

## グローバル化から新たな時代に ～長期金利の低下基調は終了？

### 1. グローバル化の時代は長期金利が低下

グラフ1は1980年からの米国10年国債利回りの推移です。1980年代後半から一時的には上昇する局面が見られたものの、長期にわたり低下基調が継続しました。この期間には株式市場も概ね堅調で、株価も債券価格も中長期的に上昇（長期金利が低下）するという長期投資家にはありがたい展開となりました。その背景としては以下の要因により景気拡大にもかかわらず物価上昇が抑制されたことが考えられます。



①中国等、新興国の参入による人件費の抑制 ②米国を始め各主要国政府による財政赤字抑制（金融危機時を除く） ③「シェール革命」がもたらしたエネルギーコストの低下 ④IT技術の発展による効率的な在庫管理及びグローバルでの供給網の確立。

またグローバル化に伴う市場の拡大、規制緩和から株式のみならず債券市場にも世界中から資金が流入したことも金利低下を後押ししたとみられます。

### 2. ゼロ制約に直面し「新たな時代」に

日本や欧州でマイナス金利政策が導入されたとはいえ、長期金利がゼロを下回って低下を続けることは考えづらく金利の世界にはゼロ制約が存在すると言えるでしょう。2020年に世界を襲ったパンデミックにより経済活動は著しく制限され米国10年国債利回りもゼロに接近しました。しかし経済再開時には「ロックダウン（経済封鎖）」で抑制された需要の急激な高まりに供給網の再構築が追いつかず、金融政策の転換が後手に回ったこともあり物価が急騰し長期金利も大幅に上昇しました。

その後5月12日号で記しましたように大きな環境の変化が金融市場にも影響を及ぼし始めていると思われまます。長期にわたり金利低下を促してきた要因には変化の兆しがみられます。関税等で国境の壁が意識されるなか、多国籍企業もグローバルでの最適配分による人件費の抑制は難しくなってきました。トランプ大統領は海外移転を進めた製造業の米国回帰を強く求めています。冷戦の終結から平和の配当が得られましたが、今後は各国とも軍備増強に動かざるを得ず、財政赤字は拡大に向かうと想定されます。ドイツも戦後から維持してきた緊縮財政政策を転換しました。先週末に発表された米国債格下げは大きな時代の変化を象徴する出来事だったのかもしれませんが。

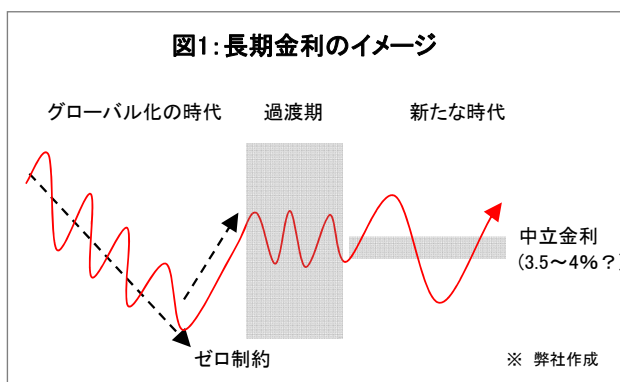
### 3. 「新たな時代」では金利低下は終了も上昇の可能性も低い？

グローバル化の時代に金利低下を促してきた要因に陰りがみられるとしても、金利が持続的に上昇する環境が訪れたとは言えそうもありません。人件費が上昇するとしても AI 等テクノロジー技術の発展による抑制効果が期待できます。また過激な政策や財政赤字の拡大には債券市場が待ったをかけそうです。実際、4月2日の相互関税発表後に米国債利回りが急上昇し、トランプ政権は「上乘せ関税」の90日停止を余儀なくされました。このところ日本の超長期国債の利回り上昇が加速していますが、参院選を控えた財政拡張に警鐘を鳴らしているとも言えます。そもそも脱グローバル化で成長率がやや鈍化すれば金利上昇を抑制することになりそうです。

結局のところ「新たな時代」では中長期的な基調が現れず景気サイクルにともなった金利の動きになるのではないのでしょうか。もっとも多極化で分断が進めば各国、各地域の金利が異なった動きをすることが想定されます。4月初以降、米国長期金利は乱高下していますが、欧州長期金利は比較的落ち着いた推移を示しています。

### 4. 過渡期は金利上昇要因と低下要因が打ち消し合う？

5月15日号で「新たな時代」への過渡期には「脱グローバル化に対する過度の悲観と、関税騒動は一時的という過度な楽観が交錯するなか（株価は）落ち着きどころを模索する展開が続く」としましたが、長期金利はより複雑となります。過度な悲観は景気減速という金利低下要因と関税による物価上昇という金利上昇要因という正反対の力をもたらすとみられます。過度な楽観はその反対です。当面は方向の異なるベクトルが打ち消し合う展開を予想します。



本レポートは筆者の個人的見方であり弊社の公式見解ではありません。

債券運用第一部シニアストラテジスト 菊池 宏

※ 2025年3月以降のレポート

- 3月 3日号 2月の市場動向と3月の注目点
- 3月 7日号 欧州が動き始めた
- 3月 19日号 欧州が動き始めた その2
- 4月 1日号 3月の市場動向と4月の注目点
- 4月 3日号 トランプ大統領が事前予想を上回る「相互関税」を発表
- 4月 7日号 2024年度の金融市場
- 4月 9日号 2024年度第4四半期の市場動向と今後の注目点
- 4月 17日号 トランプ大統領の関税攻勢と金融市場
- 5月 1日号 4月の市場動向と5月の注目点
- 5月 12日号 グローバル化から新たな時代に ～金融市場を取り巻く環境の変化
- 5月 15日号 グローバル化から新たな時代に ～株価上昇は継続するだろうか...

三菱UFJアセットマネジメント株式会社

登録番号 金融商品取引業者  
関東財務局長（金商） 第404号

一般社団法人日本投資顧問業協会会員  
一般社団法人投資信託協会会員

〒105-7320 東京都港区東新橋一丁目9番1号

電話 03 - 4223 - 3134

\*本資料に含まれている経済見通しや市場環境予測はあくまでも作成時点における弊社ストラテジストの見解に基づくもので、今後予告なしに変更されることがあり、また弊社商品における運用方針と見解が異なることがあります。

\*本資料は情報提供を唯一の目的としており、何らかの行動ないし判断をするものではありません。また、掲載されている予測は、本資料の分析結果のみをもとに行われたものであり、予測の妥当性や確実性が保証されるものでもありません。予測は常に不確実性を伴います。本資料の予測・分析の妥当性等は、独自にご判断ください。

\*なお、資料中の図表は、断りのない限りブルームバーグ収録データをもとに作成しております。