

米長期金利動向とFRBの金融政策正常化への思惑について

Topics

- ▶ 米長期金利（10年国債利回り）は3月にかけて大幅上昇しましたが、4月に入り上昇幅は縮小しています。
- ▶ 市場では、FRBの早期利上げ期待など金融政策正常化への思惑が高まりましたが、織り込みは過剰とも考えられます。
- ▶ 今後の米長期金利は、物価や労働市場動向次第ですが、経済改善の継続的な進捗などが確認されれば、再び上昇圧力がかかる可能性には留意が必要です。もっとも、米金融政策の正常化には時間がかかると見込まれることが金利上昇圧力を抑制すると考えます。

ストラテジスト 服部 純朋

米長期金利は大幅上昇の後、一服の兆し

米長期金利（10年国債利回り）は、2月中旬以降、上昇基調を強めました。新型コロナウイルスのワクチン普及や追加経済対策により米景気回復が加速するとの見方や、インフレ加速観測の高まりなどが背景として考えられます。3月以降も、米連邦準備理事会（FRB）は金利上昇をさほど警戒していないとの見方や、米景気の回復期待、国債増発への懸念などから上昇幅は拡大しました。しかし4月に入り、良好な米景況感などを横目に、金利の上昇は一服しています（図表1）。背景として、米バイデン政権が成立を目指すインフラ投資計画を巡り、財源を増税で賄う方針が示され、国債増発による過度な需給悪化懸念が後退したことに加え、FRBの早期利上げを過度に織り込む動きは行き過ぎとの見方も挙げられます。

金融政策正常化への思惑が高まる

FRBは昨年8月に「平均インフレ目標」を導入し、インフレ率が一時的に2%を上回ることを容認する姿勢です。3月の米連邦公開市場委員会（FOMC）での物価見通しは、2023年に目標の2%を超えると予想されましたが、2023年末までゼロ金利政策を維持する方針が示されました。しかし市場の一部では、2年先に複数回の利上げ（1回の利上げ幅は0.25%と想定）が見込まれるなど、早期利上げへの思惑が高まっています。5年先の政策金利（FF金利）見通しは大幅に上昇し、利上げの到達点と捉えられるFF金利の長期均衡水準（FOMC参加者のFF金利の長期見通し）に近接しつつあります（図表2）。

また資産買い入れに関して、FRBは「最大雇用と物価安定の目標に向けて顕著な一段の進展があるまで」現状ペースの買い入れを続ける方針です。ニューヨーク連銀の市場参加者調査（3月、中央値）では、テーパリング（資産買い入れの段階的縮小）は2022年1Q～4Qに実施と見込まれています。一方利上げについて、2012年9月から実施された米量的緩和第3弾（QE3）の出口戦略を参考にすると、テーパリング終了から利上げ開始までには相応の期間を要しました。当時、テーパリングは2014年1月に始まり、同年10月に終了しました。その後、保有債券の償還原資の再投資を行いFRBのバランスシート規模を一定期間維持した後、利上げの開始は2015年12月でした。今回も、テーパリング終了から利上げまでには相当の期間を要するとみれば、前述のような早期利上げ織り込みは過剰とも考えられます。

次ページへ続く

※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。

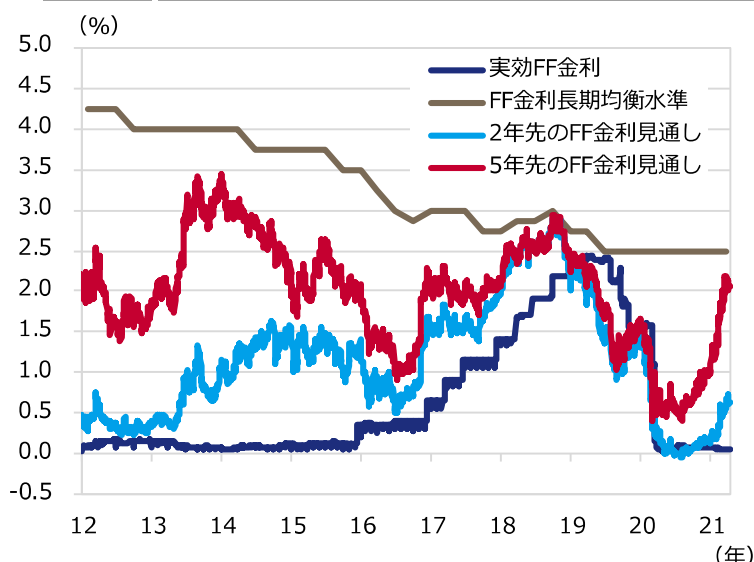
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 米長期金利・米期待インフレ率・タームプレミアム



期間：2019年1月2日～2021年4月12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）米期待インフレ率（BEI10年）は、米物価連動国債が織り込む期待インフレ率、タームプレミアムは期間に伴う上乗せ金利

図表2 実効FF金利・市場のFF金利見通し・FF金利長期均衡水準



期間：実効FF金利、FF金利見通しは2012年1月4日～2021年4月12日（日次）、FF金利長期均衡水準は2012年1月～2021年3月（四半期）
 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）FF金利見通しはOIS（オーバーナイト・インデックス・スワップ）を使用

物価を巡る市場とFRBとの温度差

金融政策の早期正常化を織り込む背景には、インフレ加速への懸念や雇用情勢の改善期待が挙げられます。

物価に関しては、ワクチン普及への期待などを背景に、米物価連動国債が織り込む期待インフレ率は上昇しているものの、実際の物価動向であり、FRBが金融政策運営上参照するコアPCE（個人消費支出）インフレ率の伸びは緩慢です（図表3）。先行きインフレ加速観測もある一方で、地区連銀作成の基調的なインフレ率を捕捉する指標に基づけば、足元の物価上昇は一時的との見方です。基調的なインフレ動向は中期のマクロ需給次第と考えられます。

米雇用回復は一様ではない

FRBのもう一つの目標である労働市場についてみると、まず直近3月の米雇用統計では非農業部門雇用者数が大幅に増加しました。

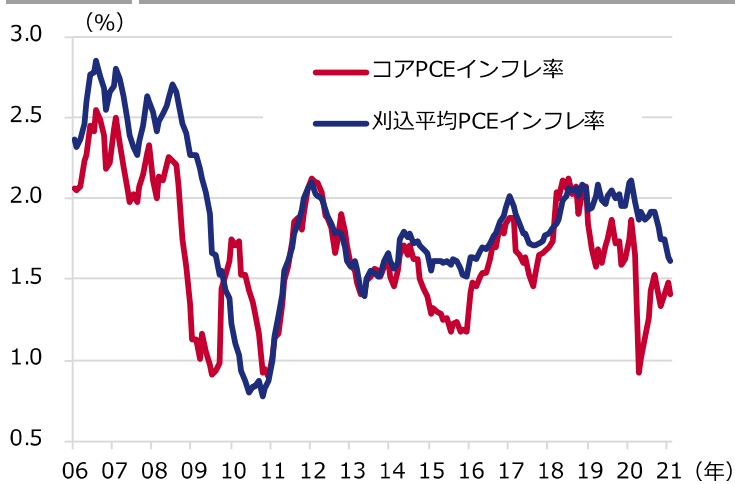
ただしFRBは労働市場の幅広い改善を重視する姿勢をとっています。米労働市場の情勢を広範に捉える指標群（図表4）からは、改善は一様ではない姿がうかがえます。

失職者の状況を見ると、コロナ禍の米労働市場では、工場の操業停止や店舗閉鎖で企業のレイオフ（一時的解雇）が急増しました。レイオフ失職者比率（一時的解雇者数が労働力人口に占める割合）は、コロナ禍前（2020年2月）には0.5%でしたが、2020年4月には11.5%へと急騰しました。その後、従業員の雇用維持を促す政策の効果もあり、同比率は改善し、直近（2021年3月）は1.3%となっています。一方、恒久失職者比率（恒久的な失職者数が労働力人口に占める割合）は直近で2.1%と、コロナ禍後の最悪水準からはやや改善しているものの、高止まっています。また、長期失業者比率（失業期間が27週以上の失業者数が失業者全体に占める割合）は直近でコロナ禍後の最悪水準にあるなど、失業期間の長期化も懸念される状況にあります。さらに低所得層の雇用水準が低迷している点なども鑑みると、広範な労働市場の指標改善には時間がかかるとみられ、FRBの最大雇用の目標に向けた「顕著な一段の進展」には依然距離があると思われれます。

金融政策の正常化には時間がかかる見込み

今後の米長期金利は、物価の実績値とその趨勢や労働市場の改善ペースを見極める中で、経済改善の継続的な進捗などが確認されれば、再び上昇圧力がかかる可能性には一定の留意が必要と思われる。もっとも、FRBの目標達成には依然距離がある中、金融政策の正常化には時間がかかると見込まれることが金利上昇圧力を抑制すると考えます。

図表3 コアPCEインフレ率と基調的なインフレ率を捕捉する指標

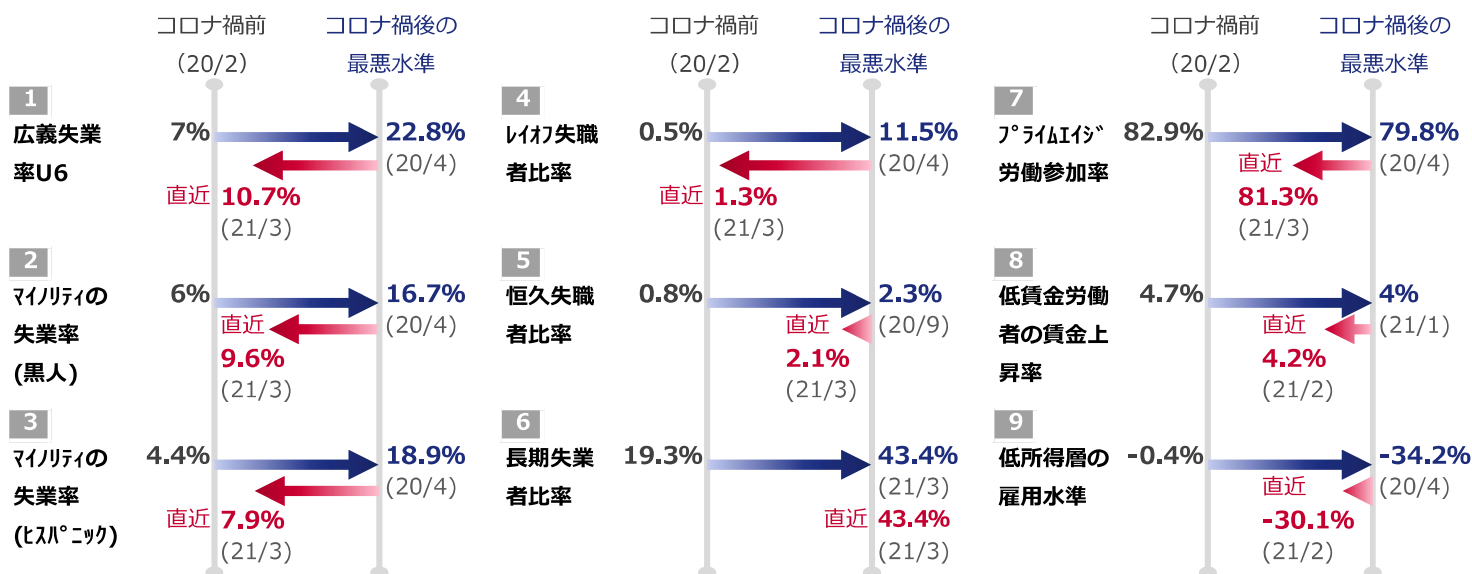


期間：2006年1月～2021年2月（月次）

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）刈込平均PCEインフレ率は、価格変動の大きい項目を除き算出され、ダラス連銀が公表

図表4 米労働市場の情勢を広範に捉える指標群



出所：リフィニティブ、Opportunity Insightのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）（）内は年/月、低賃金労働者の賃金上昇率は12ヵ月移動平均、低所得層の雇用水準は2020年1月4日-31日対比で1ヵ月平均

※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。

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。