

2019年の米国長期金利

～年前半はやや上昇するも、後半は景気減速を意識し2.5%まで低下へ～

当レポートの主な内容

- ・FRBは足元で金融政策に対する基本姿勢をやや「ハト派」に転換しましたが、2019年は逼迫した労働市場を背景に利上げを2回行うと予想しています。
- ・2019年の米国経済は緩やかな減速基調をたどり、長期金利は年前半にやや上昇しても、年末に向けて2.5%程度まで低下すると予想しています。長短金利差は年後半にはマイナスになると考えています。

ハト派転換したFRB

昨日の連邦公開市場委員会（FOMC）は今回の引締めサイクルで9回目の利上げを決定した一方、来年以降に想定される利上げ回数を4回から3回に、FFレートの中立水準を3%から2.75%に引き下げました。その結果、11月に3%を超えていた10年国債利回りは直近2.8%を下回る水準まで低下してきました（図表1）。連邦準備制度理事会（FRB）がややハト派(*)に転じた背景には来年の成長率の減速が見え始めたこと、物価が落ち着いていること、金融市場が不安定に推移していることがあったと考えています。来年以降は、これまでのように決められたスケジュールで自動的に利上げを続ける「オートパイロット」ではなく、その時々々の景気指標や金融環境に基づいて「マニュアル」で金融政策を遂行していくことになりそうです。

(*) 「ハト派」は金融政策の文脈では、景気に対して警戒的で、金融引締め後に後ろ向きな姿勢を示します。「タカ派」に相対する概念です。

2019年の利上げ回数は2回を予想

来年の利上げ速度を見通すためには、労働市場と物価を総合的に判断する必要があります。労働市場は失業率がITバブル時代の水準を下回り、明らかに引き締まっています。物価についてはコアPCEデフレータはFRBが目標とする2%から下方へ乖離幅を拡大させています（図表2）。労働市場が引き締まっている一方で物価が落ち着いていることをイエレンFRB前議長は「ミステリー」と言いました。アマゾン効果、AI、ロボット、IoTなど新しいビジネスモデルや先端技術によって経済全体の生産性が上昇すれば、労働市場がひっ迫し賃金が上昇しても、生産がそれを上回って増加するので、需給の観点からインフレ圧力がかかりにくくなると考えられます（図表3）。

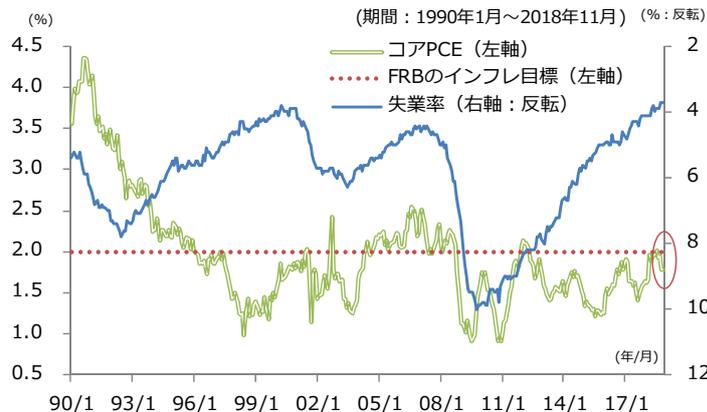
図表1 10年国債利回りの推移

(期間：2017年1月2日～2018年12月19日)



図表2 コア消費者物価（CPI：前年比伸び率）

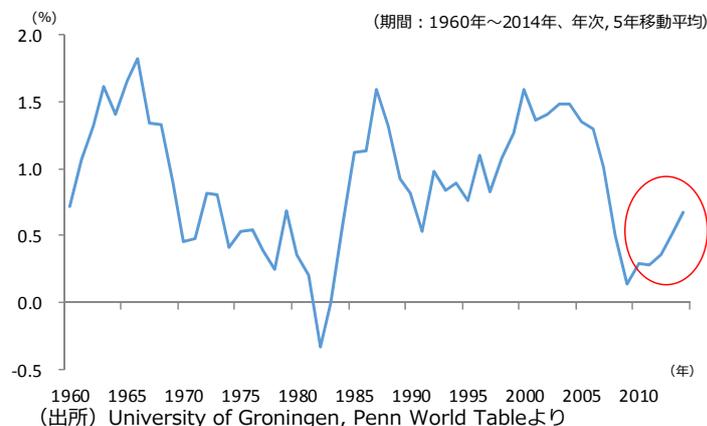
(期間：1990年1月～2018年11月) (%:反転)



(図表1-2の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表3 TFP（全要素生産性）成長率

(期間：1960年～2014年、年次、5年移動平均)



(出所) University of Groningen, Penn World Table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。

FRBは2015年12月以降、9回利上げを行ってきましたが、来年はさらに2回利上げを行うと予想しています。今後2年間のFFレートを示すとされるOIS2年レートは直近2.46%で、今後2年間に利上げはないと予想しています。しかし、この予想は足元の景気指標に大きく左右されることが知られています(図表4)。景気サプライズ指数(*)は足元で低下していますが、この指数が上昇に転じれば市場が予想するFRBの利上げ回数も増加すると考えています。FRBは「生産性の上昇がインフレ圧力を緩和している」ことを確信するまでは、労働市場の緩和や経済のソフトランディングを目指して利上げを続けると思われる。利上げを続けることが将来にわたって正しい判断となるかどうかは別として、少なくとも過去において中央銀行はそう行動してきたと認識しています。

(*)「景気サプライズ指数」は一定期間に発表された景気指標が事前の市場予想を上回っているか下回っているかを示す指数です。

10年金利を取巻く環境

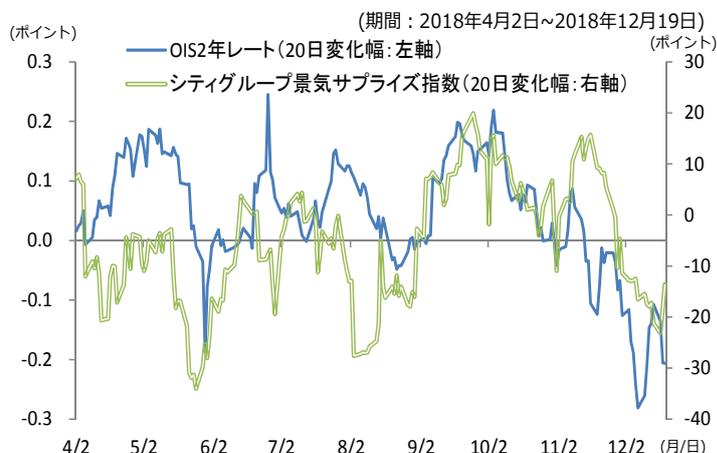
長期金利の水準を決定するのは、市場参加者の経済・インフレ見通しとともに、国債を発行する財務省、国債を保有するFRB、商業銀行、保険会社、年金基金、外国人投資家などの動向です。

2019年の米国経済は、これまで利上げや足元のドル高が経済の重荷となり、トランプ減税のプラス効果が剥落することに加えて関税引上げの悪影響が表面化するため、後半に向けて減速すると思われる。インフレについては、前述の生産性向上による物価引下げ圧力とフィリップスカーブ(経済全体の需給の引締まり)が示唆する物価引上げ圧力のせめぎ合いが続くと思われるが、2019年はインフレが加速する環境にはなりにくいと考えています。

トランプ減税やインフラ投資によって財政赤字が拡大し、国債発行が増え、財政プレミアムから長期金利が上昇するとの見方がある一方、最近は関税収入の用途にも注目が集まっています(図表5)。

リーマン危機後に大量に国債を買い入れてきたFRBは2017年10月以降、クーポン収入や満期償還金の再投資をストップし、バランスシートの縮小を進めています(図表6)。これは国債需要が減ることから金利

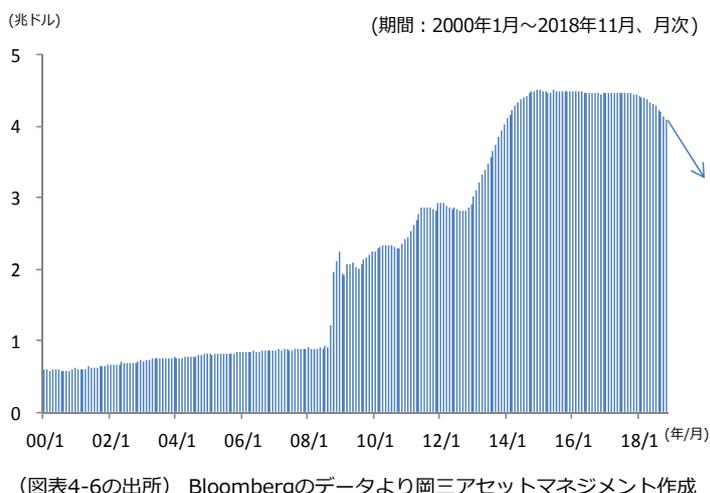
図表4 OIS2年レートと景気サプライズ指数



図表5 財政収支(連邦レベル)



図表6 FRBのバランスシート



(図表4-6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。

引上げ要因になりますが、バランスシートの縮小は3兆ドル前後で終了すると考えられています。FFレートと長期金利の関係については、これまではFFレートが上昇すれば長期金利も上昇してきましたが、景気減速が意識される2019年は利上げが逆に長期金利の引下げ要因になると思われます。

景気が減速すれば、銀行の貸出需要が減退し、その資金は国債市場に流れ込み、社債市場からの資金流入も期待されます。保険会社や年金基金など長期の負債を抱える機関投資家からの長期国債への需要が急速に衰えることも想定していません。外国人投資家も米国金利の相対的な優位性に注目して米国債への投資を継続すると思われます。これらの国債への需要は金利引下げ要因になると思われます。

2019年の長期金利：4つのシナリオ

このような環境を踏まえ、2019年の米国長期金利に動きについては次の4つのシナリオを描いています。

▶ メインシナリオ（実現可能性：50%）

現在よりも改善する景気指標やFRBの利上げ継続を受けて長期金利は年前半に幾分上昇しても、3.1%程度が上限になると思われます。その後は、利上げやドル高を受けて減速する米国景気や安定したインフレを背景に2.5%程度まで低下すると思われます。来年の後半には、2020年以降の景気後退を意識して長期金利がFFレートを下回る「逆イールド」が実現すると思われます（図表7）。

▶ インフラ投資拡大（実現可能性：15%）

超党派で大規模なインフラ投資が承認されれば、一時的に成長率が高まると考えられます。しかし、これは既に完全雇用に近い米国経済をさらに過熱させ、FRBの利上げスピードを速めることを通じて景気後退のタイミングを前倒しする可能性があります。このシナリオではFRBの利上げ回数が増え、長期金利の上限は高まりますが、低下に転じるタイミングは早まると考えられます。

▶ 利上げ早期打止め（実現可能性：30%）

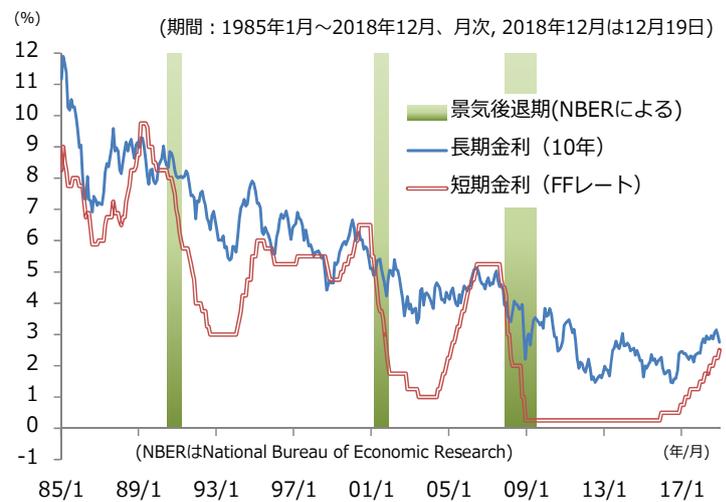
生産性の向上によって、米国経済の賃上げへの耐性が想定外に高まっていれば、利上げが想定よりも早く打止めになる可能性があります。この場合は行き過ぎた利上げが景気を失速させる可能性が低下し、景気拡大がより長期化すると思われます。このシナリオでは利上げ回数が減り、長期金利の上限は低下すると思われます。

▶ 貿易戦争激化（実現可能性：5%）

米中交渉が決裂すれば、米中のみならず世界経済全体が打撃を受けると考えられます。米国では経済が失速するとともにインフレが同時進行するスタグフレーションに陥る可能性があります。このシナリオでは市場はインフレよりも景気減速に焦点をあて、長期金利の低下スピードが速まると考えます。

以上（作成：投資情報部）

図表7 長短金利と景気後退期



(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1.991088%(税抜1.8436%)程度

※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)