

## 大幅低下に転じた米長期金利と今後の注目点

## Topics

- ▶ 米長期金利は、FRBの早期利下げ観測、米景気の減速懸念、インフレ鈍化基調などを背景に大幅に低下。国債増発に伴う需給悪化への懸念も後退したとみられる
- ▶ 根強いインフレを巡る懸念などを鑑みれば、利下げは時期尚早か。もっとも、中長期の期待インフレ率が安定して推移する中、インフレの鈍化基調が続けば、FRBはいずれ利下げに向かうとみられる
- ▶ FRBが想定するように、失業率の大幅な悪化を招くことなく米景気が軟着陸できれば、長期金利の大幅低下は見込みづらいつと考える

## ストラテジスト 服部 純朋

## 米長期金利は大幅に低下

米長期金利（10年国債利回り）は11月、大幅に低下しました（図表1）。背景として、FRB（米連邦準備理事会）の利上げ停止や早期利下げ観測、米景気の減速懸念、インフレの鈍化基調が挙げられます。

米金融政策を巡っては、FRBのウォラー理事は11月下旬の講演で、政策はインフレを2%に戻すのに現在良い位置にあるとの確信を深めつつあるとする見解を示しました。また、インフレが今後数カ月にわたって低下を続け、我々がインフレは低下基調を辿っているとの確信が持てれば、利下げを開始することができるとも述べ、市場では早期利下げ観測が浮上しました。

経済指標では、雇用者数の伸びや、企業の景況感、CPI（消費者物価指数）の伸びなどが下振れました。米エコノミック・サプライズ・インデックス（経済指標の実績と市場予想の乖離を指数化したもの）のプラス幅が縮小する中、米景気の減速懸念やインフレの鈍化基調が意識された可能性があります（図表1）。なお11月のFRB地区連銀経済報告では、前回（10月）以降、経済活動は鈍化したと評価されました。個人消費では、裁量的支出や耐久財の売上げが減少したとされました。企業の設備投資では、金利上昇や貸出基準の厳格化で投資を控えたと報告する地区もありました。

## 国債増発に伴う需給悪化懸念は後退か

前述の金利低下要因に加えて、国債増発に伴う需給悪化懸念の後退も、11月の金利低下を促したと考えられます。米財務省が11月1日に公表した23年11月～24年1月の国債発行計画では、2年、3年、5年、7年債の増額ペースは前回（8月）から拡大したものの、10年債は抑制されました。タームプレミアム（期間に伴う上乗せ金利）は10月下旬に0.4%台に拡大したものの、11月に入りプラス幅は縮小しました。同月中旬から下旬にはマイナス圏で推移する場面もあるなど、国債需給の悪化懸念は後退したとみられます（図表2）。

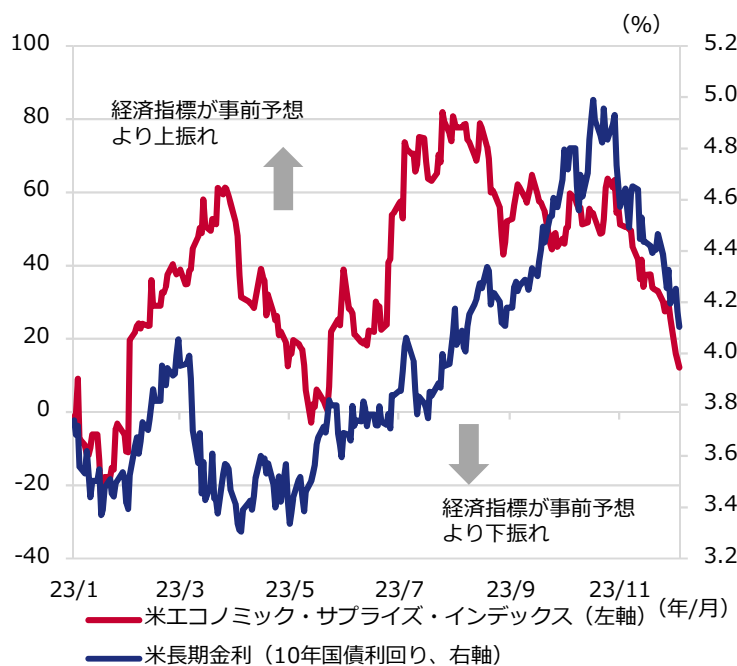
またTBAC（米国債発行諮問委員会）による財務長官への報告（10月）では、タームプレミアム上昇への感応度が低い年限へ発行を偏らせるべきとの議論がありました。米財務省は、夏場からの長期金利の急上昇に対して相応の警戒感を持っていたことがうかがわれます。24年2月～4月期にも国債増発が予想されるものの、米財務省は、需給環境に配慮しつつ発行年限などを決定していく可能性があると考えます。

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 米長期金利とエコノミック・サプライズ・インデックス



期間：2023年1月3日～2023年12月6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

図表2 米国債のタームプレミアム（10年、NY連銀算出）



期間：2023年1月3日～2023年12月1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

## 投資家の動きに変化がみられるか注目

需要面では、米国債投資家の動向が注目されます。米銀行は、2022年のFRBによる利上げ局面で国債等の保有残高を減らしました。米地銀破綻が相次いだ2023年3月には大幅に圧縮しました。その後、米長期金利が上昇する中、残高の戻りは緩慢でしたが、今秋には前月比増加に転じる動きもみられています(図表3)。利上げ停止観測が高まる中、今後残高を復元する動きが強まるか注視されます。また米国債市場では、外国人投資家の存在感は大きいとみられますが、彼らの米国債への資金流入動向も注目されます。

## 来年前半の利下げは時期尚早か。インフレの鈍化基調を見極めたうえで利下げへ

早期利下げ観測を巡っては、大幅な金利低下に伴う金融緩和効果でインフレ圧力が再燃する可能性などを鑑みれば、来年前半の利下げは時期尚早と考えます。FRBのパウエル議長は12月1日の講演で、金融政策が十分制限的な水準に達したかを確信を持って結論付けることや、金融緩和開始時期に関して憶測することは時期尚早と述べました。早期利下げを織り込む動きをけん制した形です。なおNY連銀の消費者調査によれば、インフレ率が4%超との確率は足元にかけて下げ渋っています。短期(1年先)は10月に3カ月連続で上昇しました(図表4上段)。消費者の高インフレへの警戒感は根強いと考えます。

もっとも、中長期の期待インフレ率が安定して推移する中、今後もコアCPIなどインフレが鈍化基調となれば、FRBは利下げに向かうと考えられます(図表4下段)。なぜなら、インフレ鈍化が続く中で、現在の政策金利水準が維持された場合、物価上昇率を勘案した実質の政策金利上昇を通じた金融引き締め効果は一段と強まり、景気を過度に下押しするリスクが高まるとみられるからです。

## 過去の初回利下げ前後の米長期金利の動き

図表5は過去5回の米利下げ局面における初回利下げ前後の米長期金利の変動を示したものです。利下げ開始後1年程度の間は米経済が景気後退入りしたのは、2001年、2007年、2019年です。1995年と1998年は景気後退に至りませんでした。5つの局面いずれも、利下げ開始前に金利は低下しましたが、その後の動きはまちまちでした。

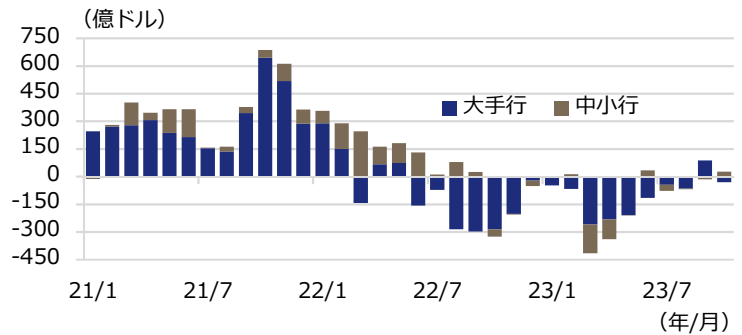
景気後退に至ったケース(2001年、07年、19年)では、1年程度でみると金利は低下しました。2001年(景気後退入り:01年4月)の背景には、ITバブル崩壊(2000年)や同時多発テロ(01年9月)がありました。2007年(同:08年1月)は世界金融危機、2019年(同:20年3月)はコロナ禍でした。一方、景気後退に至らなかったケース(1995年、98年)では、金利は上昇しました。1990年代の米金融政策運営の特徴として、政策効果が波及するまでの時間や、景気の先行きを勘案した予防的な運営などが指摘されます。1995年、98年ともに景気下支えのため小幅な利下げが短期間実施されました。

景気後退に至る背景は外部要因を含めて様々ですが、今次局面において、FRBが想定するように、失業率の大幅な悪化を招くことなく米景気が軟着陸できれば、長期金利の大幅低下は見込みづらいつと考えます。

※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。

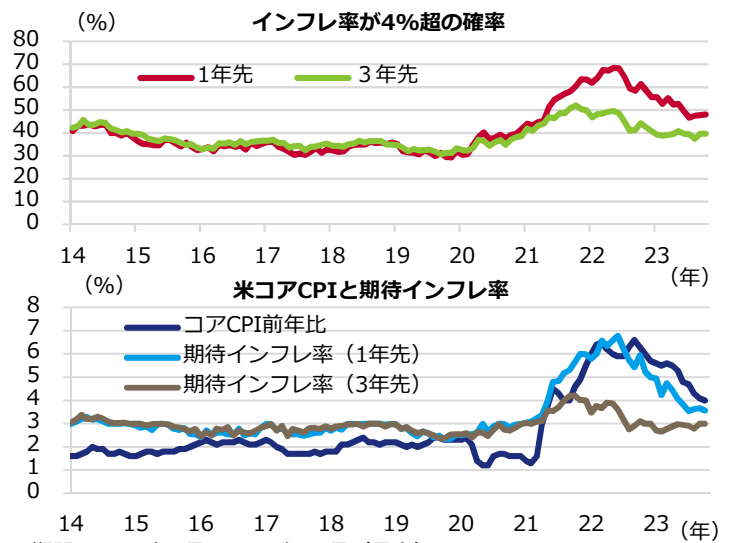
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3 米銀行の国債等の保有額変化(前月差)



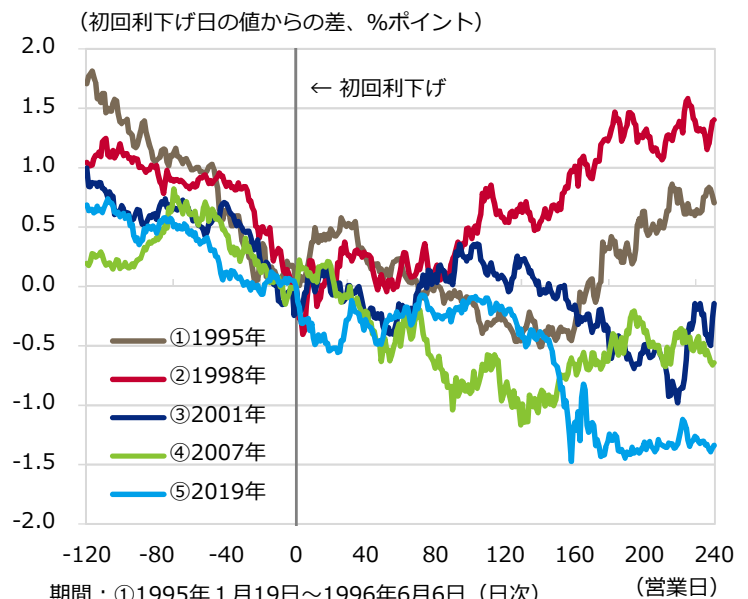
期間: 2021年1月~2023年10月(月次) ※国債等は国債と政府機関債  
出所: リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 米消費者の期待インフレ率(NY連銀調査)とコアCPI



期間: 2014年1月~2023年10月(月次)  
出所: ブルームバーグ、NY連銀のデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表5 FRBの初回利下げ前後の米長期金利の変動



期間: ①1995年1月19日~1996年6月6日(日次) (営業日)  
②1998年4月14日~1999年8月31日(日次)  
③2000年7月19日~2001年12月6日(日次)  
④2007年4月3日~2008年8月19日(日次)  
⑤2019年2月13日~2020年7月1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

## 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。

### 【当資料で使用している指数について】

- ・エコノミック・サプライズ・インデックスはシティグループ・グローバル・マーケット・インクが発表する指数です。