



米国の金利サイクルは復活するか？

今後、金融市場では「米国の金利サイクルが復活するかどうか」が焦点の1つになると考えています。世界中で金利サイクルが消滅しようとしている背景には、貯蓄・投資バランスが貯蓄超過に傾き、インフレになりにくい経済構造が生まれたことがあると思われます。失われた20年を経験した日本や「日本化」が叫ばれる欧州では金利サイクルは既に消滅したとも考えられますが、最後の砦となった米国で金利サイクルが復活する可能性は残されていると考えます。

米国の金利サイクルが焦点に

足元では米国のインフレが金融市場の不安材料となっていますが、今後3年程度では「金利サイクルが復活するかどうか」が焦点の1つになると考えています。日本では1999年以降、欧州でも2012年以降、中央銀行は実質的にゼロ、マイナス金利政策から抜け出していません。一方、リーマン危機後、長い間利上げが見送られた米国では2015年12月に利上げが始まり、金利サイクルが復活しましたが、足元で将来の利上げの道筋は描けません（図表1）。長期金利についても、イールドカーブコントロールによって±0.25%に封じ込める日本やマイナス圏で推移するドイツを横目に、米国の長期金利は一時1.7%程度まで上昇しましたが、リーマン危機後の平均的な水準には届いていません（図表2）。

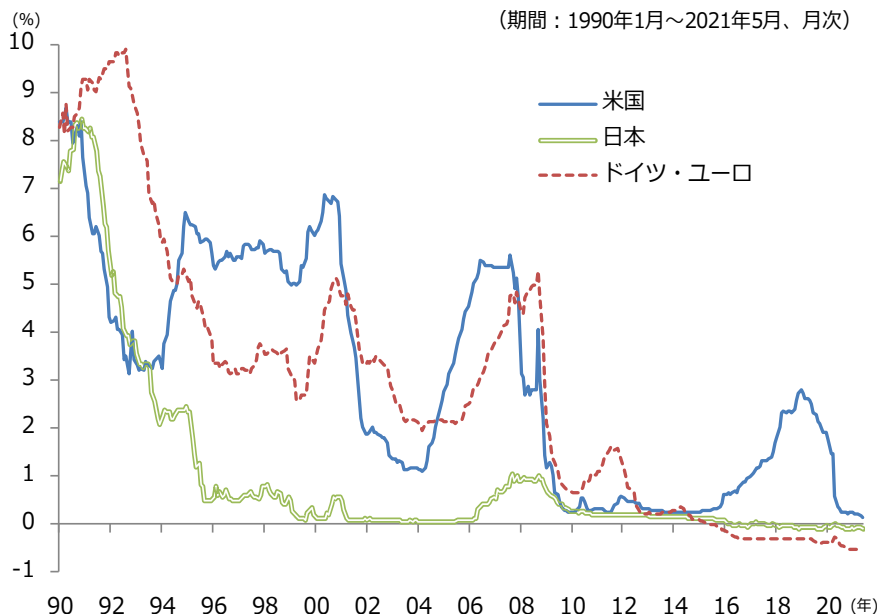
金利が上がりにくい環境

コロナ禍対策のために各国政府が支出や債務を大幅に拡大させても長期金利が大きく上昇しない理由の1つとして、先進国で貯蓄・投資バランスが貯蓄超過に傾いていることが考えられます。企業の投資は一昔前なら工場、機械などのハードが中心でしたが、現在は知財、ブランドなどのソフト面に向かっていることも資金需要が高まらない理由の一つだと思われます。日本でも1997年までは企業と政府が資金不足主体、家計が資金余剰主体でしたが、それ以降は企業も資金余剰主体となっています。

テクノロジーの進歩、グローバル化の進展などによってインフレになりにくい経済

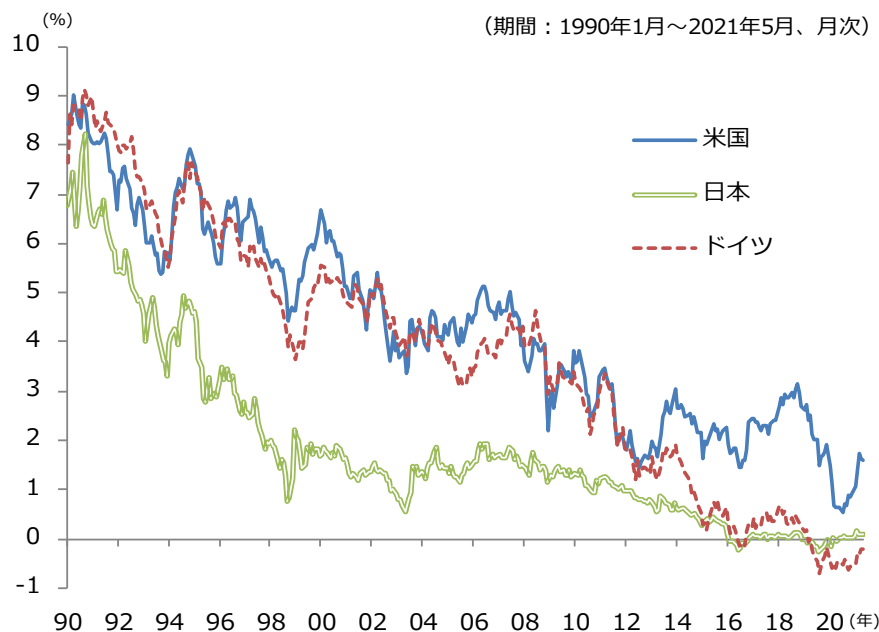
図表1 主要国の短期金利（3カ月Libor）

（期間：1990年1月～2021年5月、月次）



図表2 主要国の長期金利（10年国債利回り）

（期間：1990年1月～2021年5月、月次）



（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

＜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。



構造が生まれたことも理由の1つだと考えます。コアCPIは米国を除けば、中銀が目標とする2%を継続的に下回っています（図表3）。利上げによってインフレを止める必要がなくなってきたと思われます。

金利サイクルがなくなると？

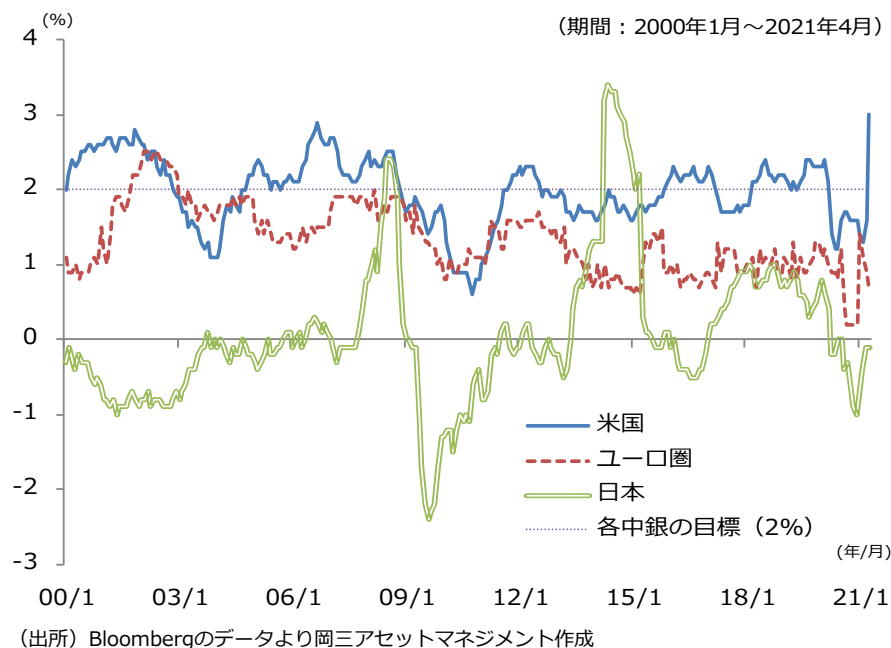
確かな因果関係は認められませんが、金利サイクルがなくなれば景気循環が緩やかになると考えられます。景気循環としては短いものから在庫、設備投資、建設、技術革新の循環が広く知られていますが、これらの景気循環が緩慢になれば、投資家はリスクをとってまで景気拡大に伴う企業価値の成長やキャピタルゲインを取りにいくより、安定したインカムを狙うようになると思われます。企業もそれに応えて成長投資より自社株買いや配当などの株主還元を優先するようになり、金融市場では株式リターンと債券リターンのカップリング（収斂）が進むと予想しています。また、バイデン大統領の左派的な政策に象徴されるように、政府の経済活動への介入が増え、企業のアニマル・スピリッツが減退すれば、この動きに拍車がかかることも考えられます。

今後の見通し

失われた20年を経験した日本や「日本化」が叫ばれる欧州では金利サイクルは既に消滅したとも考えられますが、最後の砦となった米国で金利サイクルが復活する可能性は十分残されていると考えます。FRB（連邦準備制度理事会）が予想している通り、足元で高まったインフレが来年にかけて構造的なデシインフレ要因によって安定に向かえば、利上げを始める前に次の景気減速が視野に入ってくることも予想されます。逆にインフレがさらに加速したり、高止まりすれば、長期金利の上昇に歯止めをかけるためにもFRBは急激に政策金利を引き上げることが考えられます。但し、その場合でもFFレートの

図表3 主要国のコアCPI（前年比）

（期間：2000年1月～2021年4月）



天井は前回よりも低くなると考えられています。株式市場の観点からは、前者が実現し、適温（Goldilocks）相場がやってくることが望まれますが、その場合は企業の財務規律が働かなくなり、経済全体の生産性の伸びが鈍化し、格差拡大につながることも想定されます。逆に後者が実現すれば、一時的に経済が失速することはあっても、長期的には金利サイクルが復活し、規律・メリハリある経済運営が可能になると思われます。実際には両者の中間的なシナリオが実現する可能性が高いと思われますが、前FRB総裁のイエレン財務長官が2カ月連続で金利上昇を容認する発言を行った背景にはこのような認識があったとも考えられます。現時点で、どちらのシナリオが実現するか、どちらのシナリオが望ましい結果をもたらすかを判断することは困難です。これらはあくまでも仮定に基づいた長期的な議論ですが、将来的に資産配分（アセットアロケーション）の視点からは重要な論点になる可能性があると考えしています。

以上（マーケティング部 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）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客

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：購入金額（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）