



2021年はどうなる？ 日米欧の長期金利

米国の10年国債利回りはFRBが8月に「平均インフレ率目標」を打ち出すと上昇に転じました。2021年の日米欧の長期金利は金利引上げ要因（新型コロナのワクチン普及による経済活動の正常化など）と金利引下げ要因（構造的な低インフレ環境、政策としての金利上昇抑制など）の綱引きになると考えています。1年を通して、米国の長期金利は上昇しても1.5%程度が上限となり、日欧長期金利も上がりにくい展開が続くと予想しています。

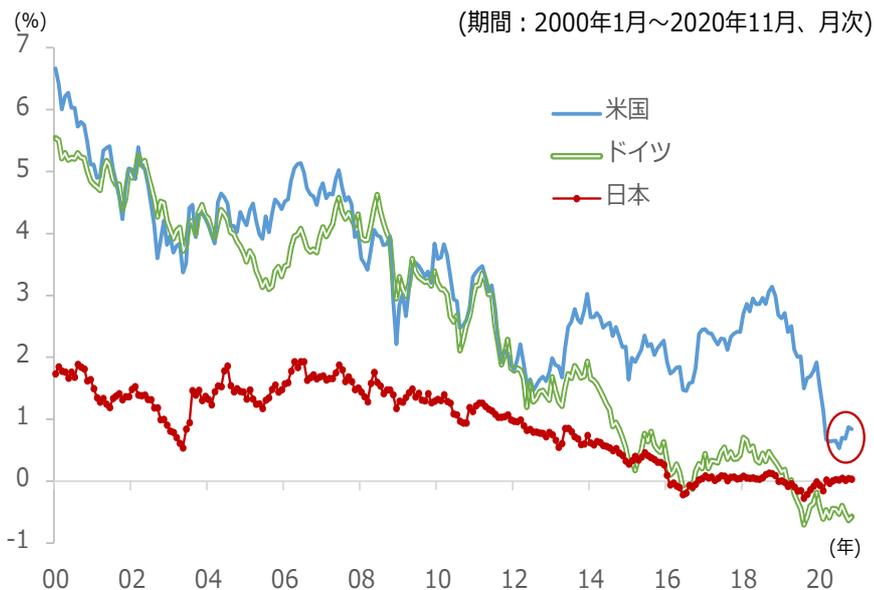
日米欧の長期金利は上昇へ

主要先進国の10年国債利回り（以下、長期金利）は米中摩擦やコロナ禍を背景に2019年以降、低下基調をたどってきました。しかし、8月にFRB（連邦準備制度理事会）が「平均インフレ率目標」を打ち出すと米国の長期金利は上昇に転じました(図表1)。2021年の日米欧の長期金利は金利引上げ要因（新型コロナのワクチン普及による経済活動の正常化など）と金利引下げ要因（構造的な低インフレ環境、政策としての金利上昇抑制など）の綱引きになると考えています。以下では世界の中心となる米国の長期金利を中心に議論を進めます。結論としては、米長期金利は1年を通して上昇しても1.5%程度が上限になると予想しています。

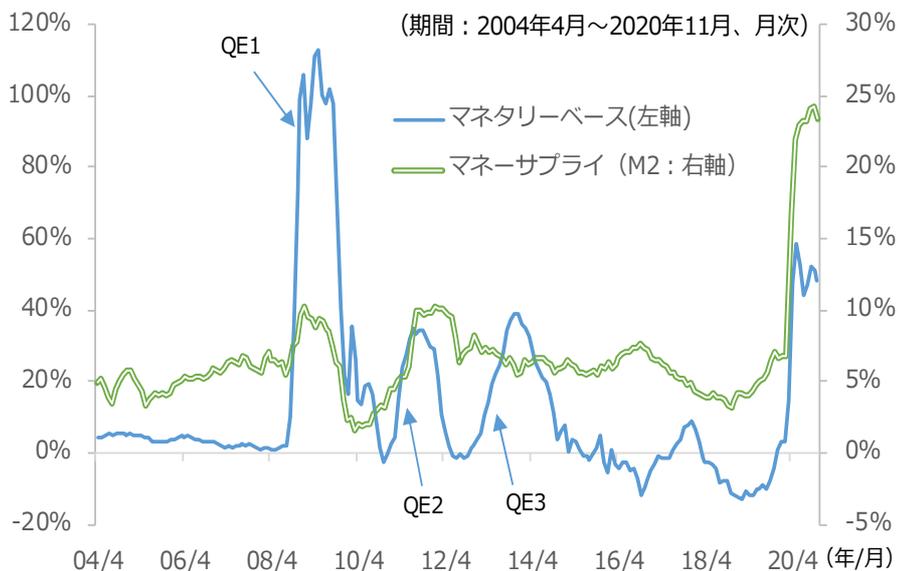
金利引上げ要因

米国でも新型コロナのワクチン接種が始まりました。その有効性、副反応、接種率などの課題は残されていますが、先進国では来年前半にはある程度の範囲で接種が可能になると考えています。その結果、先進国の経済活動は大きく正常化に向かうと予想しています。さらに各国の金融・財政の大盤振舞いが経済活動を支えると思われる。米国の財政政策については年末までに9000億ドルを上回る追加刺激策が成立する見込みです。コロナ禍で中央銀行から金融機関に供給されたマネタリーベースや金融機関から実体経済に供給されたマネーサプライ（M2）は大幅に拡大しています（図表2）。リーマン危機後の量的緩和（QE1-3）時にはマネタリーベースが急拡大して

図表1 日米欧の10年国債利回り



図表2 米国：マネタリーベースとマネーサプライの伸び率（前年比）



マネタリーベース：紙幣と貨幣の発行高（現金）と金融機関が決済のために中央銀行に預ける当座預金残高の合計

マネーサプライ：金融部門から経済全体に供給される通貨の総量

(図表1-2の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



もM2の伸びは限定的でしたが、今回は両指数とも大幅に上昇しています。経済活動が正常化に向かい、物価が上昇する可能性が高まると考えています。

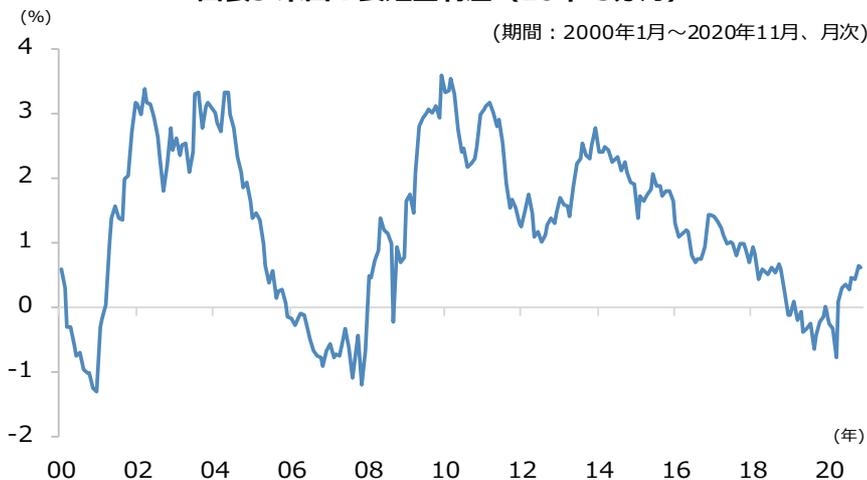
FRBは2023年末までゼロ金利政策を継続する姿勢を明確にしています。このこと自体は長期金利を抑える要因になると考えられますが、2021年に経済がコロナ禍から急回復し、インフレの芽が出てくれば、長短金利差は拡大する可能性があります。過去の景気循環においては長短金利差が長期間2%を上回ることもありましたが（図表3）。0%の短期金利に2%を上乗せして長期金利が一時的に2%を上回る可能性も否定できません。

金利引下げ要因

しかし、FRBがゼロ金利政策を続け、コロナ禍で需給ギャップが開いた状態で、長期金利だけが急上昇する可能性は高くないと考えています（図表4）。世界的にインフレ率が中銀が目標とする2%を下回る環境でFRBが量的緩和を早急に打ち切るとは考えられず、金融市場に供給された流動性が国債市場に向かう状態が続くと思われます（図表5）。コロナ対策の財政拡張によって政府債務が大幅に拡大するなか、政府には国債の利払い負担を抑えるために金利上昇を避ける誘因が働きます。前FRB議長であるイエレン氏が財務長官に就任すれば、政府とFRBの協調が従来以上に進み、FRBは長期金利の上昇を抑制する意図からもQEを継続すると考えています。

コロナ後も先進国で長期停滞（Secular Stagnation）が続く、貯蓄・投資バランスが貯蓄超過に傾くと想定されることも長期金利の低下圧力となります。米国長期金利がゼロ近辺で推移する日本やドイツの長期金利より高いことも、海外からの投資資金を惹きつけ、金利引下げ要因になると考えられます。

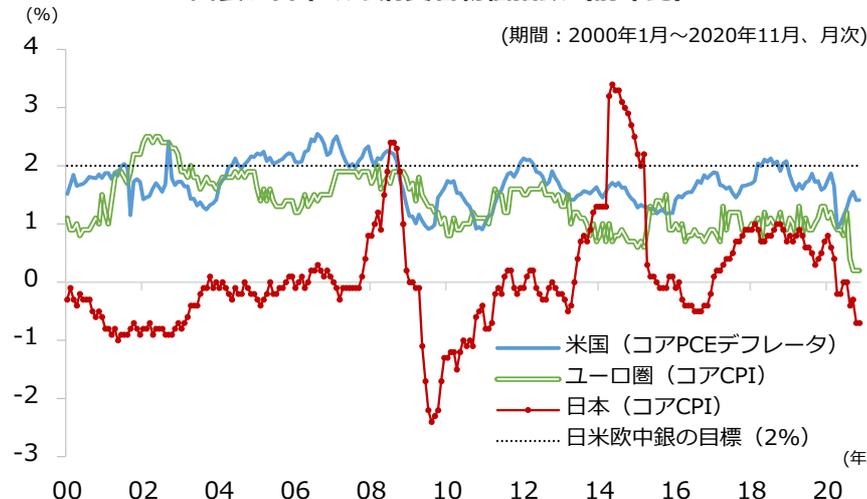
図表3 米国：長短金利差（10年-3カ月）



図表4 米国：対GDPの需給ギャップ（CBO：議会予算局の推計）



図表5 日米欧の消費者物価指数（前年比）



（図表3-5の出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

コロナ禍でデジタル化が進めばAI、IoTなどの先端技術によって経済全体の生産性の伸びが加速すると思われます。その結果、労働投入や資本投入が一定でも財やサービスの供給が増え、需給の観点からはインフレ圧力がかかりにくくなります。また、コロナ禍で政府による企業救済によってゾンビ企業が生き残れば過剰供給につながり、ディスインフレ環境を通して金利低下圧力になると考えています。

バイデン氏の経済政策

バイデン氏の経済政策はどちらかと言えば金利引上げ要因になると予想しています。4年間で2兆ドルを超えるインフラ投資計画

は財の需要拡大を通してインフレを招くと考えられます。民主党の政策は伝統的にサプライ（供給）サイドよりもデマンド（需要）サイドを重視するため、潜在成長率を高めるよりも目先の需要を拡大する効果が大きく、需給ギャップの観点からもインフレ的です。「バイアメリカ」などの保護主義的な通商政策も資源の最適配分に逆行することから物価を引き上げる方向に作用すると思われます。関税引下げは輸入価格の低下につながるとは考えられますが、ドル安誘導を行えば、その効果は相殺されることとなります。

インフレに大きな影響を与える原油価格は世界経済の正常化を受けて上がりやすくなるものの、1年を通して安定的に推移すると予想しています。OPEC+は原油市況を見ながら柔軟に生産を調整する姿勢のようです。米エネルギー省は世界の原油需給は2021年後半に向けて均衡すると予想しています（図表6）。環境問題に敏感なバイデン氏が米国内のエネルギー生産を抑制することも考えられますが、世界的にはそれほど大きなインフレ要因になるとは考えていません。

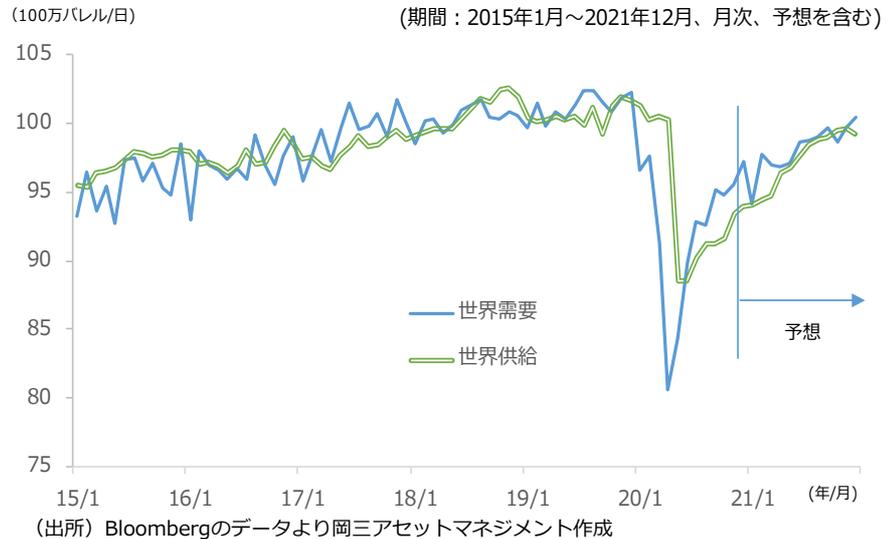
日米欧の長期金利

2021年の米国長期金利はこのように引上げ要因と引下げ要因が交錯し、大幅に上下することはないと予想しています。しかし、新型コロナのワクチン普及によって経済活動が正常化に向かうと市場が考えれば、長期金利は上昇スピードを速める可能性があります。一方、その場合も構造的な引下げ要因が根強く、政策的にも長期金利の抑制が必要になることを考慮すれば、上昇しても1.5%程度が上限になると考えています。足元のインフレ率が米国よりも低い日本や欧州では金融政策の正常化（出口）はさらに先になるとは思われ、長期金利の上昇圧力も限られると考えています。

コロナ禍における景気対策で財政赤字が大幅に拡大した2020年が終わり、2021年は先進国で新型コロナのワクチン普及によって経済活動が正常化に向かう年になりそうです。マクロ経済が正常化に向かう2021年は財政・金融の正常化・健全化の議論が始まる年になるとも考えています。IMF（国際通貨基金）は目先、政府債務を拡大させても、世界的な低金利環境下で2025年までに各国の財政は健全な姿に戻ると予想しています。MMT（現代貨幣理論）は「自国通貨を発行できる政府は、インフレにならない限り、大量の国債発行をある程度許容する」という主張を繰り返しています。2021年の日米欧の長期金利を占う上では、これらの議論の行方や市場の反応を見守る必要もあると考えています。

以上（作成：投資情報部）

図表6 原油の世界供給と需要（米エネルギー省）



<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が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。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.85%(税抜3.5%)

- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内

- お客様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)の実質的な負担
：純資産総額×実質上限年率2.09%(税抜1.90%)

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用：純資産総額×上限年率0.0132%(税抜0.012%)

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商号：岡三アセットマネジメント株式会社
事業内容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
登録：金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370号
加入協会：一般社団法人 投資信託協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)