

DEEP INSIGHT ディープ・インサイト

広める価値ある投資情報

梅澤 利文
ストラテジスト

ジャクソンホール会議を前に自然利子率を考える

米国の景気回復、インフレ率の高止まりなどを受け国債利回りは上昇傾向です。この利回り上昇要因に追加するものとして自然利子率の上昇も考えられます。コロナ禍を受け経済に構造変化の可能性が指摘される中、自然利子率はこれまでの想定より高いとする試算も見られます。自然利子率上昇は政策金利の最終調達点を引き上げる可能性もあり、議論の行方に注目です。

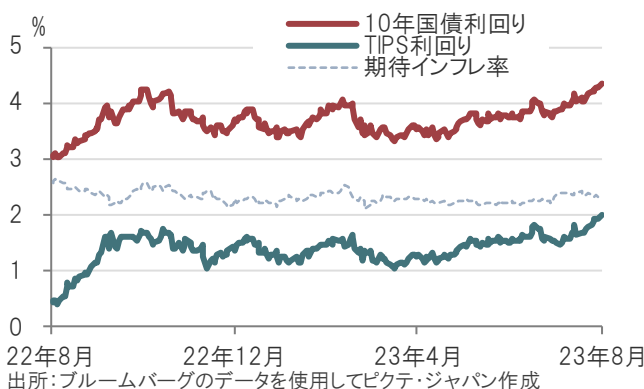
■ 米国国債利回り、長期セクター主導で上昇傾向が続く

米債券市場で2023年8月21日に米10年国債利回りが4.35%となる局面もあるなど利回り上昇傾向が継続しました(図表1参照)。米10年国債利回りは昨年につけた4.25%前後の水準を上回って上昇を続けています。

21日は、米国の物価連動国債(TIPS)も売り圧力が強まり、TIPSの利回りが上昇し、09年以來の2%台となりました。なお、名目の国債利回りとTIPS利回りの差で近似的に算出される10年物の期待インフレ率(ブレイクイーブンレート)は足元、おおむね2.3%台で比較的安定的な推移となっています。8月24~26日に開催予定のジャクソンホール会議を前に国債利回りの水準訂正がみられます。

図表1: 米10年国債利回りとTIPS利回りの推移

日次、期間、2022年8月21日~2023年8月21日、TIPSは10年物

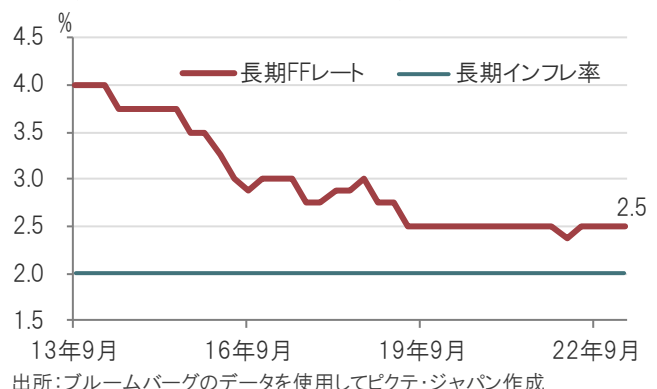


■ 自然利子率の代替とみられるFRBの長期予想は足元変更がなかった

堅調な雇用統計、インフレ率高止まり、国債需給懸念など、米国債利回りの押し上げ要因は様々ですが、足元市場ではコロナ禍後の経済構造の変化を反映した自然利子率(景気を加速も減速もさせない実質金利の水準)が上昇しているとの観測も広がっているようです。きっかけはニューヨーク連銀のレポートで、そこに示された試算値が自然利子率上昇の可能性を示唆していたからです。折しも、今回のジャクソンホール会議のテーマは「グローバル経済の構造転換」です。仮にコロナ禍後の経済構造の変化が自然利子率を上昇させたとするれば、米国債利回りの水準訂正は考慮すべきシナリオです。単なる市場の憶測に終わるのか、それとも、金融政策に何らかの影響が及

図表2: FOMC参加者の政策金利、インフレ率見通し

四半期、2013年7-9月期~2023年6月期、見通しは長期



データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

ぶのか、市場はかたずをのんで見守っています。

米金融当局が認識する自然利子率の水準はどの程度か？ この目安として、4半期ごとに米連邦公開市場委員会(FOMC)が公表する長期のフェデラルファンド(FF)金利が利用されています(図表2参照)。なお、図表2の長期FF金利は名目レートであるため、実質ベースである自然利子率と合わせるには物価で調整する必要がある点に注意が必要です。図表2の長期FFレートで注目したいのは19年半ば前までは低下傾向であったことです。これはモデルで推定された自然利子率が低下傾向であることと整合的です。

より重要なのは、その後足元まで長期FFレートの見通しが、コロナ禍の一時期を除いて、2.5%で不変なことです。コロナ禍により経済の混乱はあったものの、長期FFレートもしくは自然利子率は変わらないと解釈できそうです。筆者も5月に当レポートで紹介しましたが、ニューヨーク(NY)連銀がコロナ禍の前後で自然利子率の推定値に変化がないと公表しています。

ところが、8月に同じNY連銀から公表されたレポートでは、長期と短期の違いはありますが、短期自然利子率は足元上昇している可能性を指摘しています。このレポートは市場の一部に、短期自然利子率の水準の見直しを促した可能性があります。これが米国債市場の利回り押し上げ要因の一つとなった可能性があるように思われます。

■ 自然利子率上昇の思惑が米国債利回りの上昇に影響を与えた可能性

NY連銀のレポートの(短期)自然利子率について主なポイントを簡単に振り返ります。

まず、FRBの金融政策が緩和的か、それとも引き締めのかについては、名目の短期自然利子率とFFレートを3時点(21年12月、22年6月、足元)で比較しながら検討しています。結果は利上げを示唆した21年12月頃の金融政策は緩和的、22

年6月頃には引き締めの、足元では短期自然利子率が政策金利の引き上げペースを上回って上昇していることから緩和的に転じている可能性を指摘しています。

短期の自然利子率が上昇した背景として、これまでの利上げに反し社債スプレッドなどが落ちていることや、インフレがなかなか下がらないことなどが考えられそうです。利上げの効果が表れにくいというのは、いまだに労働市場が堅調なことなど、経験則に比べ市場関係者も違和感を感じていると思われます。この違和感が構造変化に根差したもののなのか、当局から明確な説明があったとは言い難いと思われます。したがって、「グローバル経済の構造転換」をテーマとする今回のジャクソンホール会議でこれらの問題が検討されるのではという期待と、懸念が米国債市場に何らかの影響を与えた可能性があるようです。

ジャクソンホール会議で自然利子率が議論されるのか筆者にはわかりません。しかし、自然利子率を現時点で金融政策に反映させるには課題も残されていると思われます。例えば、今回は金融政策の引き締め度合いとして主に短期の自然利子率を述べました。しかし自然利子率の推定にはターミナルレートの参照とされる長期の自然利子率もあります。この短期と長期の自然利子率の役割分担について一層の整理が必要と思われます。

また、自然利子率は推定値であり幅を見る必要があります。同じNY連銀の(長期)自然利子率の推定結果もモデルの種類により差がみられます。

さらに、NY連銀以外、例えばダラス連銀が7月に発表した自然利子率の推計は、長期が約0.7%、短期はマイナス0.3%となっており、NY連銀の結果と大きな差があります。地区連銀を超えた推定結果の整理が必要かもしれません。

自然利子率は金融政策に重要な概念ながら、推定が容易でないなど課題も多く、今後の議論の行方に細心の注意を払う必要があるようです。

ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様は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。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

2. 投資信託に係る費用について (2023年6月末日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限3.85%(税込)
※申込手数料上限は販売会社により異なります。
※投資信託によっては、追加設定時信託財産留保額(上限0.6%)をご負担いただく場合があります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 上限0.6%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限年率2.09%(税込)
※ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。
※別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

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、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

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・ジャパン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、すべて投資者の皆様へに帰属します。■当資料に記載された過去の実績は、将来の運用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保護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。

ピクテ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380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 日本証券業協会