岡三アセットマネジメント

ストラテジストの眼 Vol.125

情報提供用資料

2021年3月31日

金利サイクルから米国株式を考える

アセットアロケーション（資産配分）の世界では、金利の動きによって運用対象を変えていくことが有効な戦略の1つと考えられています。金利上昇とともに景気が回復から拡大に向かう局面では株式に投資し、景気が減速に転じ金利が低下する局面では債券に投資することが推奨されます。米国の長期金利が年末には2.0%前後まで上昇することをメインシナリオとしているため、米国株式は上下動を繰り返しながらも基調としては上昇を続けると予想しています。

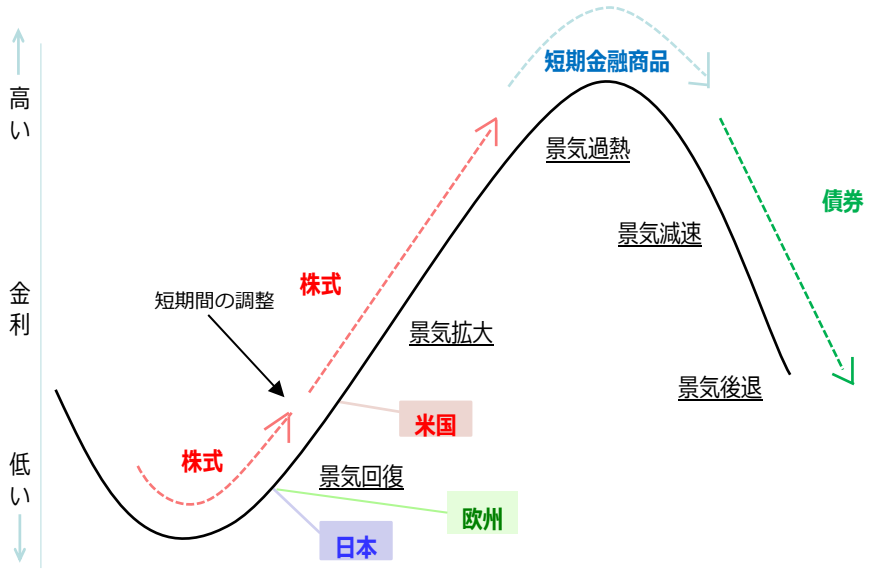
金利サイクルと資産配分

アセットアロケーション（資産配分）の世界では、金利の動きによって運用対象を変えていくことが有効な戦略の1つと考えられています。金利はインフレや中期の景気サイクルに連動すると考えられます。金利が底を打つ前に株式を組み入れ、金利上昇とともに景気が回復から拡大に向かう局面では株式を持ち続けます。景気が過熱してきたら、利回りが上昇した短期金融商品に資金を移し、景気が減速に転じ金利が低下し始めたら、値上がりが期待できる債券を組み入れることが推奨されます（図表1）。ここで言う金利とは政策金利に連動する短期金利よりもマクロ経済や市場参加者の意向を反映しやすい長期金利をイメージしています。このレポートでは米国における長期金利と株価指数、長期金利と国債指数の関係からこの戦略の有効性を検証し、金利サイクルの視点から株式市場の先行きを考えます。

長期金利と株式

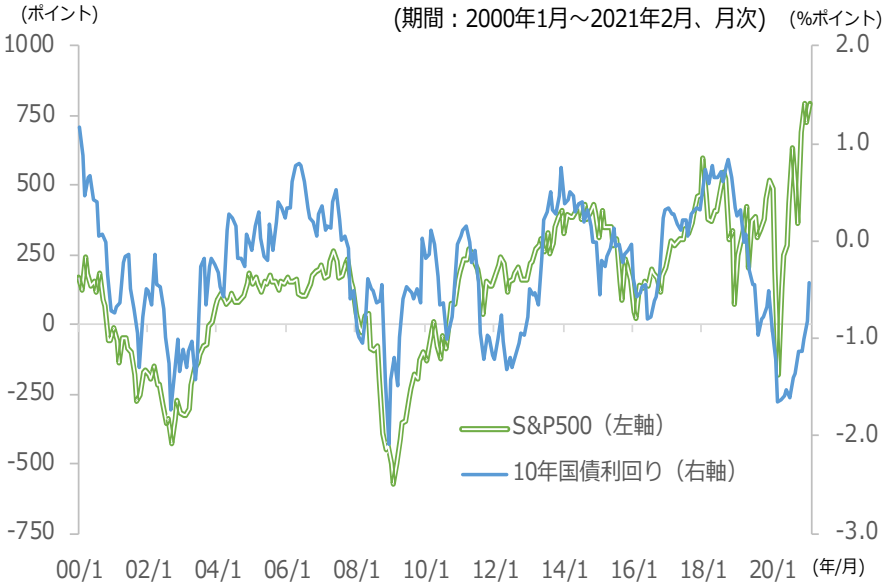
米国の長期金利（10年国債利回り）は1981年以降、ほぼ一方向に低下してきたことから、各月末の金利水準のトレンド（24ヵ月移動平均）からの乖離幅によってサイクルを捉えました。S&P500も同様に各月末の24ヵ月移動平均からの乖離幅を用いています。2000年以降、金利サイクル（青）が上昇する局面では概ね株式（S&P500：緑）も上昇していることがわかります（図表2）。

図表1 金利サイクルと資産配分のイメージ



（出所）岡三アセットマネジメント作成。これはイメージ図であり、実際の投資成果を示唆するものではありません。

図表2 金利サイクルと株式（24ヵ月移動平均からの乖離幅）



（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>

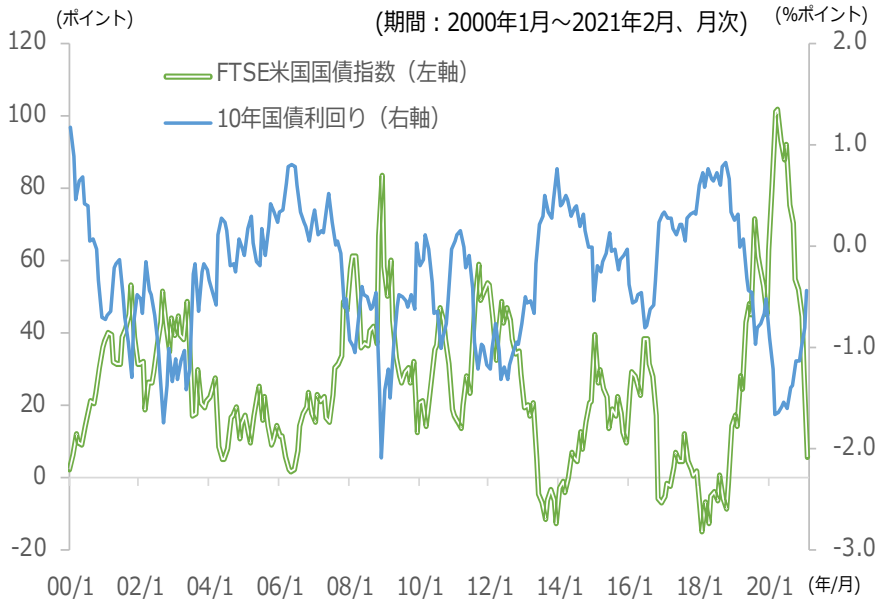
■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いします。

長期金利と国債

逆に、金利サイクルが低下する局面では国債指数が上昇していたことがわかります（図表3）。もちろん、長期金利と国債は同じものであり、金利が下がれば債券価格が上がることはよく知られた事実です。

図表3 金利サイクルと国債（24ヵ月移動平均からの乖離幅）

(期間：2000年1月～2021年2月、月次)



（出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

株式市場の見通し

FRB（連邦準備制度理事会）は次の利上げが2024年以降になることを示唆していますが、市場は一足先にイールドカーブのスティープ化を通して長期金利を押し上げてきました。長期金利の上昇は今後も続き、年末には2.0%前後まで上昇することをメインシナリオとしています。そのため、米国株式は今後も上下動を繰り返しながらも基調としては上昇を続けると予想しています。金利サイクル上、景気回復から景気拡大に移行する局面で株式市場は期待先行でPER（株価収益率）が上昇する流動性相場からEPS（一株当たり利益）が拡大する業績相場に移行します。通常、この移行期に株価は1-2ヵ月間調整することが一般的です（図表1）。2月に長期金利の1.6%乗せを受けて米国株式が短期的に調整したケースがこれに当たると考えています。

金利サイクルでは米国が日欧に先行しています。コロナ禍からの景気回復は巣ごもりやテレワークの恩恵を受けるテクノロジーセクターを擁し、ワクチン接種でも先行した米国経済が日欧経済を先導してきました。日欧景気はやっと底を打ち、金利サイクルが始まったばかりです（図表1）。日欧の金利サイクルが米国に後れている分、日欧株式には景気過熱やインフレを気にする必要のない息の長い相場上昇を期待することができます。一方、「日本化（Japanization）」が進んだ日欧では既に金利サイクルは失われてしまったという懐疑論も存在します。

もちろん、株式市場の先行きを占うには金利サイクルのみならず、個別企業の技術やビジネスモデルの革新、各国がお家芸とする産業の国際競争力や将来の成長性、政治の安定性、地政学リスクなどを総合的に勘案する必要がありますが、少なくとも金利サイクルの視点からは主要先進国の株式市場はもうしばらく上昇基調を続けると考えられます。

以上（ストラテジスト）

<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に帰属します。

【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3.85%（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）