

大幅上昇した米長期金利の行方

Topics

- ▶ 米長期金利は9月以降上昇基調で推移。タームプレミアムの拡大が金利上昇をけん引したとみられる。
- ▶ FRBは高金利を長期間維持するとみられる中、家計の信用環境の悪化が個人消費の重しとなる可能性や、債務借り換えに伴う企業のバランスシートへの負担増の可能性などに留意。
- ▶ 長期金利上昇に伴う金融環境のタイト化や、これまでの利上げに伴う景気への下押し圧力などを鑑みれば、米長期金利が一段と上昇する余地は限定的か。

ストラテジスト 服部 純朋

米長期金利は大幅上昇

米長期金利（10年国債利回り）は、8月末に4.1%程度にありましたが、9月以降上昇基調で推移しました。タームプレミアム（期間に伴う上乗せ金利）の拡大が金利上昇をけん引したとみられます（図表1）。タームプレミアムの拡大は国債需要の減退を示唆している可能性があります。背景には、底堅い米景気や根強いインフレ圧力、FRB（米連邦準備理事会）が高金利を長期間維持するとの見方などが挙げられます。

また米国債の発行増や米財政への懸念などから、国債需給を巡る不透明感が意識された可能性も考えられます。金利は10月3日に一時4.8%超となりました。もともと米財務省は8月に8～10月期に国債発行を増やす計画を示していますが、中長期の借り入れ需要を踏まえ、来期以降も発行増が続く可能性を示唆しています。11月に新たに公表される四半期調達計画が注目されます。また米政府機関の閉鎖は一旦回避されたものの、今後も新年度予算案の協議の行方など米議会運営を巡る不透明感もくすぶります。

FRBは高水準の政策金利を長期間維持

大幅な金融引き締めにも関わらず、景気が堅調に推移していることを映じて、9月のFOMC（米連邦公開市場委員会）の経済見通しは引き上げられました。2023年の成長率は2.1%（6月時点1.0%）と大幅上方修正されたほか、24年も1.5%（同1.1%）へ引き上げられました。来年も潜在成長率とされる長期見通し（1.8%）は下回るものの堅調な成長が継続するとの見通しです。失業率については、23年は3.8%（同4.1%）、24年は4.1%（同4.5%）と改善方向で修正されました。

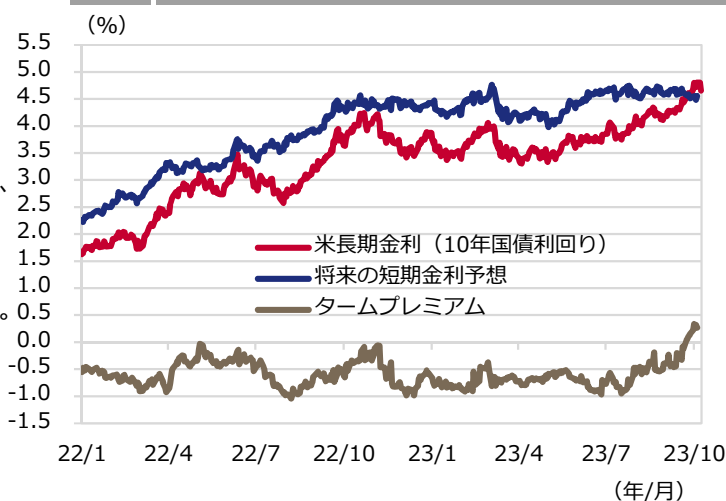
政策金利見通しは23年末は5.625%と、年内あと1回の利上げ想定を維持しました。24年末は5.125%（同4.625%）に上方修正され、利下げ開始時期が6月時点の見通しに比べて後ろ倒しになる可能性が示唆されました。FRBはインフレが目標に向かって十分に鈍化していると確信できるまで、政策金利を引き締め的な水準に維持する方針とみられます。

もっとも追加利上げを巡っては、市場の織り込みは限定的です。さらに足元では、FRB高官の発言を受けた追加利上げ観測の後退もあり、FF金利先物カーブは9月末との対比でみると下方にシフトしています（図表2）。

※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・将来の短期金利予想・タームプレミアム



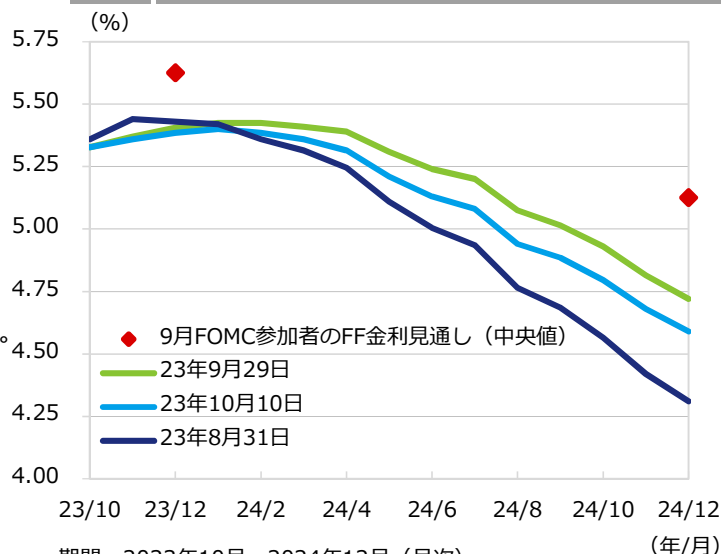
期間：2022年1月3日～2023年10月10日（日次、将来の短期金利予想とタームプレミアムは2023年10月6日まで）

※長期金利は将来の短期金利予想とタームプレミアムに分解される。

将来の短期金利予想とタームプレミアムはNY連銀算出

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 FF金利先物レートとFOMC参加者のFF金利見通し



期間：2023年10月～2024年12月（月次）

※FF（フェデラル・ファンド）金利先物を使用

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

次ページへ続く

家計の信用環境に留意

FRBのパウエル議長は、9月のFOMC後の会見で、経済のソフトランディング（軟着陸）は可能と考えているものの、基本シナリオではないとの見解を示しました。

底堅い米景気の支えとなってきた個人消費に関しては、9月のFRB地区連銀経済報告では、過剰貯蓄が消耗し、消費が借りに頼るようになったとの報告がみられました。NY連銀の消費者調査（9月）によれば、1年後に今より信用利用が「非常に困難」と回答した割合は17.7%と統計開始以来の高い水準にあります。「やや困難」と合わせれば53.9%となっています。FRBの大幅利上げに伴いカードローン金利が大きく上昇する中で、延滞率も上昇傾向にあります。直近23年2Q時点でコロナ禍前（19年4Q）を上回っています（図表3）。家計の信用環境の悪化が個人消費の重しとなる可能性があります。

企業の金利上昇への耐性：過去の金融引き締め局面との違いも指摘されるが

金利上昇は負債コストの上昇などを通じて企業部門へも影響を及ぼすと考えられますが、金融引き締め効果が時間差を伴って顕在化する可能性に留意が必要です。

BIS（国際決済銀行）は直近9月の四半期報告で、今回の金融引き締め局面における企業（非金融）の金利上昇に対する耐性について、世界金融危機（GFC）前の金融引き締め局面（2004～07年）との比較を行っています。その中で、今回の引き締め局面において企業の金利上昇への耐性がみられている要因として、引き締め前における企業の負債構造の違いを指摘しました。GFC前の引き締め局面では、企業の負債調達には短期・変動金利が多く、その結果、金融引き締めに伴い借入れコストは着実に上昇したとしています。これに対し今回の引き締め局面前においては、企業はコロナ禍後の緩和的な信用環境や低金利の恩恵を受け、長期・固定の負債調達を増やしたと指摘しました。またコロナ禍から今回の金融引き締めが始まるまでの間に、企業は流動性バッファ（※深刻な経済的ストレスがかかる不測の事態への備えとして保有される追加的な流動性）を厚くしバランスシートを強化したとしました。

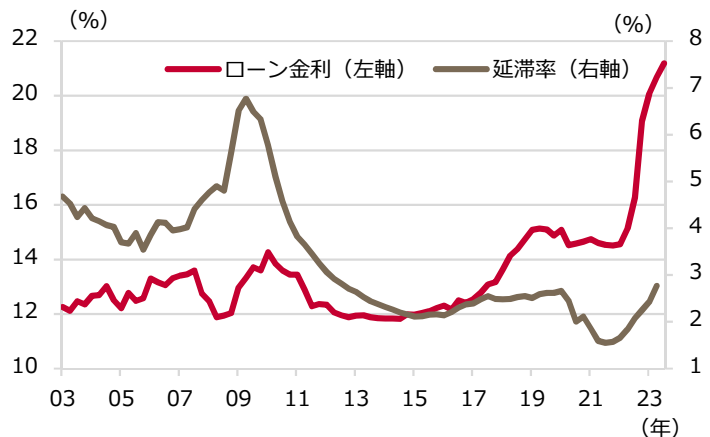
一方でBISは、高金利に対する耐性は次第に弱まっていくとも指摘しています。今後債務の償還を控える中で、借り換え需要が増加していくことが予想されます（図表4）。借り換えの際には、高い金利で行うことになるとみられ、金融引き締めに伴う企業のバランスシートへの負担は今後増加する可能性があります。

長期金利上昇に対するFRBの見解

米長期金利の上昇は金融引き締め局面で観察される現象（図表5）ですが、足元の金利上昇は急ピッチだったこともあり、これに対するFRB高官の見解が市場では注目されました。FRBのジェファーソン副議長は10月9日の講演で、「長期金利の上昇を通じた金融環境のタイト化を引き続き認識し、将来の政策軌道の評価の際にこれに留意する」との認識を示しました。また、長期金利の上昇は追加利上げの代わりになるとの考えを示した高官もいます。

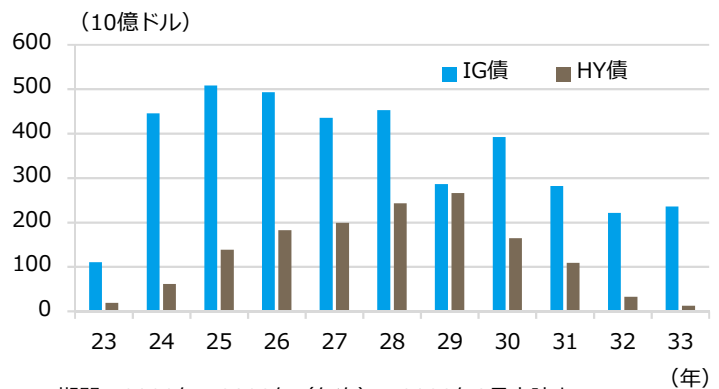
FRBはインフレ抑制に向けて高金利を長期間維持するとみられる点には留意が必要です。もっとも、長期金利上昇に伴う金融環境のタイト化や、これまでの利上げに伴う景気への下押し圧力などを鑑みれば、米長期金利が一段と上昇する余地は限られると考えます。

図表3 米クレジットカードローン金利と同延滞率



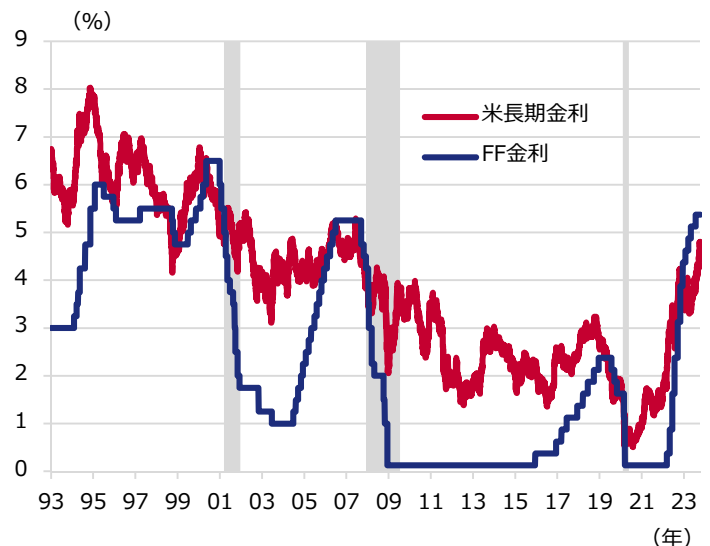
期間：2003年1Q～2023年3Q（四半期、延滞率は23年2Qまで）
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 米国のIG債とHY債の償還額



期間：2023年～2033年（年次）※2023年8月末時点
※IG債：投資適格債、HY債：投機的格付け債
出所：BISのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表5 FF金利と米長期金利（10年国債利回り）



期間：1993年1月4日～2023年10月10日（日次）
※網掛け：米景気後退期
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

※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。

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。