

米長期金利は高水準継続か。YCC運用柔軟化
後の日本の金融緩和環境を注視

Topics

- ▶ FRBはインフレ抑制のため金融引き締め姿勢を維持するとみられます。米長期金利が高水準で推移する可能性があると考えます。
- ▶ 日銀は物価上振れリスクに前もって対応しました。日本の長期金利はYCC運用柔軟化後の落ち着きどころを探る展開ですが、相対的に緩和的な日本の金融環境は当面継続すると思われれます。もっとも、日本の長期金利の先高観が根強い点には一定の留意が必要です。

ストラテジスト 服部 純朋

米長期金利には上昇圧力が強まった

米長期金利（10年国債利回り）は7月上旬に4%をやや上回る水準にありましたが、6月分の米CPI（消費者物価指数）の伸び鈍化などを受け、インフレを巡る過度な懸念が後退すると、低下しました。しかしその後、米労働市場の堅調さが意識されると上昇に転じました。7月のFOMC（米連邦公開市場委員会）で想定通り0.25%の利上げが決定される中、米景気は底堅いとの見方や、米国債の増発に伴う債券需給の悪化懸念などから金利上昇圧力が強まりました。金利はその後、雇用者数の伸び下振れなどから上昇幅は縮小したものの、長期平均（200日平均）を上回っています（図表1）。

米国債の増発は、財政赤字の拡大等を背景に米財務省が7～9月期の市場調達額を5月時点の想定から上方修正したことに伴うものです。8～10月期の国債発行計画では、利付債の発行額が幅広い年限で引き上げられました。8月初には大手格付け会社が、財政悪化見通しなどを理由に米国債を格下げしました。格下げにより一段と米国債の売り圧力が強まる可能性は低いとみられるものの、足元では、米財政悪化と国債増発を巡る懸念が金利上昇要因として意識される可能性には留意が必要です。

インフレ鈍化も当面金利は高水準で推移か

昨年秋にも米長期金利が4.2%超となるなど金利上昇圧力が強まる局面がありましたが、当時は、インフレ抑制のためFRB（米連邦準備理事会）は大幅利上げを継続していました。一方足元は、インフレが鈍化傾向にある中、FRBの利上げは最終局面とみられます。消費者の長期インフレ期待は安定的に推移しており、FRBのインフレ抑制への信認は揺らいでいないと思われれます（図表2）。

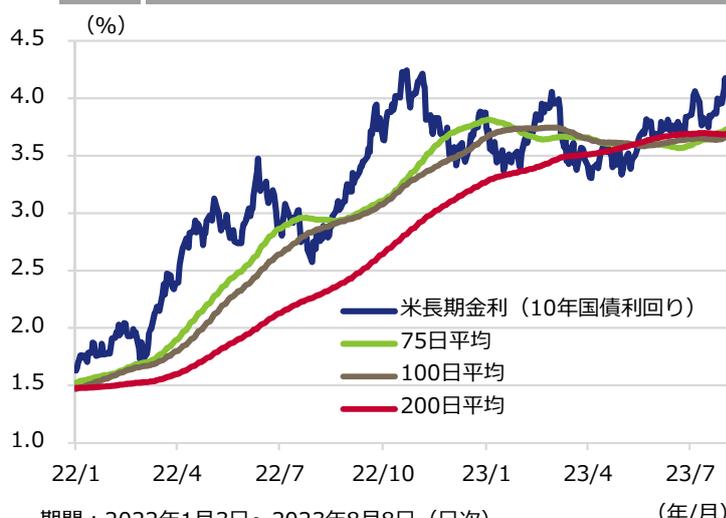
9月以降の追加利上げを巡っては、FF（フェデラル・ファンド）金利先物など市場の一部では7月に行われた利上げが最後との見方が大勢です。しかし実際は、データ次第であり、雇用増勢の鈍化はあるものの、低失業率など労働市場はひっ迫しているとみられることなどから、FRBはインフレ抑制のため金融引き締め姿勢を維持するとみられます。かかる中、米長期金利が高水準で推移する可能性があると考えます。他方で、今後仮にFRBが利上げの打ち止めを示唆した場合には、どのくらいの期間、政策金利（FF金利）を据え置けるかなどが長期金利の水準を見極めるうえで、焦点になるとみられます。

次ページへ続く

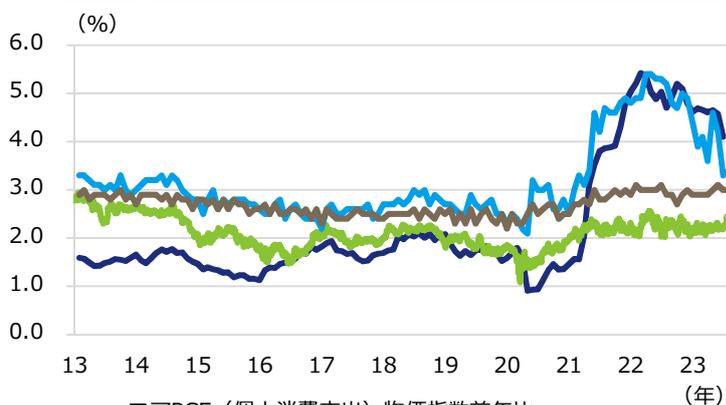
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※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（10年国債利回り）と同移動平均



図表2 米コアPCE物価指数と米期待インフレ率



日銀は物価上振れリスクに前もって対応。 YCCの運用柔軟化を決定

日銀は7月に長短金利操作（YCC）の運用柔軟化を決定しました。長期金利の誘導目標はゼロ%程度に据え置いた一方、変動幅は「±0.5%程度」を目途とし、0.5%を超えて推移することを容認する形となりました。他方、10年物国債の指値オペ（公開市場操作）の利回りは0.5%から1.0%へと引き上げられました。市場動向に応じて長期金利が0.5%を超えて推移することを容認する一方、1%を超えることは許容しないとみられます。また投機的な動きなどで金利が急変動した場合には、国債買入れ措置などを通じた機動的な対応を講じる姿勢です。

YCCの運用柔軟化を決めた理由について、日銀の植田総裁は、物価上振れリスクが顕在化した後で対応すると、副作用が極めて大きくなる旨の認識を示し、それを避けるために前もって対応したとしました。物価の上振れの動きが続いた場合、長期金利の上限を0.5%で厳格に抑えようとすると、緩和効果は強まる一方、債券市場機能の低下や為替市場などの変動性を高めてしまうという問題意識があります。

日銀は物価の上振れについて、予想物価上昇率（期待インフレ率）の上昇などを指摘しています。日本の予想物価上昇率は2021年以降、上昇傾向で推移してきました（図表3）。企業の物価見通しは、金融政策運営において重視される3年や5年といった中長期でみても直近23年6月時点で2%超に高まっています。市場のインフレ予想（BEI）は、昨年12月の長期金利の許容変動幅拡大後には、ドル円相場において円高圧力が強まる中、低下しました。その後今年4月以降は、上昇基調となりました。背景として、企業の価格転嫁の動きや、春闘を受けた賃金上昇率の高まりなど物価を取り巻く環境変化が考えられます。

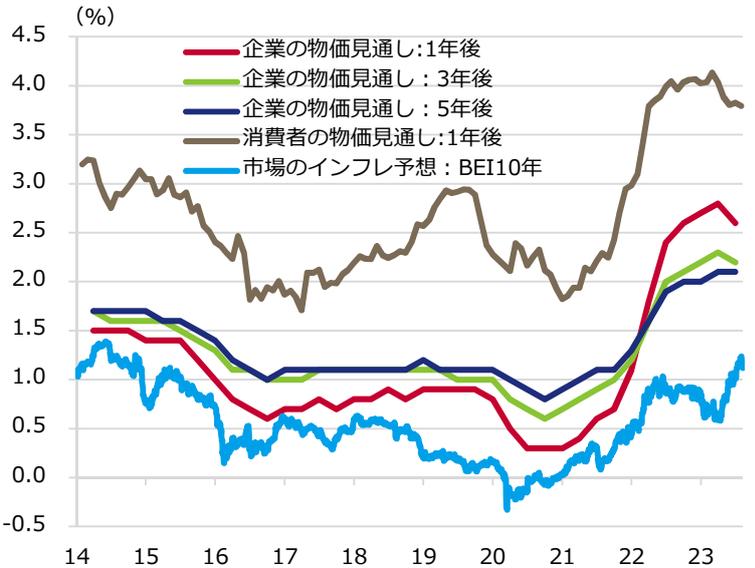
国内長期金利は落ち着きどころを探る。日本の金融緩和環境は当面継続だが

国内債券市場では、長期金利の上昇圧力が強まりました（図表4）。植田総裁が「1.0%は想定されない」との見解を示す中、日銀が金利の上昇をどこまで許容するのかという点や、上昇のスピードなどを見極めつつ、YCC運用柔軟化後の金利の落ち着きどころを探る展開とみられます。

こうした中、主要先進国との比較で実質金利がマイナス圏にあり、相対的に緩和的な日本の金融環境に生じる変化が注視されます（図表5）。急速な金利上昇に対してけん制する姿勢など前述した日銀のスタンスを踏まえれば、日本の相対的に緩和的な金融環境は当面継続すると思われず、実質金利が大きく上昇してしまう環境下では、企業が設備投資などを行う際の金融機関からの借入れや社債発行など資金調達環境が引き締まる可能性が考えられます。2%の物価安定目標の実現が見通せる状況には至っていない中で、日銀は拙速な金融引き締めがもたらすリスクには十分配慮しつつ政策運営を行っていくとみられます。

しかし市場では、今回のYCC運用柔軟化は日銀の金融政策正常化への地ならしとの受け止めもあり、中長期的な日本の長期金利の先高観は根強く残ることには一定の留意が必要と考えます。

図表3 日本の期待インフレ率



期間：企業の物価見通しは2014年3月～2023年6月（四半期）（年）
消費者の物価見通しは2014年1月～2023年7月（月次）
市場のインフレ予想は2014年1月1日～2023年8月8日（日次）
出所：ブルームバーグ、リフィニティブ、内閣府のデータを基にアセットマネジメントOneが作成
（注）BEI（ブレイク・イーブン・インフレ率）は物価連動国債が織り込む期待インフレ率

図表4 日本の長期金利（10年国債利回り）とスワップ金利



期間：2021年1月4日～2023年8月8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5 主要先進国の実質金利（10年）



期間：2021年1月1日～2023年8月8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）実質金利＝名目10年国債利回り－BEI10年
BEI（ブレイク・イーブン・インフレ率）は物価連動国債が織り込む期待インフレ率

※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。