

先進主要国で長期金利が上昇 - QE (量的緩和) からQT (量的引締め) への転換か? -

当レポートの主な内容

- ・直近、欧米を中心に先進国で長期金利が上昇しています。今後もこの上昇基調が継続するなら、投資家は大幅なポートフォリオの入替えを行う必要があるかも知れません。
- ・しかし現時点では、この基調が継続すると判断するのは時期尚早だと考えます。もう少しばかり経済指標や金融市場の動きを見極めた上で、冷静に長期金利の先行きを判断したいと考えています。

長期金利が上昇

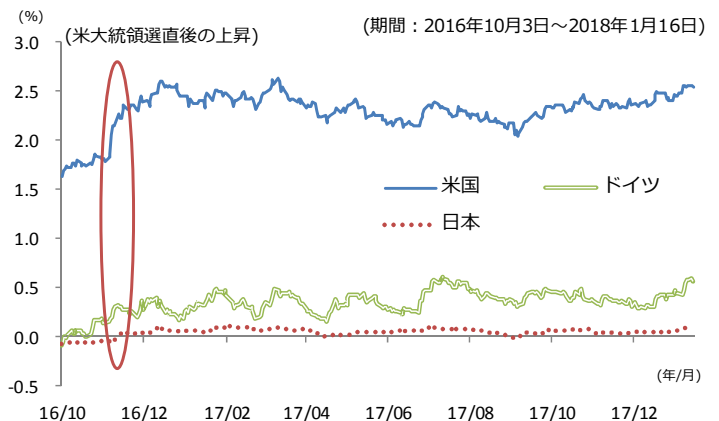
直近、欧米を中心とした主要先進国の国債市場では長期金利が上昇の勢いを強めています(図表1)。直接のきっかけは、中国が米国債の購入額を減らすと示唆したこと、欧州経済の力強い拡大を受けて欧州中央銀行の緩和縮小のタイミングが早まるとの観測が浮上し、日本でも日銀の超長期債買入れが減額されたことから、金融政策の変更時期が早まるとの思惑が高まったことでした。この動きを受けて、米国でボンドキング(債券の王様)、新ボンドキングと呼ばれる2名の著名な債券運用者が米国債に対して弱気の(金利上昇を予想する)見通しを発表しました。しかし、本質的には、世界同時景気拡大が続き(図表2)、市場参加者の期待インフレ率が上昇してきたことや(図表3)、各中央銀行がリーマン危機以降続けてきた量的緩和を手仕舞う時期が迫り(次頁図表4)、世界の金融市場から流動性が引き上げられるとの思惑が高まったことが原因だったと考えています。市場参加者が、QE(Quantitative Easing: 量的緩和)からQT(Quantitative Tightening: 量的引締め)への転換点に近いと考え始めたと解釈することもできそうです。

金融資産への影響

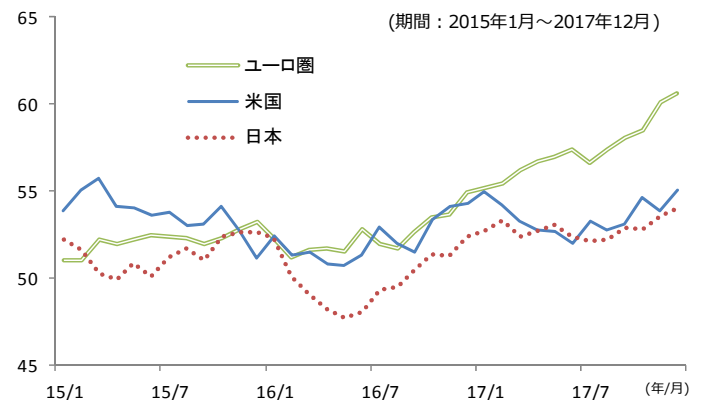
今後、長期金利の上昇基調が継続すれば、世界の経済や市場・投資環境に、次に挙げるような様々な影響を与えることになると考えられます。

- 企業の資金調達コストや住宅ローン金利などの上昇を通して、経済そのものを減速させる。
- 金利が上昇して、投資対象としての債券の魅力が相対的に高まる。
- 株式のリスクプレミアムが上昇し、バリュエーション(PER)が高まりにくくなる。

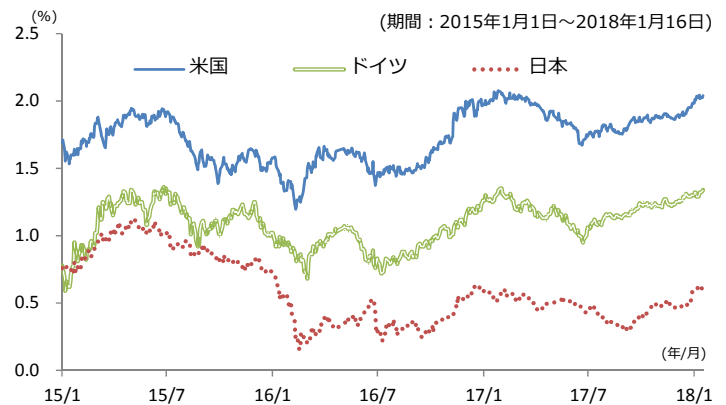
図表1 長期金利の推移



図表2 マークイット社の製造業景況指数



図表3 金融市場の期待インフレ率(10年)



(図表1-3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。

- 景気拡大を背景とした「良い金利上昇」ならば、株式市場では、銀行などの景気敏感株、割安株の魅力が高まる。
- 将来の収益を現在価値に引き戻す割引率が上昇し現在価値が低下することを通して、成長株の魅力が低下する。
- 債券の金利(クーポン)と競合し、高配当を売り文句としてきたREIT、不動産株、公益株の魅力が低下する。
- 自己資本比率の低い企業の負債コストが増加するため、ハイイールド社債の魅力が低下する。
- 負債を利用した自社株買いやM&Aが減少する。
- 米国金利が上昇すれば、新興国から米国への資金流出が発生し、新興国の株式、債券が売られやすくなる。

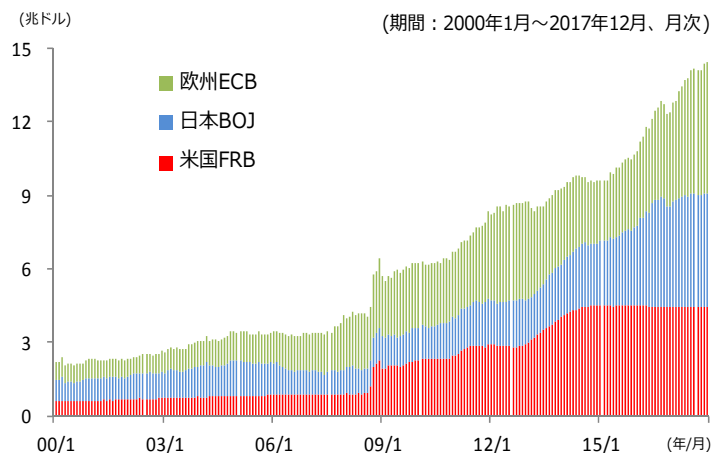
上昇基調入りと判断するには時期尚早

しかし、足元では日米欧ともに景気が強くても物価が上がりにくい環境（適温経済）が続き、インフレ率は中銀が目標とする2%に届いていません（図表5）。世界中で、企業が人件費を柔軟にコントロールするために非正規雇用を増やし、AI、IoT、ロボットが人間を代替したり、アマゾン効果により小売業の実店舗の従業員数が減少すれば、賃金が上がりにくくなり、インターネットによる値段の比較が容易になれば、インフレも加速しにくくなります。また、企業経営者が成長に戻込みしているうちは、資金調達ニーズが高まらず、資金を借りる際のお金の値段でもある金利の上昇にも限界があると考えられます。人口の高齢化によって安定したインカムが期待できる債券への需要が高まり、自己資本規制を受けて銀行もリスク資産よりも安定資産である債券への投資を増やすことも見込まれます。

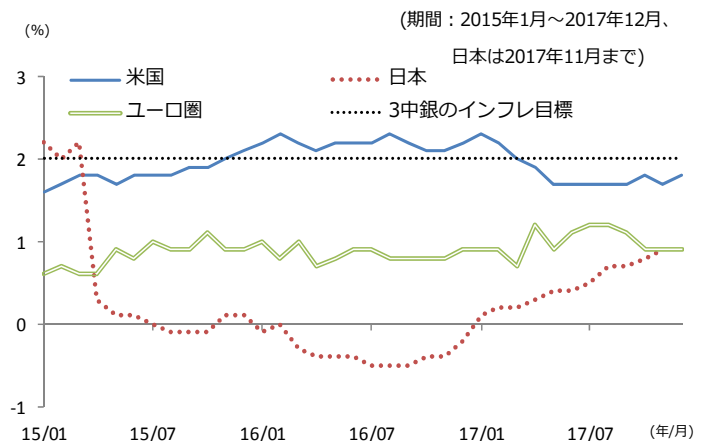
2016年11月の米大統領選直後にも、マーケットに景気に対する強気の見方が拡がり、「1980年代に始まった債券の長期強気市場が終わる」との見方が台頭しましたが、その興奮はすぐに萎んでしまいました。今回はトランプ大統領の減税が米国人のアニマル・スピリットに火をつけ、5年を経過したアベノミクスによって日本経済がデフレ脱却を遂げ、欧州経済も本当の意味で債務危機からの復活を果たすことができれば、市場の見方が「This time is different（今回は違う）！」に傾き、長期金利が上昇に向かう可能性も否定できません。その場合は、上記の金融資産への影響を考慮してポートフォリオの修正が必要となりますが、そう確信するには、もう少しばかり景気指標、金融市場の動きを見守る必要があると考えています。

以上（作成：投資情報部）

図表4 日米欧の中央銀行のバランスシート



図表5 消費者物価指数（コア・前年比）の推移



(図表4-5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もありません。■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あたっては、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）