

英国債市場の動揺と米長期金利

Topics

- ▶ 米長期金利は9月下旬以降、上昇圧力が強まった。FRBの積極的な金融引き締め姿勢に加え、英新政権が公表した経済対策を巡る不透明感に伴う英長期金利の急騰などから、米長期金利は一時4.0%超に。
- ▶ 英国債の流動性指数は大幅に上昇し、流動性の悪化懸念が他国に波及。英経済対策の今後の展開にも注目。
- ▶ 米長期金利は、FRBの積極的な金融引き締め姿勢が金利の上昇要因と考えられる。一方、米景気のモメンタムの鈍化が鮮明となる中、先行きの利下げ観測は根強く、米長期金利の上昇余地は限られると考える。

ストラテジスト 服部 純朋

米長期金利は一時4.0%超に

米長期金利（10年国債利回り）は、8月分の米CPI（消費者物価指数）の伸びが上振れし、FRB（米連邦準備理事会）が利上げを加速するとの見方が強まる中、9月中旬に3.5%を上抜きました。その後、9月FOMC（米連邦公開市場委員会）において、年内まで大幅利上げの継続、利上げの到達点（ターミナルレート）の大幅引き上げをメンバーが想定していることが判明しました。FRBの積極的な金融引き締めが意識され、金利上昇圧力が強まりました。欧州でも高インフレ抑制に向け積極的な利上げが継続するとの見方から、ドイツや英国の国債利回りが上昇し、そうした動きにつれたことも考えられます。特に英国は、新政権が公表した大規模減税を柱とする経済対策を巡る不透明感から英長期金利が急騰しました。

こうした中、米長期金利は9月28日に一時4.0%超まで上昇しました。しかしその後、英中銀が市場安定化のため、時限的な英長期国債の買い入れ措置を決めたことなどから英金利が低下したことや、米経済指標の悪化から米長期金利は低下しました。10月5日時点で米長期金利は3.7%台半ばにあります（図表1）。

英国債市場の動揺が波及

各国の政府・中銀がインフレ鎮静化に向けた取り組みを進める中で、英中銀も今年9月までに複数回の大幅利上げを含む7会合連続の利上げを実施するなど積極的に金融引き締めを行ってきました。しかし、英政府が大規模減税を柱とする経済対策を公表すると、減税に伴い需要が一段と喚起されインフレ圧力が更に高まるとの懸念が強まりました。英中銀の金融引き締め効果を削いでしまいかねないとの見方です。国債の大幅増発も懸念され、英長期金利は急騰しました。

英国債の流動性指数は大きく上昇しました。英中銀が長期国債の時限買い入れ措置を決めた後も、依然高止まっており、流動性の悪化が懸念されます（図表2）。米国債については今年に入り、流動性指数は緩やかに上昇し、6月のFOMCを境に上昇基調が強まりました。その後、FRBが積極的な金融引き締め姿勢を示し流動性の悪化が進んでいたところに、今回の英国債市場の動揺が重なりました。英長期金利が急騰した9月26日には、米国債の流動性指数は2.93でした。この水準は、コロナショック（2020年3月）で世界的に金融市場が混乱した局面の水準（3.08）に迫るもので、流動性危機が相応に意識されました。

※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。

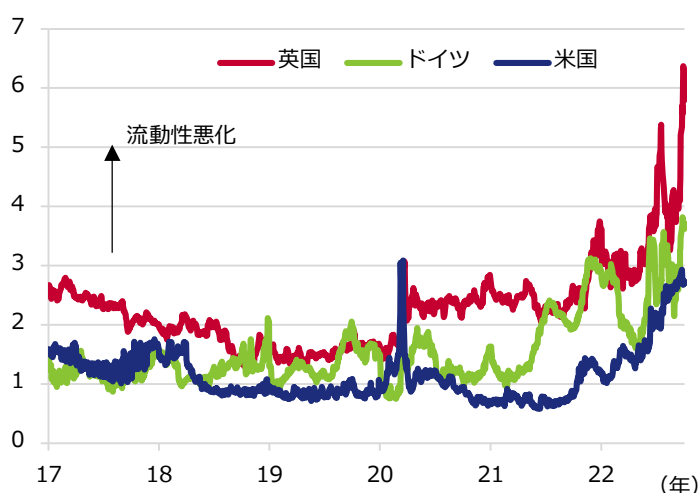
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 米長期金利・米期待インフレ率・米実質金利



期間：2022年1月3日～2022年10月5日（日次）
 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）米実質金利=米10年国債利回り-米10年BEI（ブレイク・イーブン・インフレ率）、BEIは物価連動国債が織り込む期待インフレ率

図表2 米・英・ドイツの国債流動性指数



期間：2017年1月3日～2022年10月5日（日次）
 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

次ページへ続く

英政府の経済政策を巡る不透明感が晴れるには相応の時間

英政府は今回の経済対策を「成長計画」と銘打っています。しかし経済活動の根幹となる物価の安定が見通せない今のような環境下で、思い描く通り中期的な成長戦略（中期的に2.5%成長を目指す）とされている）を達成できるかは不透明と考えています。仮に実現できないとすると、将来の歳入増は見込めず、英国の財政規律が損なわれるリスクがあるため留意が必要です。IMFによれば、英国の政府債務残高の対GDP比率は2021年時点で95.3%と、ドイツ（70.2%）を上回るものの、フランス（112.3%）やカナダ（112.1%）を下回ります。英国は、G7諸国の中で財政面で相対的に健全とみられます。しかし今回のように、財政面で健全な国であっても、財源に明確な裏付けの無い大規模減税策を提示すれば、国債価格の急落（金利は急騰）などを招く事態になるということが改めて市場で認識された事例といえます。

英中銀の時限的な国債買い入れ措置の決定に続き、英政府は10月3日、大規模減税に含まれる所得税の最高税率の引き下げ策を撤回し、財政悪化への配慮をみせました。しかし全体の減税規模に比べれば所得税の最高税率引き下げの規模はわずかであり、依然として英政府の経済対策を巡る不透明感は払しょくできていません。今後英政府は、各種施策に関する具体的な内容を公表する見込みで、11月下旬には中期財政計画の発表が予定されています。債務のGDP比率の中期的な削減などに向けた政府のルールの詳細などが盛り込まれるもようですが、市場の信認が得られる内容となるか注目されます。

FRBの金融引き締め姿勢を注視

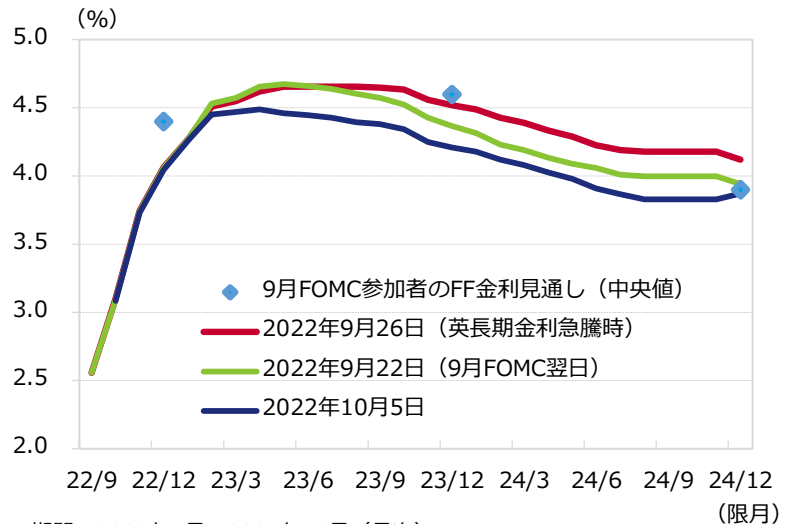
英国債市場の急落（金利の急騰）は、FF金利先物など市場の米利上げ見通しに対しても一定の影響を及ぼしました。英長期金利が急騰した9月26日のFF金利先物カーブは、9月FOMCの翌日に観察されたカーブと比べて上方シフトしました（図表3）。英国で財政と金融政策の政策協調に不和が生じるとの懸念から、世界的なインフレが改めて意識され、高インフレに対処するためFRBは金融引き締め姿勢を一段と強めるとの見方が生じた可能性があります。しかしその後、英中銀の時限的な国債買い入れ措置や、英政府が財政悪化に配慮を示したことを受けて市場の不安心理の更なる増大に歯止めがかかると、FF金利先物カーブは再び下方シフトしました（図表3）。

引き続き英国債市場の動向には留意が必要なものの、今後の米長期金利は、再び物価の動向やFRBの金融引き締め姿勢を見極める展開になりそうです。FRBはインフレ抑制を最優先に、政策金利を一段と景気に対して制限的な水準へ引き上げる方針です。FRBの積極的な金融引き締め姿勢が金利の上昇要因と考えられます。もっとも、9月FOMC後の会見でパウエル議長が述べたように、米経済を軟着陸させることへのFRBの自信は従来から後退していることも事実です。FRBの積極的な金融引き締め姿勢に伴いインフレ期待が安定する中で、米実質金利は大幅に上昇し（図表1）、金融環境はタイト化しました。金融政策の実体経済に及ぼす影響は時間差を伴うことから、これまでの引き締め効果が今後顕在化してくる可能性があります。米景気の本質的な鈍化が鮮明となる中（図表4）、市場の一部で2023年の利下げ観測は根強く、米長期金利の上昇余地は限られると考えています。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用および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。

図表3 FF金利先物レートとFOMC参加者のFF金利見通し

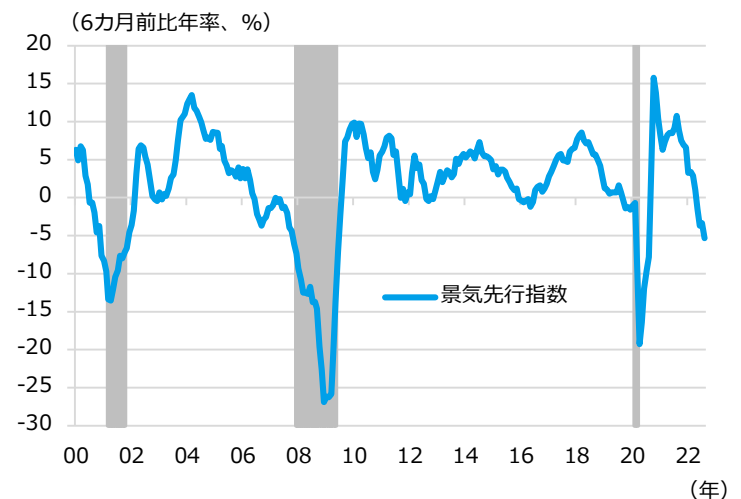


期間：2022年9月～2024年12月（月次）

（注）FF金利はフェデラルファンド金利

出所：FRB、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

図表4 米景気先行指数



期間：2000年1月～2022年8月（月次）

出所：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

（注）網掛けは米景気後退期

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。