

先週のグローバル金利上昇についての見解

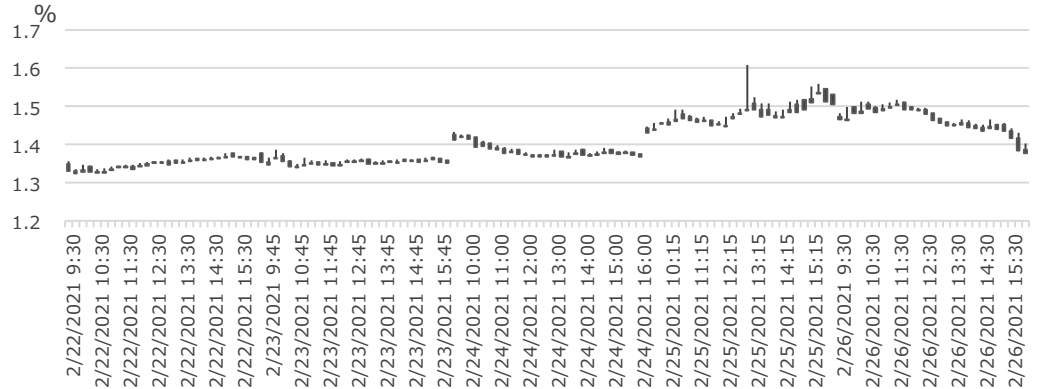
2021年3月1日

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

先週は、米国10年国債金利が一時1.6%台まで上昇するなど、債券市場の変動性が極めて大きな1週間となりました（図表1）。

（図表1）先週の米国10年国債金利の推移（15分足）

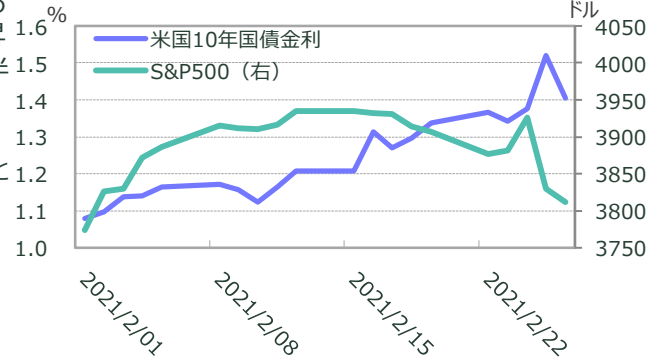


米国東部標準時間 2021年2月26日時点

（出所）ブルームバーグ

2月に入ってからの米国10年国債金利とS&P500指数の推移を見ると、月前半は金利上昇と株価上昇が同時進行していましたが、月後半には両者の動きが逆方向に動いている様子が見て取れます（図表2）。月前半は景気回復を背景とした「良い金利上昇」であったのに対し、月後半は長期金利上昇が株価下落に繋がる「悪い金利上昇」の様相が強まったことが窺われます。

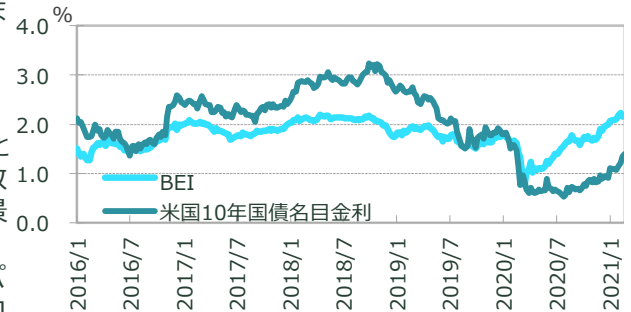
（図表2）米国10年国債金利と株価



※2021年2月1日から2月26日まで（出所）ブルームバーグデータより筆者作成

昨年夏場以降の金利上昇は、景気回復期待とインフレ期待（最近では懸念）がその背景と考えられます。図表3を見ると、この間の米国（名目）金利の上昇は、実質金利の上昇ではなく、ほぼBEI（市場のインフレ期待）で生じてきたことが分かります。政策当局による財政拡大と金融緩和の組み合わせが景気回復期待を後押し、バイデン政権の誕生と「イエレン財務長官＋パウエルFRB議長」の路線がそれを加速させました。

（図表3）米国10年国債金利と物価連動国債BEIの推移

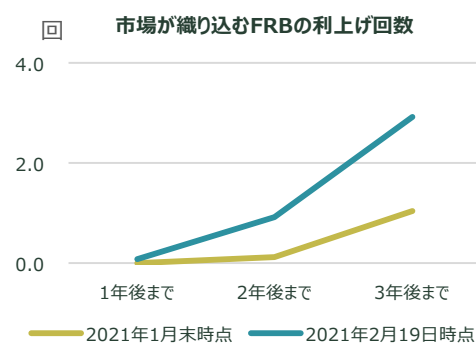


※2021年2月26日時点

（出所）ブルームバーグ

ところがここに来て、①新型コロナのワクチン接種が進み新型コロナ関連でのダウンサイドリスクが後退したこと、に加え、②バイデン政権による約1.9兆ドルの経済対策が刺激的過ぎるとの受け止めが市場の一部で醸成されたこと、③経済指標にインフレの予兆を示すものが見られ始めたこと、などを契機にインフレ“期待”がインフレ“懸念”に変わったことから、市場でFRBによる利上げ開始を織り込み始める、言い換えると利上げを催促するような動きが見え始め、イールドカーブのベアスティーブ化が進みました。長期金利の上昇とイールドカーブのベアスティーブから進めば進むほどFRBの利上げ懸念が高まる格好となり、長期金利上昇に対して株価はネガティブに反応し始めました。昨年末時点でほとんど意識されていなかった2023年初頭までの利上げ観測が足下急速に高まってきています（**図表4**）。

（図表4）OIS市場が織り込む米国FRBの利上げ回数



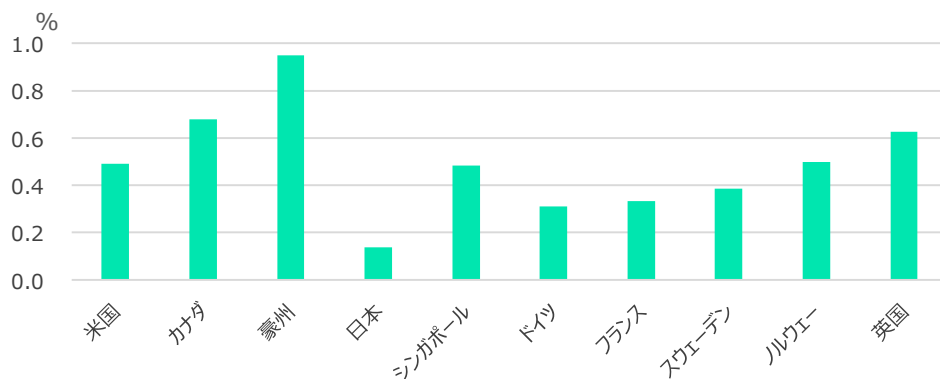
（出所）ブルームバーグのデータより筆者作成

足下の米国債券市場は市場がFRBの政策姿勢を試す催促相場の様相を呈してきていることから、金利の変動幅が大きくなりやすい相場つきとなっています。先週は、FOMCメンバーの発言や流動性の低下などのきっかけを捉える形で金利が急上昇する局面がありました（2/25には7年債入札が低調であったことを受けて金利が急上昇）。

通常こうした局面で金融当局は、「悪い金利上昇」を回避するために、利上げを行うことで長期金利の変動を抑制します。この場合、長期金利は高止まりすることが予想されます。一方で、新型コロナ感染拡大が収束していない上、失業率の低下が十分でないことから、財政拡大とともに金融緩和の手を緩めることは非常に難しい状況にあるともいえます。実際にFRBからは量的緩和の当面の継続を強調するなど、ハト派的な発言が目立っています。したがって今回の局面では、「悪い金利上昇」に対し、利上げではなく長期金利に直接働きかける（量的緩和拡大による長期国債買い入れや緩やかなイールドカーブ・コントロールなど）で対処する可能性があります。これが実施されれば長期金利は大きく低下することが予想されます。いずれにせよ、市場で「悪い金利上昇」が生じて株価も不安定となり、市場のボラティリティが上昇していることから、金融当局は何らかの対応を迫られつつあり、FRBの次の一手に注目が集まる展開となりそうです。

次にグローバル債券市場に目を移してみたいと思います。世界の主要国市場では年初来、米国と同じように長期金利の上昇や長短金利差の拡大（イールドカーブのベアスティーブ化）が見られましたが、その変動の大きさは各国でマチマチとなりました（**図表5**）。景気回復期待の高い米国およびドル圏の金利上昇幅が欧州圏に対して大きくなっていること、景気回復期待や金融政策変更余地が小さいことに加えて海外金利変動の影響を受けにくい日本の金利上昇幅が極めて小さいことが見て取れます。

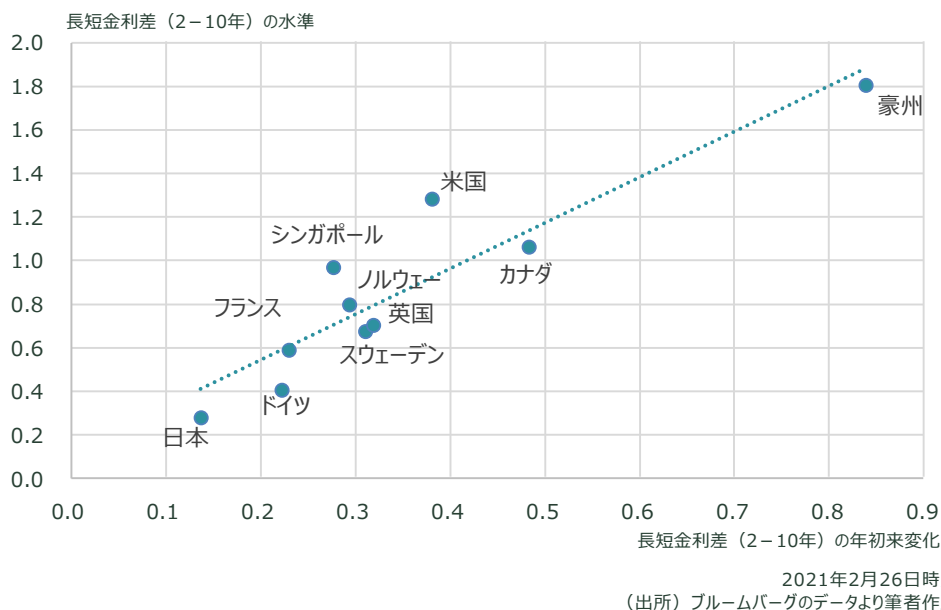
（図表5）主要債券市場の年初来の10年国債金利の上昇幅



（出所）ブルームバーグのデータより筆者作成

図表6は各市場の長期金利水準と長短金利差の変動を示したものです。長期金利の水準の高い国の長短金利差がより拡大しており、グローバルでのイールドカーブ形状の違いがより拡大している様子が窺われます。

(図表6) 主要債券市場の長短金利差（2－10年）の水準と年初来変化



図表7に各国の金利変動やイールドカーブの形状変化の背景をまとめました。景気回復のスピードの違いや財政政策、金融政策のスタンスの違いが債券市場に反映されやすい局面にあり、個別市場の見極めがより重要です。例えば、3月1日に豪州RBAが10年国債の買い入れを行い、長期金利が大きく低下しました。豪州では比較的短いゾーンをターゲットとしたイールドカーブ・コントロール（YCC）が行われてきましたが、2月末にかけて長期金利が急騰し、RBAの次の一手が試される催促相場の様相を呈していました。今後このような中央銀行による対応が、特に長期金利が大きく上昇している国で見られるのかどうか注目されます。全般に金利が上昇しやすい環境である中、一国の債券市場に投資するよりも、各国のイールドカーブの水準や形状に着目した債券運用戦略が必要となる局面と筆者は考えています。

(図表7) 主要債券市場の年初来の金利変動とイールドカーブ形状変化

債券市場	2年金利変動	10年金利変動	2-10年金利差変動	背景
米国	0.01%	0.49%	0.49%	景気/インフレ期待でイールドカーブヘアスティープ化
カナダ	0.10%	0.68%	0.58%	米国経済と連動。原油価格上昇で長短金利ともに米国以上の上昇
豪州	0.05%	0.95%	0.90%	中国経済と連動性が高く、景気回復期待高まる。カーブ手前のYCCを行っており、3年超のイールドカーブのスティープ化が進みやすい
日本	0.01%	0.14%	0.13%	景気回復、金融政策変更の余地が小さい。海外金利との連動性が薄い
シンガポール	0.09%	0.48%	0.39%	中国経済と連動性が高く、景気回復期待高まる
ドイツ	0.04%	0.31%	0.27%	ユーロ圏は景気回復、金融政策変更の余地が小さい
フランス	0.12%	0.33%	0.21%	ユーロ圏は景気回復、金融政策変更の余地が小さい
スウェーデン	0.11%	0.39%	0.28%	ユーロ圏対比でグローバル景気サイクルに敏感。長短金利ともにドイツ以上の上昇
ノルウェー	0.23%	0.50%	0.27%	原油価格上昇もあり、インフレ懸念が高まりやすく、利上げ観測を織り込みやすい
英国	0.29%	0.63%	0.34%	インフレ・ターゲット政策を採用しており、インフレ懸念と利上げ観測を織り込みやすい

2021年2月26日時点
(出所) ブルームバーグのデータより筆者作成

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3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3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 3396474.1.1.APAC.RTL、Exp. Date: 3/31/2022