



FRBの利上げが打止めになったら？

「FRBの利上げはいつまで続くの？」という問いかけに対する市場参加者の意見は大きく割れています。過去5回の利上げ打止め前後の主要資産クラスの動きを検証するといくつかの規則性を発見することができます。現時点で打止め時期を予断することはできませんが、過去のパターンを参考にすれば、利上げ打止め後も米国株式、米国国債、ドル（対円）はしばらく上昇を続けると考えることができそうです。

利上げ打止めに織り込み始めた市場

1月に連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策が「ハト派寄り」に修正され、市場では今後の金融政策の方向に関する議論が盛んになってきました。昨年12月の利上げが最後となり次の政策変更は利下げになるとの見方がある一方、6月以降に利上げが再開されるとの観測も根強く残っています。FFレート(*)の将来の実効レートを示すOISカーブは、FFレートが今後1年間は現水準にとどまり、その後低下に向かうと予想しています（図表1）。FRBは今後の金融政策の方向やスピードはその時々「データ次第」と表明していることから、現時点で利上げがいつ打止めになるかを予断することは難しい状況です。

過去5回の利上げ打止め期の前後に日米株式市場、米国長期金利、ドル円レートがどのように動いたかを検証してみました。

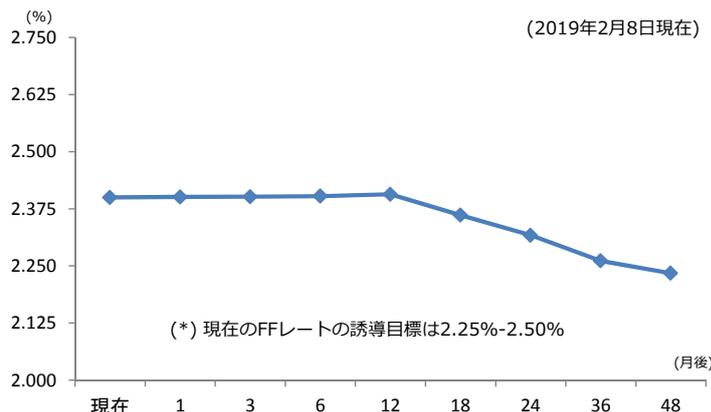
過去5回のパターンを探る

過去に利上げが打止めになったのは、S&L（中小金融機関）危機を深刻化させた利上げに終止符が打たれた89年、金融政策がインフレの後手に回り「Behind the Curve」と揶揄され、急激な利上げを進めた後の95年、アジア危機を背景に利上げをストップした97年、ITバブルを崩壊させた利上げを終えた2000年、サブプライムバブルを招きその後に崩壊させた、緩やかな（Measured Pace）の利上げを終えた06年です（図表2）。図表3~6は過去5回の利上げ終了月の前後12カ月の各市場の動きを示したものです。

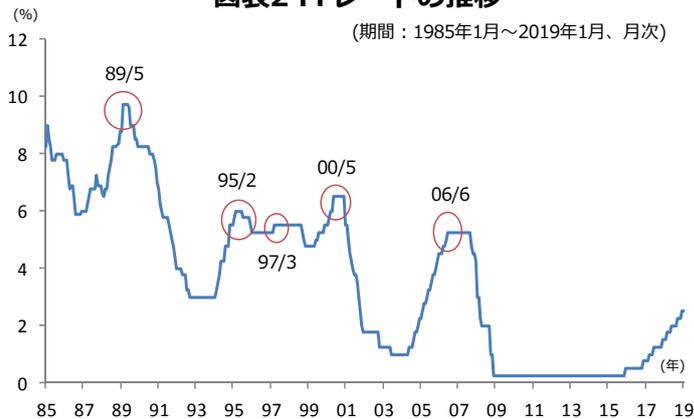
<米国株式：S&P500（図表3）>

利上げ打止め後も米国株式は上昇を続けました。それまでの利上げによって景気は減速に向かうものの、その基調は依然として強く、利上げ打止めによって流

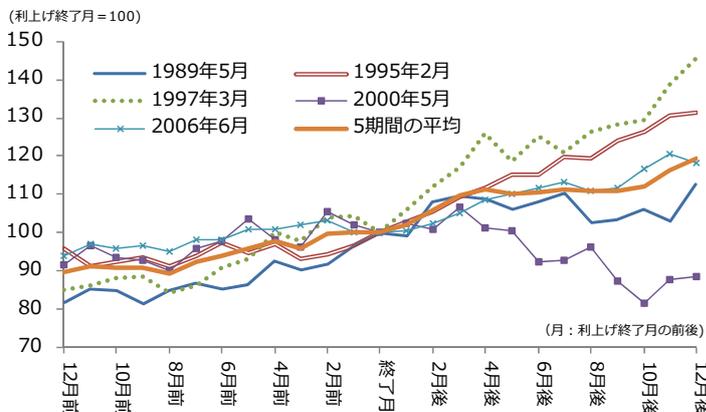
図表1 OISカーブ



図表2 FFレートの推移



図表3 S&P500の動き



(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。

動性などの金融環境が改善すると考えられたことも背景にありました。例外はITバブルが弾けた2000年ですが、逆に1997年に海外要因（アジア危機等）で利上げをストップしたことがその後の株式市場のITバブルを招いたとも考えられています。

<米国長期金利（図表4）>

景気減速やインフレの安定を織り込み、長期金利は例外なく低下しました。このうち、1989年、2000年、2006年はその後長短金利が逆転し、米国経済は景気後退を迎えました。

<ドル円レート（図表5）>

米国の金融政策だけで為替レートを語ることはできません。利上げ打止め後に短期的に円高に振れるケースもありましたが、その後は米国の金融市場への資金流入を受けてドル高基調が続きました。

<日本株式：TOPIX（図表6）>

明確な方向性は捉えられません。本邦のバブルや米国のクレジットバブルの最終局面でもある1989年、2006年は上昇しましたが、ITバブルの崩壊で2000年は下落基調を辿りました。

今後の市場見通し

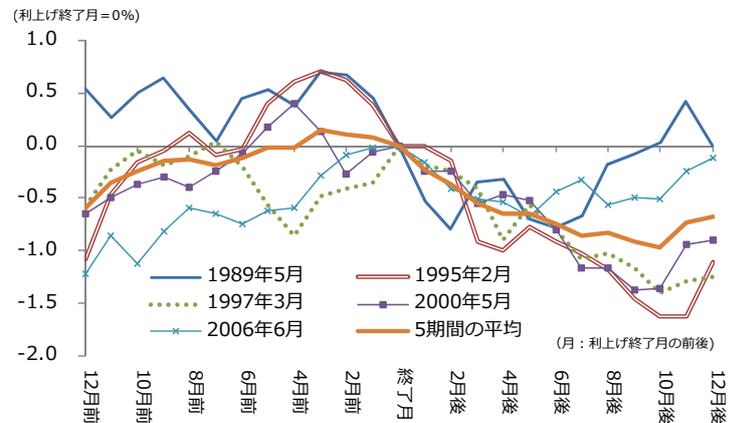
以上のように、過去においてはFRBが利上げを終えても米国経済が急減速することはなく、米国株式は上昇を続けました。一方、長期金利は一足先に景気減速やインフレの安定を見込んで低下基調（債券価格は上昇）を辿りました。ドル円レートは一時的に円高に振れても、その後は底堅い米国の株式市場や国債市場が資金を引きつけドル高基調が続きました。

一方、FRBのパウエル議長は金融政策はその時々「データ次第」であることを明確にしていることから、現時点で今回の引締めサイクルがいつまで続くかを予測することは困難です。QT（量的引締め）の行方が議論をさらに複雑にしています。しかし、過去のパターンが将来の指針になると仮定すれば、利上げ打止め後も米国株式や米国国債は上昇を続け、為替市場では一時的に円高が進んでも基調としてはドル高が継続すると考えることができそうです。

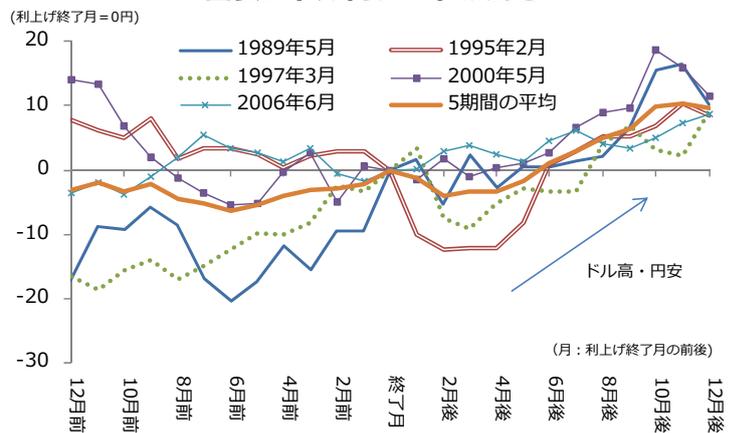
<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■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。

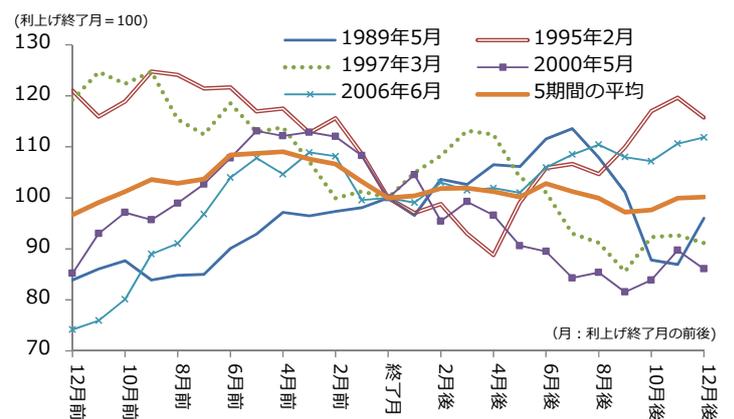
図表4 米国長期金利（10年国債利回り）の動き



図表5 ドル円レートの動き



図表6 TOPIXの動き



(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

以上（作成：投資情報部）

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率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)