

ストラテジストの眼 Vol.101

2020年9月9日

ジャクソンホール会議と米国債市場

—FRBの「新しい経済の課題と金融政策の見直し」を踏まえて—

今年のジャクソンホール会議ではFRB（米連邦準備制度理事会）のパウエル議長による講演「新しい経済の課題と金融政策の見直し」（*）に注目が集まりました。このレポートではこの講演内容を振り返ることを通して米国債市場の先行きを考えてみました。実際のインフレ率が一定期間目標を上回ることを容認する「平均インフレ率目標」を採用することが発表され、米10年国債利回りは上昇しました。しかし、米10年国債利回りが1985年以降の低下トレンドから反転に向かうためには経済活動がコロナ前はるかリーマン危機前の水準まで回復する必要があると考えています。

ジャクソンホール会議

毎年8月に開催されるジャクソンホール会議では各国中銀の主要メンバーが参集し金融政策に関するタイムリーな議論が行われることから、例年市場関係者の注目が集まります。今年はテレビ会議方式で開催されましたが、FRBのパウエル議長による講演「新しい経済の課題と金融政策の見直し」に注目が集まりました。このレポートではこの講演内容を振り返ることを通して米国債市場の先行きを考えてみたいと思います。

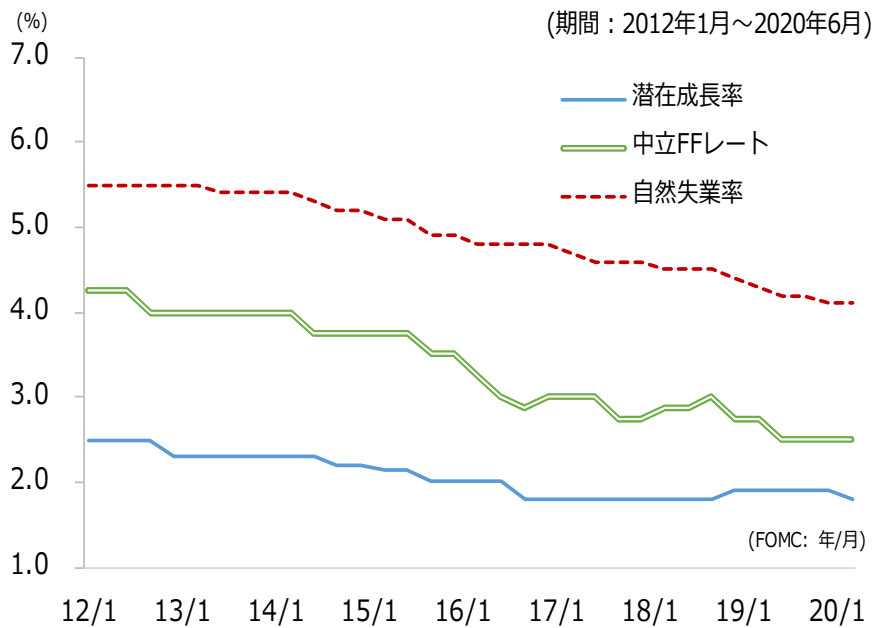
新しい経済の課題

前回の政策見直しが行われた2012年1月以降に表面化した経済構造の4つの変容が今回の見直しの誘因となりました。

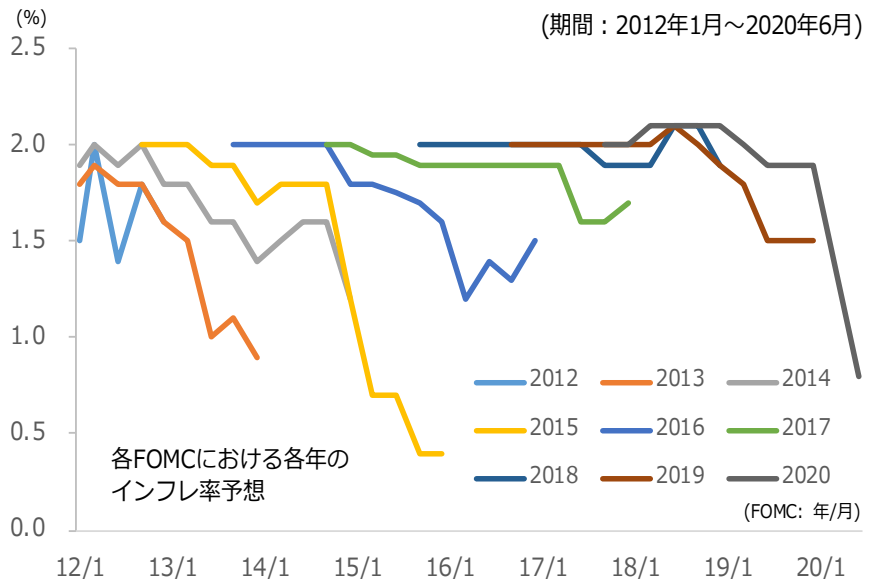
- ▶ FRBが予想する長期の潜在成長率が2.5%から1.8%に減速（図表1）。人口増加率の減速、高齢化に加えて生産性の伸びが鈍化したことが背景。
- ▶ 均衡実質金利の低下にあわせて（物価の安定と生産能力のフル活用を両立する）中立FFレートが4.25%から2.5%に低下（図表1）。
- ▶ 本年初頭までは長期間の景気拡大により失業率が低下。労働参加率も上向き、人種間の失業率格差も解消に向かった。
- ▶ 雇用が力強く回復してもインフレ予想は2%の目標を継続的に下振れた（図表2）。

FFレートが「実効下限制約」に近づくと景気悪化時の利下げ余地が狭まり、FRBの2つの目標である雇用の最大化、物価の安定

図表1 FOMC（連邦公開市場委員会）の長期予想



図表2 FOMCのインフレ（PCE）予想



(図表1-2の出所) FRBのデータより岡三アセットマネジメント作成

(*) New Economic Challenges and the Fed's Monetary Policy Review, August 27, 2020

<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。

が損なわれると考えられます。また、実際のインフレ率が継続的に目標（2%）を下回ると企業や家計の期待インフレ率が低下し、実際のインフレ率がさらに低下するという悪循環に陥ることが懸念されます。

金融政策の見直し

今回の見直しでは、雇用の最大化と物価の安定に関して次のような議論が行われ、講演内容や声明文(*)に盛り込まれました。

1. 雇用の最大化

- 雇用の最大化は広範囲かつ包摂的であればならない。
- 失業率の数値目標は効果的ではない。
- 雇用環境がある程度ひっ迫してもインフレは加速しないとの前提に立ち、政策は最大雇用レベルに対する「乖離」ではなく「不足・未達」の評価に基づいて遂行される。

2. 物価の安定

- 2%のインフレ目標が適切と判断し、継続する。
- 人々の期待インフレ率が目標とする2%にアンカー（固定）されている時に金融政策が最も効果を発揮するとの前提に立ち、一定期間実際のインフレ率が目標を下回った後は実際のインフレ率が一定期間目標を上回ることを容認する「平均インフレ率目標」を採用する。

国債市場の反応と今後の見通し

この講演を受けて、国債市場ではイールドカーブが急勾配化しました。実際のインフレ率が2%を超えてもFRBは金融政策の正常化を急がず、長期的には2%程度のインフレ率が実現するとの思惑から長い年限の国債が売られました（図表3）。悲観的な経済見通しを織り込みやすい米国債市場

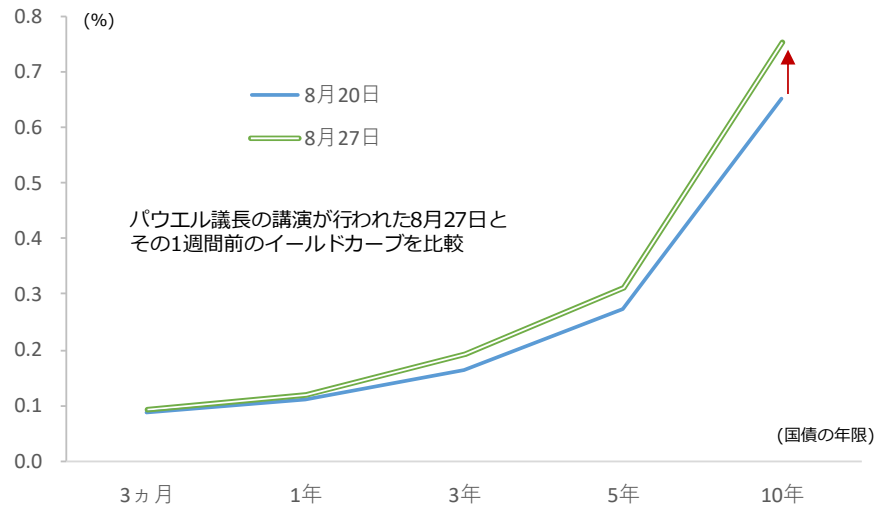
(*) Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy, August 27, 2020

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 米国債イールドカーブの動き



図表4 米10年国債利回りの推移

(期間：1985年1月～2020年8月、月次)



(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

が、米国経済がデフレから抜け出せない日本のようにはならないという自信を深めたとも考えられます。しかし、1985年以降一貫して低下してきた米10年国債利回りがこのタイミングで反転するかどうかは予断を許さない状況です（図表4）。米国人の「アニマルスピリッツ」が米国経済の「日本化」を食い止めることができると考えていますが、米10年国債利回りが1985年以降の低下トレンドから反転に向かうためには経済活動がコロナ前はおろかりーマン危機前の水準まで回復する必要があります。

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3.85%(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2.09%(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0.0132%(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)