



# 米国の“金利上昇 vs 金利低下”を考える

直近の米国株式の急落を先導したのは米国長期金利の上昇だったと考えられています。9月以降の金利上昇の主因は力強い景気拡大や労働需給のひっ迫を受けてインフレ懸念が浮上してきたことでした。世界の金融市場の先行きを占う上では、米国の長期金利の動きが鍵になると考えています。6つの金利変動要因を再考しつつ、米国長期金利の先行きや今後の株式やREIT市場への影響について考えてみました。

## 長期金利の上昇を受けて株式・REITは軟調な展開へ

これまでの米国10年国債利回り（以下：長期金利）の上昇に対して、株式やREITはネガティブに反応してきました（図表1）。金利サイクルと資産配分のイメージからは、本年2月と同様に金利上昇が景気過熱を連想させ、金融市場では株式などのリスク資産から短期金融資産への資金逃避が発生したとも考えられます（図表2）。以下では、長期金利の先行きを6つの変動要因から考えてみたいと思います。

## 6つの長期金利変動要因

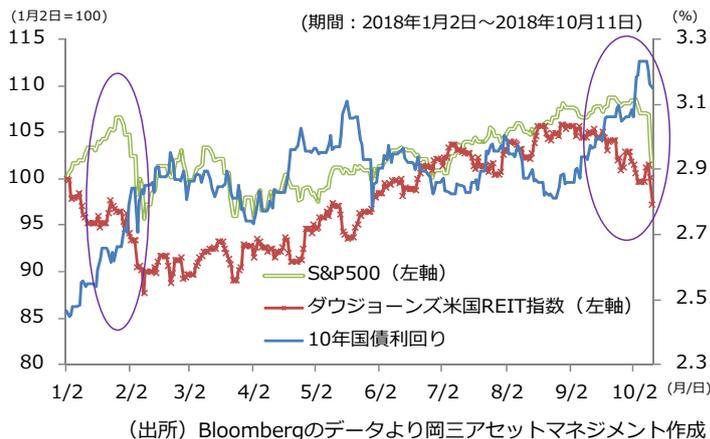
### 1. インフレ見通し

株式と比較して債券はインフレに弱いことから、市場でインフレ懸念が高まれば債券は売られ（金利上昇）、インフレ懸念が低下すれば債券が買われる（金利低下）傾向があります。米国の失業率はITバブルの絶頂期を下回る水準まで低下してきました。労働需給がひっ迫し、インフレ率は連邦準備制度理事会（FRB）がターゲットとする2%を継続的に上回っています（図表3）。その結果、市場ではインフレ懸念が高まり、長期金利の引き上げ要因となっています。

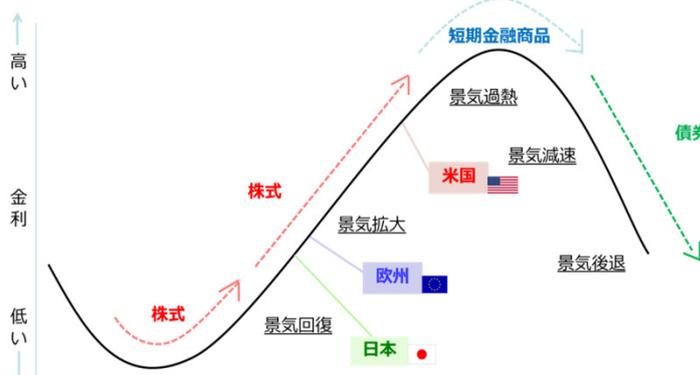
トランプ減税もインフレ的です。減税によって個人や法人の懐具合が温まれば、モノやサービスに対する需要が拡大し、価格が上がりやすくなります。不法移民を国外退去させたり、移民の入国数を減らせば、労働者数が減少し賃金が上昇します。関税は輸入財の価格を引き上げることに伴い、足元の原油価格の上昇もガソリン高を通じてインフレを加速させます。

一方、構造的にインフレや賃金を引き下げる要因も数多く存在します。アマゾンなどのネット販売、Uberなどのシェアエコノミー、価格比較サイトの普及などはモノやサービスの価格を引き下げる圧力になると思

図表1 長期金利と株式・REIT市場

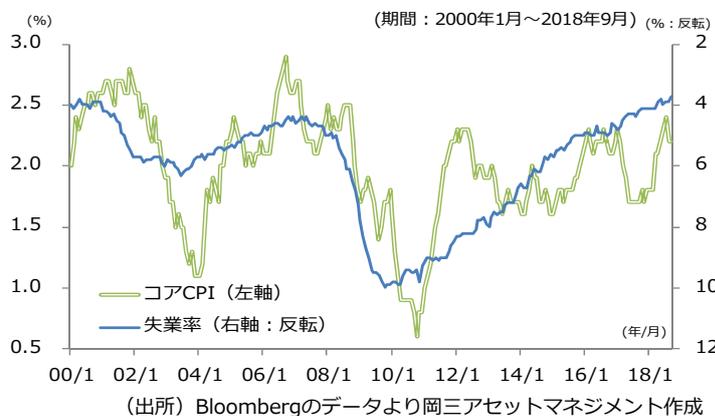


図表2 金利サイクルと資産配分のイメージ



(注) 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3 失業率とコアCPI



### <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。

われます。またAIやロボットが人間を代替すれば、賃金の低下を招き、正社員から非正規へ、賃金の高い製造業から低いサービス業への労働者の移動も賃金上昇率を抑制することを通して、インフレを抑えることになると考えられます。

## 2. 民間部門の資金需要

基本的に「金利」は資金の貸借を行う際のお金の値段です。資金に対する需要が供給を上回れば金利は上昇します。逆に資金供給が需要を上回れば金利は低下します。中小企業の景況感は大統領選以降に急上昇し、トランプ減税後さらに高まりました。その結果、FRBによる銀行への調査によれば中小企業からの資金需要も足元で上向き始めました（図表4）。大企業についても、M&Aなどへの資金需要が旺盛です。民間からの資金需要が高まれば、資金が国債市場から社債市場や貸出しにシフトし、国債市場への資金供給が減り、国債金利を引き上げる要因になると考えられます。

## 3. 財政プレミアム

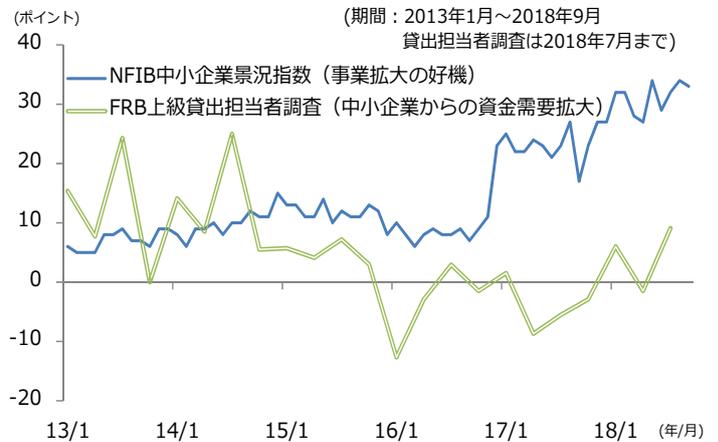
足元の米国経済が好調ななか、トランプ大統領が中間選挙後にさらにインフラ投資や減税などの財政拡張に走れば、景気が過熱しインフレ懸念が高まると同時にリーマン危機以来の水準まで拡大した財政赤字をさらに拡大させる可能性があります（図表5）。国債の発行（資金需要）が増えるとともに投資家は国債への財政プレミアム（高まったリスクに対する上乗せ金利）を要求し、金利上昇につながると考えられます。

## 4. 国債市場への資金供給

グローバルな投資家の観点からは、金利が0.15%程度の日本国債、0.5%程度のドイツ国債と比べて3.1%を上回る金利（リターン）が期待できる米国債は魅力的な投資対象です（図表6）。また、米国の年金基金はALM（資産・負債マネジメント）の観点から利益の乗った株式を売却し負債の特性に似た長期国債へ資金をシフトさせています。米国債市場へのこれらの供給拡大が金利水準を引き下げると考えられます。

逆にこれまでQE（量的緩和）の一環として大量に国債を買ってきたFRBがQT（量的引締め）に転じた

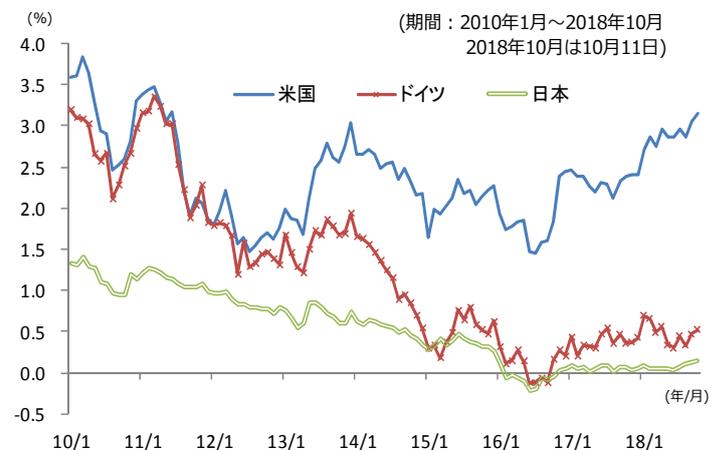
図表4 中小企業の景況感と資金需要



図表5 財政収支（連邦レベル）



図表6 米欧日の10年国債利回り



(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。

ことは、国債市場への資金供給の減退を通して金利を引き上げる要因になると思われます。また、敵対関係を深める中国が大量保有する米国債を売却すれば、金利引上げ要因になる可能性が指摘されています。

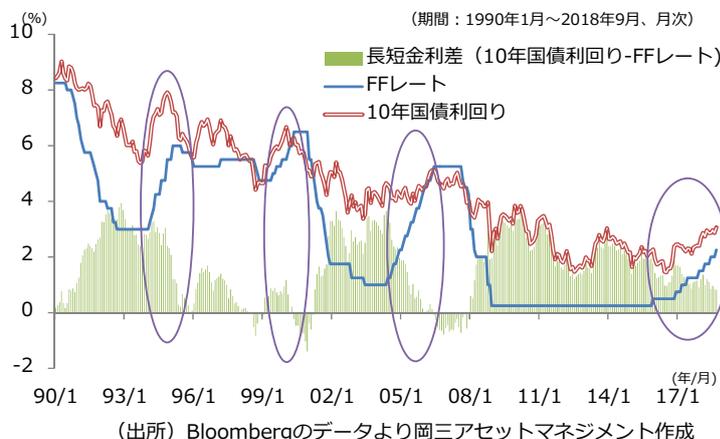
#### 5. 長期金利の均衡水準

一般的に長期金利の均衡水準は長期の実質GDP成長率に予想インフレ率を加えることで求められます。FRBの長期の成長率予想である1.8%にインフレ目標である2.0%を加えた3.8%が現在の長期金利の均衡水準だと考えられます。この考え方に基づけば、現在3.1%程度の長期金利には上昇バイアスがかかりやすくなると考えられます。

#### 6. イールドカーブ（長短金利差）のパターン

FRBは2015年12月以降、既に8回の利上げを行い、年内1回、2019年3回、2020年1回の利上げが想定されています。FRBはFFレートの中立水準を3.0%と見積もっていますが、このペースで利上げを続ければ2020年には3%を超える水準に到達することになります。過去においてFFレートが上昇する局面では長短金利差は常に縮小傾向をたどりました（図表7）。目先はFFレートにあわせる形で長期金利が上昇することがあっても、中長期的には利上げが経済を引き締め、長期金利は下がり始めると考えられます。

図表7 イールドカーブ（長短金利差）



#### 長期金利の先行きシナリオ

このように長期金利を動かす要因は様々です。いくつかの要因は金利を引き上げ、いくつかの要因は金利を引き下げる方向に作用しそうです。その中で市場が最も注目しているのがインフレ見通しです。当面、循環的な労働需給のひっ迫を背景としたインフレ引上げ要因と構造的なテクノロジーの発展やシェアエコノミーの普及によるインフレ引下げ要因のせめぎ合いに市場の注目が集まると考えられます。目先は10年の長期金利が3.5%程度まで上昇することがあっても、来年以降はそれまでの利上げが経済を引き締め、トランプ減税の効果も希薄化し、貿易戦争（関税）の米国経済への悪影響が徐々に表面化してくることから、長期金利は徐々に安定に向かうことをメインシナリオと考えています。

#### 米国株式・米国REITの見通し

このようなシナリオに基づけば、米国株式や米国REITは、目先は長期金利がさらに上昇して神経質な展開が続くことも想定されますが、長期金利が安定に向かえば企業収益、REITの賃料収入の拡大とともに金融市場の流動性が相場を下支えすると思われる。

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。

## 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、各ファンドの配分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2.052%（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0.01296%（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。

## &lt;本資料に関するお問い合わせ先&gt;

カスタマーサービス部 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）