

2018年の米国長期金利

－年央まで上昇するも、年後半は19年の景気減速を織り込み低下へ－

当レポートの主な内容

- ・リーマン危機後、低成長・低インフレを受けて、長期金利は低水準で推移してきました。
- ・一方、連邦準備制度理事会(FRB)は米国景気について強気の姿勢を維持し、18年に3回、19年に2回の利上げを想定しています。
- ・長期金利は、年前半はFRBの利上げにあわせる形で上昇する可能性があります。後半は、それまでの利上げによってもたらされる景気減速の兆しが見え始め、低下に向かうと予想しています。

「長期停滞」と「適温経済」

米国経済は、日本の「失われた20年」同様に、リーマン危機以降「長期停滞」が続いていると言われています。リーマン危機前に平均2.5%程度で推移していた実質GDP成長率はリーマン危機後*は平均1.9%程度に、コアCPI（消費者物価）は2.2%から1.7%に、10年金利は4.6%から2.4%に、低下しました(図表1)。リーマン危機によって、企業は成長に対する自信を失い、個人はお金を借りてまで消費しようという意欲を失ったことが背景にあると考えられます。

直近は、雇用環境が改善し、失業率が低下しても、インフレ率が高まらない傾向が鮮明になってきました。新しいテクノロジーが単純労働者の雇用を奪い、アマゾン効果などによって財やサービスの価格が上がりやすくなったことが背景にあると思われます。市場参加者はこの状態を「適温（Goldilocks）経済」と呼び、金利が上がらない理由の1つとみなしています。

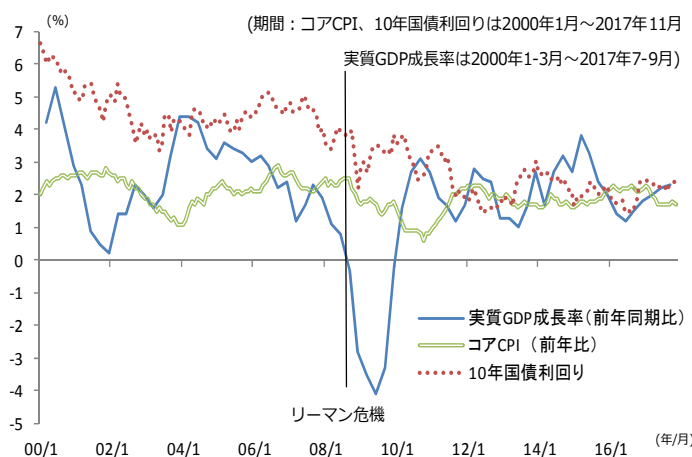
18年の長期金利を見通すにあたっては、リーマン危機から10年を経過した米国経済が「長期停滞」から抜け出すことができるか、「適温経済」に終止符を打ち、インフレ的な経済に向かうかどうかを鍵と捉えています。

* リーマン危機前：2000年1月～2008年6月
リーマン危機後：2009年7月～2017年11月

FRBの経済見通し

先週行われた連邦公開市場委員会(FOMC)で、今回の引締めサイクルで5回目の利上げが行われ、FOMCメンバーが想定する18年、19年の利上げ回数は前回から変わりなく、それぞれ3回、2回と発表されました。FRBは18年、19年の成長率見通しを引き上げ、失業率見通しを引き下げた一方、インフレ(コアPCE)見通しは据え置きました(図表2)。イエレン議長は景気や労働市場が改善している一方、インフレ率が上がらないことを「ミステリー」と表現しています。今週にも議会を通過する見込みの「税制改正」の影響については、「米国経済、金融政策に大きな影響を及ぼさない」とコメントしました。市場では、既に完全雇用近く、経済が2%程度と考えられる潜在成長率を上回って成長している環境で、減税によってこれ以上景気を刺激しても、インフレ率が高まり、財政収支や対外収支の悪化を招くだけとの意見も聞かれます。

図表1 実質GDP成長率とコアCPI



図表2 FRBの経済見通し 2017年12月13日時点

	2017年	2018年	2019年	2020年	長期
実質GDP	2.5%	2.5%	2.1%	2.0%	1.8%
前回見通し	2.4%	2.1%	2.0%	1.8%	1.8%
失業率	4.1%	3.9%	3.9%	4.0%	4.6%
前回見通し	4.3%	4.1%	4.1%	4.2%	4.6%
コアPCE	1.5%	1.9%	2.0%	2.0%	-
前回見通し	1.5%	1.9%	2.0%	2.0%	-

(注) コアPCEは除く食品・エネルギー、前回見通しは9月時点
(図表1-2の出所)Bloomberg, FRBの資料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。

2-3回の利上げを予想

来年3回のFRBによる利上げ予想に対して、景気やや弱気な債券市場が予想する利上げ回数は2回にとどまっています。一方、シカゴ連銀の「金融コンディション指数」によれば、15年12月以来、5回の利上げにもかかわらず金融環境は大幅に緩和しており、早急に引締めが必要なことを示唆しています（図表3）。

次期総裁に指名されたパウエル氏は、イエレン氏による緩やかに利上げを進める政策を踏襲すると思われる。空席となっている理事については、低金利を好むトランプ大統領が緩和的な金融政策を求めるハト派を任命することが予想されます。一方、来年投票権を得る地区連銀の総裁は、引締めを厭わないタカ派が増えると考えられています。今後の利上げ速度を見通す際には、来年以降のFOMCメンバーのハト派とタカ派のバランスにも注視する必要があると思われます。このような環境のなか、来年は2-3回の利上げが行われることをメインシナリオとしています。

長期金利は上昇しても2.7%まで

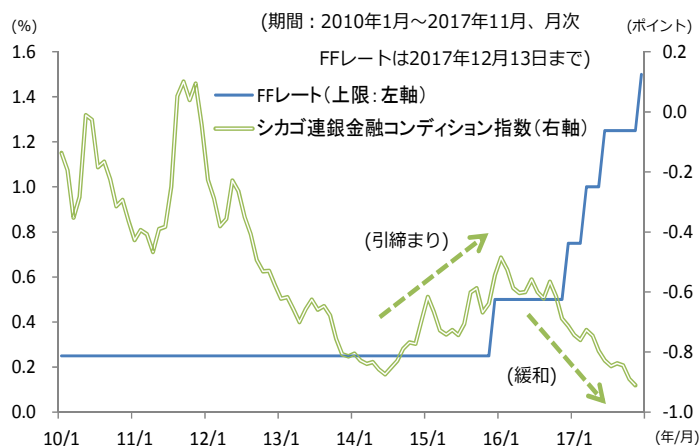
このメインシナリオにおける来年の長期金利は、年中盤に向けてFRBの利上げにあわせる形で徐々に上昇すると見ています。一般的に、FRBによる利上げ速度がマクロ・インフレ環境が正当化する利上げ速度を上回っていると市場が判断すれば、長期金利は低下（イールドカーブは平坦化）し、逆の場合は、FRBが「イールドカーブに遅れた」とみなされ、長期金利は上昇（傾斜化）します。年中盤以降、市場は前者（利上げ速度がマクロ・インフレ環境に先行）と判断し、長期金利は低下に向かうと予想します。このケースでは、米国経済の「長期停滞」からの脱却が遠のき、「適温経済」がしばらく継続すると考えられます。さらに19年以降に長期金利が短期金利を下回る逆イールドが発生すれば、その後、米国経済は景気後退に陥ると思われる（図表4）。

メインシナリオに対するリスクは、法人減税が企業のアニマルスピリットに火をつけ、個人減税が個人の消費意欲を高め、マクロ・インフレ環境が急速に上方修正されることです。この場合は、FRBによる利上げ速度が速まり、それにあわせて長期金利の上昇幅も拡大すると思われる。このケースは「適温経済」に終止符が打たれ、米国経済が「長期停滞」から脱却することを意味しますが、逆に景気後退のタイミングを早めることになると思われる。

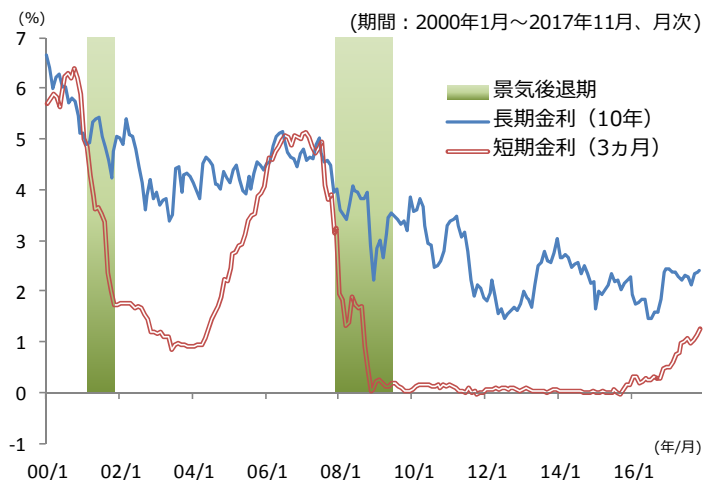
いずれにしても、18年を通して、長期金利は上昇しても2.7%程度にとどまると予想していますが、内外長期金利の相対感や年金等からの超長期債への需要動向にも注目しています。また、過去において、市場は新任のFRB議長に何らかの試練を与えてきたことを考慮すれば、来年も市場の混乱に対する注意が必要だと考えます。

以上（作成：投資情報部）

図表3 FFLレートと金融コンディション指数



図表4 長短金利の推移



（図表3-4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に基づき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。

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3.78%（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。

<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）