

# Pictet Market Flash

## 米国国債利回りの動向を左右するふたつの鍵

投資家にとって米国国債はポートフォリオを守る重要な資産ですが、年初来で利回りが大きく低下しています。その背景と今後の見通しを探る鍵となる、物価連動国債(TIPS)とブレイクイーブン・インフレ率について解説します。

### 米国国債利回り、低下の背景

米連邦準備制度理事会(FRB)が9年ぶりの利上げを決定した2015年12月16日、米国10年国債利回りは2.3%でした。しかしその後は大きく低下し、2016年6月6日時点で1.72%となっています。

その背景の1点目は、1月から2月にかけての金融市場の混乱です。中国経済のハードランディングや世界経済の景気後退(リセッション)入り、米ハイイールド社債(高利回り社債、低格付け社債)市場の急落などを巡る懸念を受けて、米国10年国債利回りは1.66%まで低下しました。

2点目は、2016年1-3月期の米国の実質GDP(国内総生産)が、前期比年率+0.8%と期待外れの低成長に終わったことです。

3点目は、FRBの利上げペースについての市場の見方です。2015年末時点では、2016年中の利上げ回数を2回とする見方が大勢でしたが、足元では1回のみで修正されています。

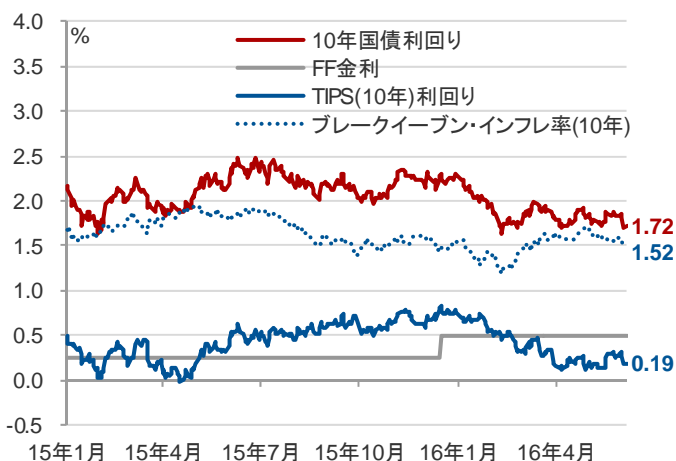
### 米国国債利回りと、TIPS利回り、ブレイクイーブン・インフレ率の関係

米国国債利回りは、複雑極まりない世界の動向を反映しているため、その推移を完全に捉えることは不可能ともいえますが、本稿では、10年国債利回りとの関係の深い10年物物価連動国債(米国財務省インフレ防衛国債、以下TIPS)の利回りと、ブレイクイーブン・インフレ率の動きを足がかりに、考察を試みます。

ブレイクイーブン・インフレ率とは、普通国債の名目利回りとの格差のことで、市場の期待インフレ率を表すとされます(図表1参照)。ただし、この定義は100%正しいわけではありません。流動性リスクプレミアム(TIPSは普通国債ほど流動性が高くないため、利回りが押し上げられている)や、インフレ・リスクプレ

図表1: 米国の10年国債利回り、TIPS利回り、ブレイクイーブン・インフレ率、FF金利

日次、期間: 2015年1月1日~2016年6月6日



$$\begin{aligned}
 &10\text{年国債利回り}(1.72\%) \\
 &\quad \parallel \\
 &\text{ブレイクイーブン・インフレ率}(1.52\%) \\
 &\quad + \\
 &\text{TIPS利回り}(0.19\%)
 \end{aligned}$$

出所: トムソン・ロイター・データストリームのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

ミアム(TIPSは、普通国債とは異なりインフレ防衛証券であるため、利回りが押し下げられている)等、複数のファクターがインフレ期待を歪めているからです。つまり、流動性プレミアムはインフレ期待を過小評価する一方、インフレ・プレミアムはインフレ期待を過大評価しているのです。

<次ページに続きます>

## TIPS利回り低下の要因

2015年末以降のTIPS利回り低下の背景には3つの要因があると考えられます。

第一に、年初から2月にかけての金融市場の混乱への対応として、米国国債、TIPSともに買われたことです。さらに3月以降は、投資家のインフレ懸念が強まりTIPS市場への資金流入に拍車がかかりました。

第二に、年初から原油価格が1バレル=30ドルを下回って大幅に下落し、ドル・インデックスが急騰したことで、ブレイクイーブン・インフレ率が低下したことです。

第三に、2016年1-3月期の米国の実質GDPが期待外れだったことに加え、事前予想を下回る経済指標の発表が相次いだことから、投資家の世界経済の回復に対する懸念が強まったことです。

実のところ、米国の低成長はアトランタ連銀が公表する速報性の高いGDP予測モデル「GDPナウ」に示唆されていました。GDPナウは、GDPとの関連性が強い経済指標が発表されるたびに更新されます。2016年1-3月期のGDPナウが下方修正された時点で、10年物TIPS利回りも低下しました(図表2参照)。

GDP成長率の伸びの鈍化と金融市場の混乱を受け、FRBはハト派的なスタンスを強めざるを得ず、3月の連邦公開市場委員会(FOMC)では年内の利上げのペースについての予想を4回から2回に下方修正しました。緩やかな利上げを標ぼうする米国の金融政策が市場を殆ど驚かせなかったのは、利上げ回数の方修正を既に織り込んでいたためです。とはいえ、FRBが慎重に行動するであろうことが確認された点は重要です。市場のフェデラルファンド(FF)金利予想は、FF金利先物市場に反映されますが、当先物金利は年初以降、低下基調です。FRBのハト派的なスタンスが10年物TIPS利回りを下押ししたことが図表3からも確認できます。

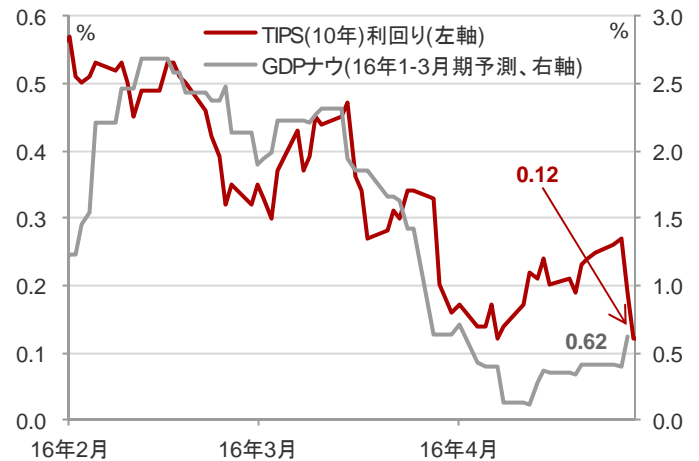
足元では、FOMCメンバーはタカ派的なスタンスに転じており、夏場の追加利上げの準備を整えているようにも思われます。2016年5月半ばに公表された4月のFOMC議事録要旨は、次回会合での利上げの意向を確認するものだったため市場を驚かせました。

ただし、FRBが利上げを継続し、10年物TIPS利回りを上昇させるには、GDP成長率の回復が必要です。現状では、FRBの利上げペースは極めて緩やかになることが予想されるため、10年物TIPS利回りは2015年12月時点を下回る水準に留まっています。

<次ページに続きます>

図表2: 米TIPS利回りとGDPナウ

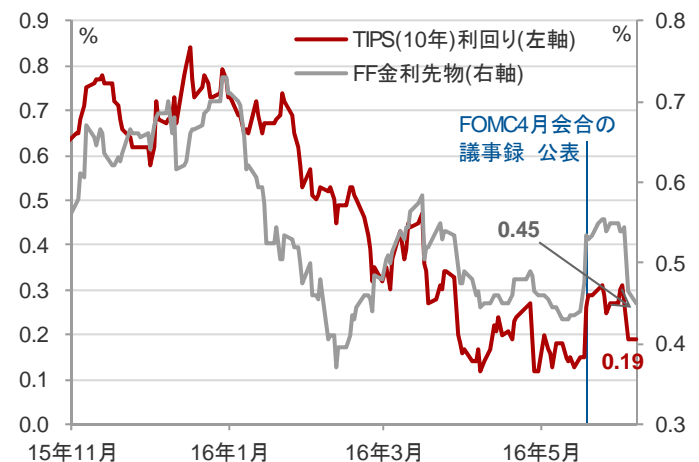
日次、期間: 2016年2月1日～2016年4月28日



※GDPナウは経済指標発表の都度更新される  
出所: トムソン・ロイター・データストリーム、アトランタ連銀のデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

図表3: 米TIPS利回りとFF金利先物

日次、期間: 2015年11月1日～2016年6月6日



出所: トムソン・ロイター・データストリーム、ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

## 原油価格の影響を受けて変動した ブレイクイーブン・インフレ率

米国のブレイクイーブン・インフレ率は、原油価格が直近の安値を付けた2月半ばに底値をつけた後、大きく上昇し、6月6日現在1.52%に達しています。2015年12月から2016年2月にかけてのブレイクイーブン・インフレ率の大幅な低下は、主に原油安に起因するものであり、インフレ低下が見込まれていたためですが、ドル高の進行や安全資産を求める投資家の米国国債需要を受けた資金流入等の原因も考えられます。実効為替レートで見たドルの増価が進むにつれ、輸入財価格が下落しインフレ率は低下することになりますが、原油安も同様の効果をもたらします。

原油価格は2月11日から4月28日にかけてほぼ40%上昇し、ドルが6%程度減価した結果、10年物ブレイクイーブン・インフレ率は1.72%に上昇しました(図表4参照)。ところが、5月には原油価格が1バレル=50ドルに迫る局面があったにもかかわらず、ブレイクイーブン・インフレ率は再び低下しています。利上げ予想が強まり、米ドル高に転じたためです。FOMCのタカ派メンバーは、金融政策が後手に回る状況を避けるために、近いうちに利上げが行われるだろうとの警告を市場に発しています。(後手に回るとは、インフレ率がFRBの見通しを上回る水準で上昇し、物価抑制のため速いペースでの利上げを余儀なくされる状況を指しています。)

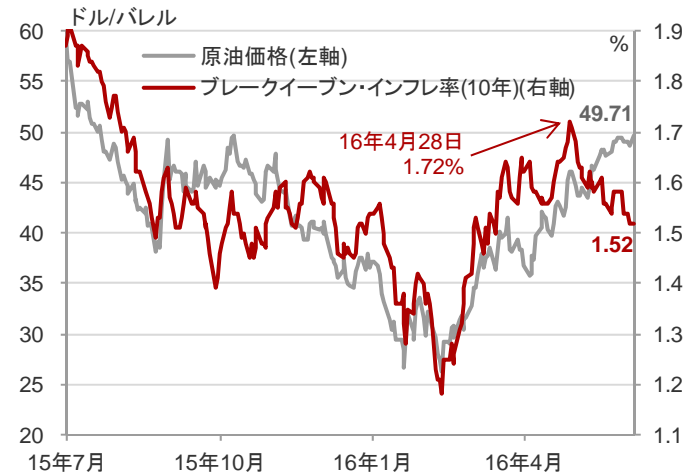
原油価格が1バレル=50ドルを大幅に上回る公算は低いと思われます。米国のシェールオイル生産は原油価格の変動と原油在庫の積み上がりにも敏感に反応するため、世界経済の改善と需要の伸びに伴って、原油生産が急拡大すると予想されるためです。米国の個人消費支出(コアPCE)の上昇は緩やかで、FRBが目標とする2%を下回る水準に留まると予想されます。この間、賃金上昇率が堅調に推移する一方で、ドル高の進行が物価を下押しすることになれば、10年物ブレイクイーブン・インフレ率は、長期平均の2%を下回る水準に留まることが予想されます。

## 今後の見通し

仮に、10年物TIPS利回りが0.5%程度まで上昇し、10年物ブレイクイーブン・インフレ率が1.7%程度に留まるとすれば、2016年末の名目国債利回りは2.2%程度まで上昇すると考えられます。

しかし、脆弱な景況とインフレ上昇のはざま、国債利

図表4: 米ブレイクイーブン・インフレ率と原油価格  
日次、期間: 2015年7月1日～2016年6月6日



※原油価格: WTI先物

出所: トムソン・ロイター・データストリームのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

回りの変動率(ボラティリティ)が上昇するリスクは残ります。また、インフレ率と経済成長率が上振れるならば、国債利回りの大幅上昇も考えられ、足元の市場予想を上回って利上げが進む可能性も否めません。

ただし、過度の引締めは米国経済を損なうという見方が優勢になり、政策エラーが指摘されるような状況となれば、利回りの上昇は当面、限定されると考えます。また、年初の金融市場の混乱が再燃し、安全資産としての国債が見直される状況が展開される場合にも、国債利回りの低下が考えられます。

2015年12月1日から2016年2月11日にかけての株式市場の下落局面では、S&P500種株価指数の騰落率は-12.6%、米国10年国債は+4.9%でした。金融市場の先行きを巡る懸念が払拭されないことから、米国国債が市場のショックやシステミック・リスクからポートフォリオを守る重要な資産であることは明らかです。米国国債利回りの先行きを見る上では、TIPS利回りやブレイクイーブン・インフレ率の動向を見極めることが重要だと考えます。

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

# ピクテのウェブサイト 最新情報にキャッチアップ！

ピクテ

検索



<http://www.pictet.co.jp>

## Market Flash マーケット関連ニュース

ヨーロッパから見た世界のマーケット関連情報  
ピクテならではの分析はこちら

MF



<http://www.pictet.co.jp/archives/category/news/markets>

## Today's Headline 今日のヘッドライン

今、マーケットで注目の話題をプロの視点でレポート  
平日夕方 毎日配信中！

TH



<http://www.pictet.co.jp/archives/category/news/headline>

## Fund Watch ファンド関連ニュース

ファンドの現状と日々変動するマーケットの関係を  
詳しく、解りやすく解説します

FW



<http://www.pictet.co.jp/archives/category/news/fundinfo>

### 当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。