浮上してきています。

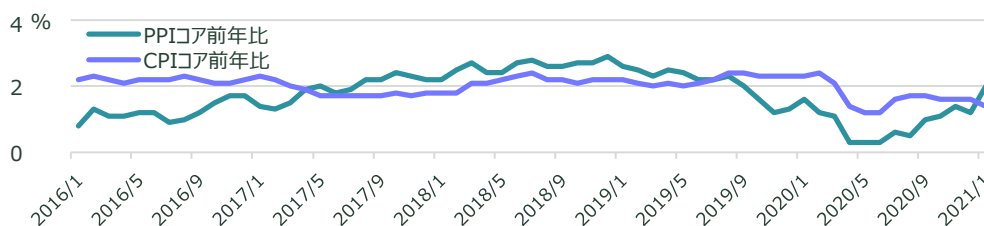
図表3を見ると、米国10年物価連動国債のBEIはコロナショックで大きく落ち込んだ後は反転上昇が続き、足下では2%を超える水準まで上昇してきています。こもとの名目金利上昇の大部分はBEI上昇で説明可能です。

図表4は米国の物価指数の動きを示したもののですが、CPIに上昇が見られないのに対してPPIの上昇が顕著です。景気成熟期によく見られる景気過熱を背景としたインフレではなく、新型コロナ禍の影響で需要の偏在やサプライチェーンの分断が一部生じていることを背景としたいわゆるコストプッシュ型のインフレ懸念が台頭してきています。

(図表3) 米国インフレ期待 (10年物価連動国債BEI) の推移



(図表4) 米国の生産者物価指数 (PPI) と消費者物価指数 (CPI) の動き



※2021年1月まで

(出所) ブルームバーグ

金融緩和政策が続けられる中で景気回復やインフレ懸念の台頭が材料となり、米国のイールドカーブはベアスティープ傾向が続いています。米国の2-10年金利差は、2020年末の0.79%から2021年2月19日時点で1.17%と40bp近く拡大しました。通常、景気回復初期局面でイールドカーブのベアスティープ化が生じるのはいわゆる「催促相場」の色彩が強く、将来の景気過熱やインフレ懸念に対して中央銀行が利上げの対処が必要な局面で生じます。そして実際に利上げが行われれば短期金利が上昇してイールドカーブがフラット化し長短金利差の水準訂正が起こります。今回の局面も市場がインフレ懸念を織り込みに行く形でFRBのスタンスを試しにしていますが、大規模な財政出動が行われている中でFRBは量的緩和を解除し利上げに向かうのは難しいというジレンマに立たされています。

結論から言えば筆者は、投資戦略を考える上で、米国長期金利は本格的な上昇に至らずレンジ内推移、したがってイールドカーブのスティープ化にも歯止めがかかる展開をメインシナリオとしたいです。基本的にグローバルの需給ギャップに問題がない中で、コロナ禍が収束に向かえばサプライチェーン問題も解決に向かう、逆に新型コロナ感染拡大が続けば需要の拡大が抑えられるはずで、いずれにしても足下のインフレ懸念が本格的な金利上昇に繋がる展開はメインシナリオにはなりづらいと考えます。本格的なインフレがなければFRBは平均インフレターゲットの考え方に基づいて金融緩和を維持することが可能で、行き過ぎた長期金利上昇に対しては量的緩和強化（国債買い入れや緩やかなYCC）で対処が可能なはずで、そういう展開となれば、イールドカーブは長期ゾーンの金利が低下する形で水準訂正される公算です。

このようにインフレ懸念は長続きせず足下の市場の利上げ期待は行き過ぎ、という考え方が投資戦略の基本となりますが、当面は市場のパーセプションとFRBのせめぎ合いが市場テーマになると考えられ、金利や長短金利差の変動幅が大きくなる可能性には注意が必要と考えます。

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2月24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事例、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2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

著作権© 2021 State Street Corporation. All Rights Reserved. 不許複製
Tracking Number: 3396473.1.1.APAC.RTL, Exp. Date: 2/28/2022