

# 復活するか！？ 金利サイクル

米連邦準備制度理事会（FRB）が、バランスシートの縮小を10月から開始することを正式に発表し、リーマン危機後に始まった非伝統的な金融緩和政策は、大きな転換点を迎えることになりました。資産運用を行う際に重要な座標軸となる金利サイクルは、リーマン危機後に消滅したようにみえます。しかし、今後2年程度の米国経済の強さによっては、金利サイクルが復活する可能性があると考えます。

## 金利サイクルと資産配分

資産運用においては、金利の動きに基づいて、金融資産をローテーションすることが望ましいとされています。中長期の景気サイクルと概ね連動する金利が、底を打つ直前に株式を買い始め、金利の上昇とともに景気が回復・拡大する間は株式を持ち続けます。そして、景気が過熱局面を迎えたら、利回りが高まった預金などに乗り換え、景気が減速に転じて金利が低下し始めたら、値上がり益が期待できる債券に乗り換えるというアロケーション戦略です（図表1）。

## 消滅した金利サイクル

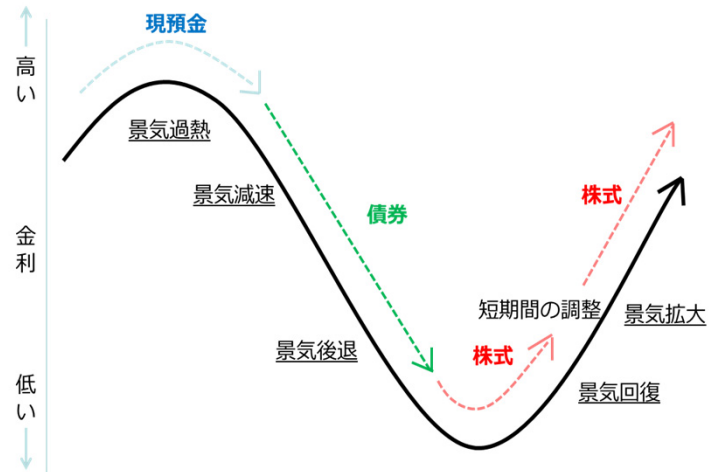
しかし、リーマン危機後の欧米では、経済の長期停滞（Secular Stagnation）や低インフレを背景に、金利サイクルが消滅したようにみえます（図表2）。各中央銀行が、マイナス金利や量的緩和などの非伝統的な金融政策を駆使して、経済活動の正常化を進めてきたことが背景にあると思われます。しかし、依然として景気回復の足取りは重く、物価上昇率も低迷しています。

わが国では、長いデフレ環境を反映し、早くも96年頃には金利サイクルが消滅してしまったことが窺えます。リーマン危機や欧州債務危機を経て、欧米経済や欧米の金利サイクルも「日本化」してしまったと言えることができるかも知れません。

## 金融政策の正常化を進めるFRB

米連邦準備制度理事会（FRB）は、15年12月以降、既に4回の利上げを行い、直近ではバランスシートの縮小を10月に開始することを発表しました。金融政策の正常化が進み、米国では金利サイクルが復活する兆しが見えてきました。

図表1 資産配分（アセット・アロケーション）のイメージ

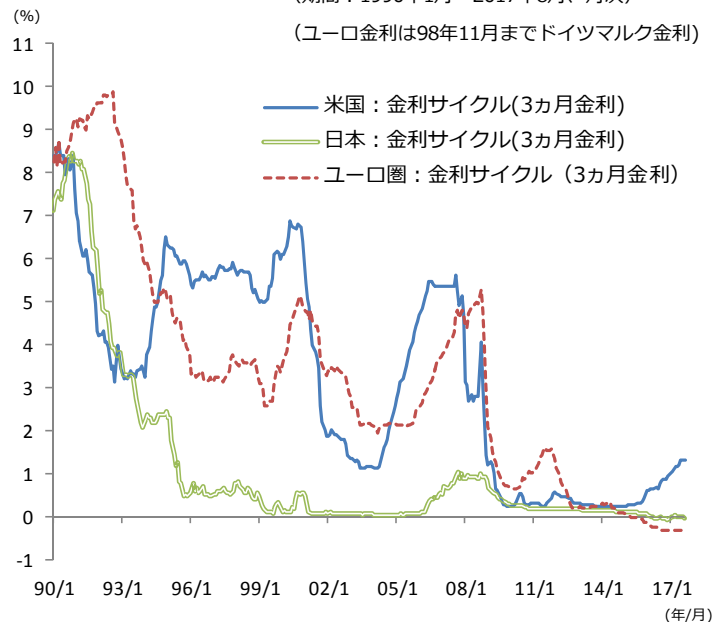


(注) 上記はイメージ図であり、実際の投資成果を示唆するものではありません。

図表2 主要国の金利サイクル

(期間：1990年1月～2017年8月、月次)

(ユーロ金利は98年11月までドイツマルク金利)



(出所) Bloombergのデータから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。

しかし、日米欧とも中央銀行が重視するインフレ指標は、目標とする2%を下回ったままです(図表3)。失業率が下がっても、労働市場の隙間(スラッグ)がなくなるとは考えにくく、賃金の上昇は緩やかです。

このような環境下で、拙速に金融政策の正常化を行えば、経済活動が抑制され、景気を失速させる危険があると考えられます。

金利サイクルが復活するかどうかについては、今後2年ほどの間に、米国のインフレ率や雇用を中心とするマクロ経済がどう推移し、FRBが金融政策をどう進めていくかが鍵を握ると考えています。具体的には次の2つのシナリオが想定されます。

**シナリオ1 (確率20%) 金利サイクルなき金融市場**

このシナリオでは、米国経済の成長が加速せず、FRBは、バランスシートの縮小は行わないもの、いつまでも利上げを進められない状況を想定しています。ロボットや人工知能(AI)などのテクノロジーの進化や「アマゾン効果」などもあり、伝統的な経済学において労働市場の引き締まりが示唆するほどには、インフレ率が高まらない可能性があります。

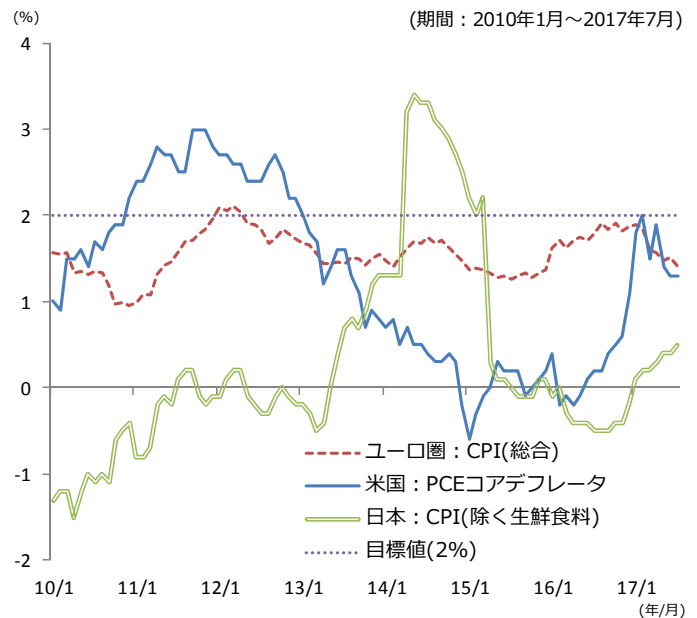
近年、米国が景気後退を迎える際には、FRBの利上げが景気を冷やして長短金利が逆転するか、金融市場で何らかのバブル(余剰)が崩壊することが前提となってきました。足元の短期金利先物市場は、FRBによる利上げ予想に反し、今後2年間で1~2回の利上げしか織り込んでいません(図表4)。また、世界的な金融規制の強化によって金融市場でバブルが発生し崩壊するリスクも著しく低下しました。

金利(景気)サイクルが消滅すれば、株式のリスク・プレミアム(債券に比べてリスクが高い分、投資家が株式に要求する上乗せリターン)が低下することにつながると思われます。また、景気サイクルがなくなり、1.5-2.0%と考えられる潜在成長率程度の成長が継続する環境では、企業経営者の期待成長率も低下し、リスクをとって企業価値(株価)を高めようとするインセンティブが低下すると思われます。その結果、株式のリターンが、債券のリターンに収斂する可能性も考えられます(注1)。

**<本資料に関してご留意いただきたい事項>**

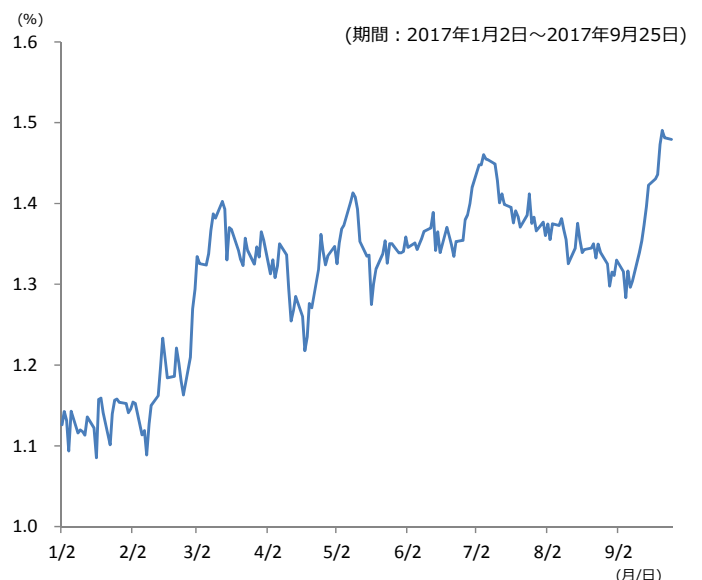
■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきます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

**図表3 各国・地域の消費者物価指数の推移(前年比)**



(出所) Bloombergのデータから岡三アセットマネジメント作成

**図表4 米国: 短期先物金利(2年OIS)の推移**



(注) 短期先物金利(2年OIS)は、市場参加者の2年後のFFレート予想を示しています。

(出所) Bloombergのデータから岡三アセットマネジメント作成

(注1) 金利サイクルが消滅した日本では、2000年以降の株式リターン(TOPIX配当込み・年率)は債券リターン(野村BPI総合・年率)を1%程度上回るに過ぎませんでした。

債券のリターンは実質経済成長率に期待インフレ率を加えた数字に近似すると考えられています。FRBが予想する長期の実質経済成長率が1.8%、インフレーション（PCEデフレーター）が2.0%であることを考慮すれば、今後、債券リターンの長期均衡値は、3.8%程度になると考えられます。

金利サイクルが消滅した世界では、株式のリターンが債券のリターンである3.8%程度に徐々に収斂することが予想されます。この場合、株式には成長よりも安定性が求められ、現在2%程度の配当利回りがさらに上昇し、3.8%のトータルリターンに占めるインカム（配当など）の割合が上昇すると考えられます。

### シナリオ2（確率80%）金利サイクルの復活

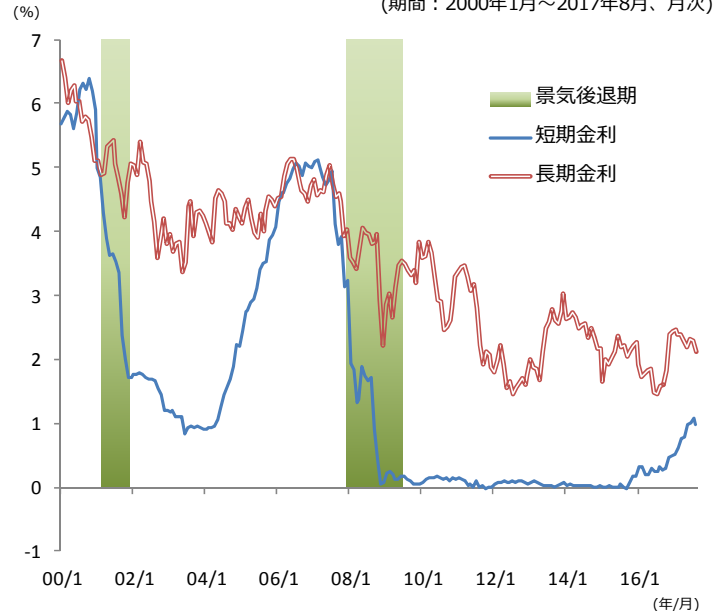
このシナリオでは、米国経済が、FRBのバランスシートの縮小や利上げに耐えられるだけの力強さで拡大を続け、引き締まった労働市場が、従来の経済理論に沿った形でインフレ率を高めることを想定しています。来年以降に実行される可能性がある減税やインフラ投資が、この流れに拍車をかける可能性もあります。

しかし、歴史を振り返れば、複数回の利上げによって、短期金利が上昇する一方、経済の体温と考えられる長期金利が低下し、長短金利が逆転した後に、米国経済が景気後退を迎えることが多くみられました（図表5）。そして、景気後退が現実になれば、株式市場は大きく調整する場面がありました（図表6）。

このシナリオの場合でも、長短金利が逆転して米国が景気後退に向かうのは、2019年頃になると考えられます。それまでは、株価の上昇基調が続くと想定されます。ただ、現在のやや高いと考えられるバリュエーションなどを考慮すると、株価の上昇スピードは、今までよりも緩やかなものになると予想されます。

図表5 米国：長短金利の推移と景気後退期

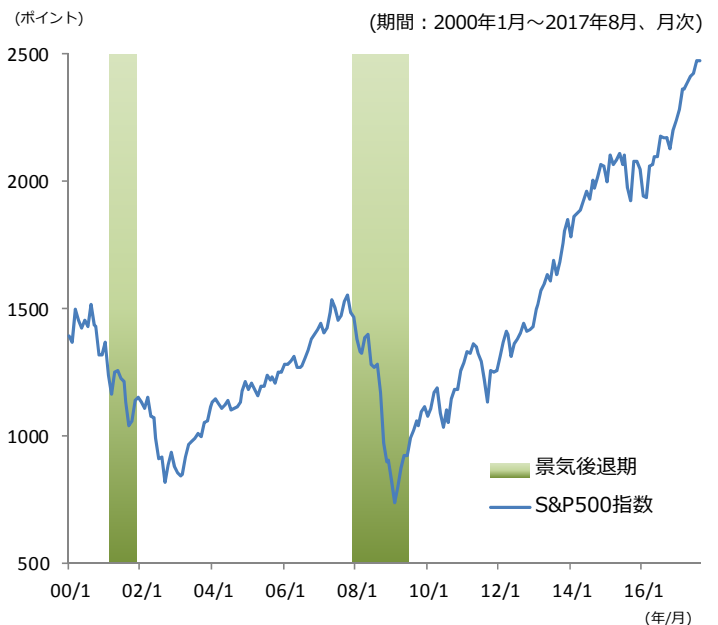
（期間：2000年1月～2017年8月、月次）



（注）景気後退期はNBER(米National Bureau of Economic Research) による  
（出所）Bloombergのデータから岡三アセットマネジメント作成

図表6 米国：株価指数の推移と景気後退期

（期間：2000年1月～2017年8月、月次）



（注）景気後退期はNBER(米National Bureau of Economic Research) による  
（出所）Bloombergのデータから岡三アセットマネジメント作成

以上（作成：投資情報部）

### ＜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に帰属します。

## 【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、各ファンドの配分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3.78%（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2.052%（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0.01296%（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。

## &lt;本資料に関するお問い合わせ先&gt;

カスタマーサービス部 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）