

FRBの利上げが始まると？（マクロ・金利・為替編）

世界の投資家にとって、来年は「連邦準備制度理事会(FRB)の利上げが金融市場に与える影響」が最大の関心事になると考えられます。現時点でFRBは来年中に3回の利上げを想定し、一部の市場参加者は4-6月に利上げ開始を予想しています。「ストラテジストの眼」では2回に分けて、1980年以降6回の利上げ局面で、利上げ開始の6カ月前から10カ月後まで、インフレ、企業景況感、金利、為替、株式がどのように動いたかを検証します。

「FRBの利上げ」が最大の関心事に

コロナ禍で財・サービスの供給が絞られるなか、昨今の経済活動の正常化によって需要が急拡大し、インフレが一気に加速しました。FRBは極度に緩和した金融政策を早期に正常化する必要に迫られています。11月にはテーパリングを開始し、次のステップは来年にも想定される利上げです。

世界の投資家にとって、来年は「FRBの利上げが金融市場に与える影響」が最大の関心事になると考えられます。過去6回の利上げ局面における様々なパターンを参考に投資判断を行いたいと考えます（図表1）。

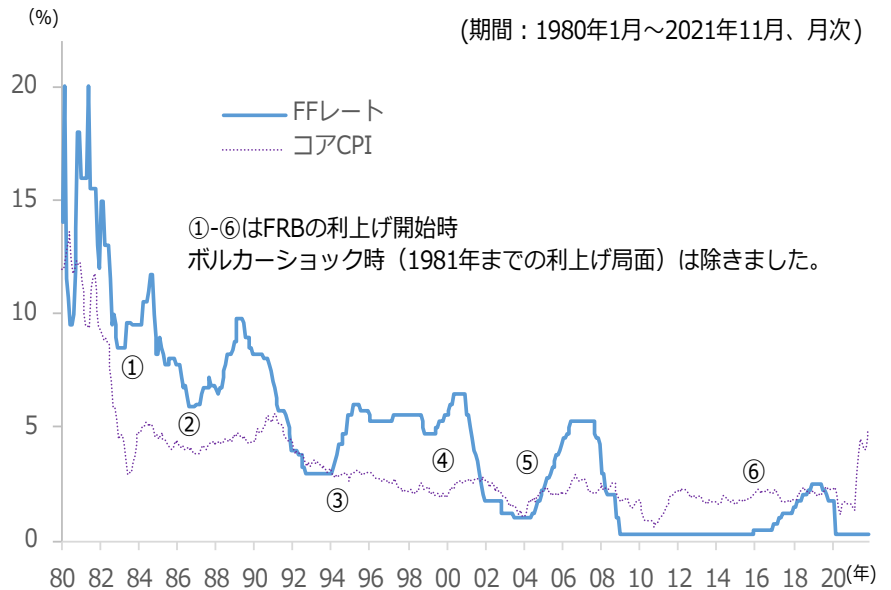
インフレ（コアCPI）

急激な金融引締め後の1983年を除けば、最初の利上げの前後でインフレ（コアCPI）はほぼ横ばいで推移しました（図表2）。2004年の上昇の主因は原油価格の上昇でした。直近2回の利上げは「予防的:Pre-emptive」と呼ばれ、インフレ率が上昇する前に利上げを始めたことから、インフレへの影響は軽微にとどまりました。

足元のインフレ率は利上げ前に徐々に低下に向かうと考えます。しかし、化石燃料の供給を絞り込む脱炭素の動きがインフレを高止まりさせる可能性もあり、来年のコアCPIは現水準より低下しても、比較的高い水準で推移すると予想します。仮に利上げ開始後にインフレが低下しなければ、FRBの「ポリシーエラー」と認識され、金融市場のリスク要因になると考えます。

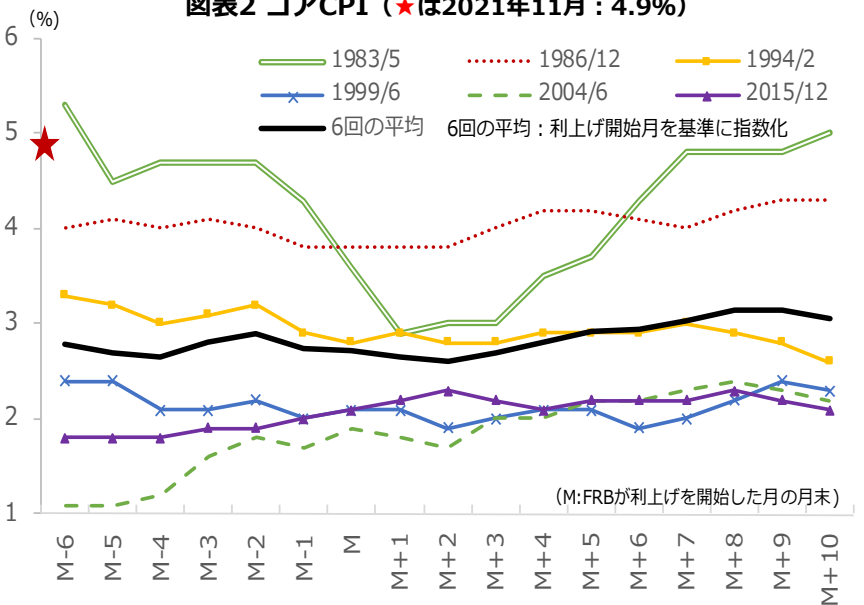
図表1 FFRレートとコアCPI

（期間：1980年1月～2021年11月、月次）



利上げ開始6カ月前から10カ月後までの動き

図表2 コアCPI（★は2021年11月：4.9%）



（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、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ISM製造業景況指数

マクロ経済の浮き沈みをタイムリーに示すISM製造業景況指数はほとんどのケースで緩やかに上昇しました（図表3）。利上げ後も景況感は悪化していません。2015年に幾分低下したのは中国ショックが理由です。米国景気を持続性を考えれば、来年は2004年のパターンを辿ると予想します。

米10年国債利回り

1999年までの4回は、FRBがインフレに後手に回った（Behind the Curve）と債券市場が判断し、10年国債利回りは上昇しました。一方、2004年と2015年は利上げによって長期金利はむしろ低下しました（図表4）。利上げを続けても長期金利が上がり、バーナンキ議長が「Conundrum（謎）」という言葉を残したのが2004年に始まった利上げ局面でした。

来年はインフレ率、成長率ともに減速しても比較的高い水準を維持すると考えています。そのため、10年国債利回りは2%に向けて緩やかに上昇すると予想します。

ドル円レート

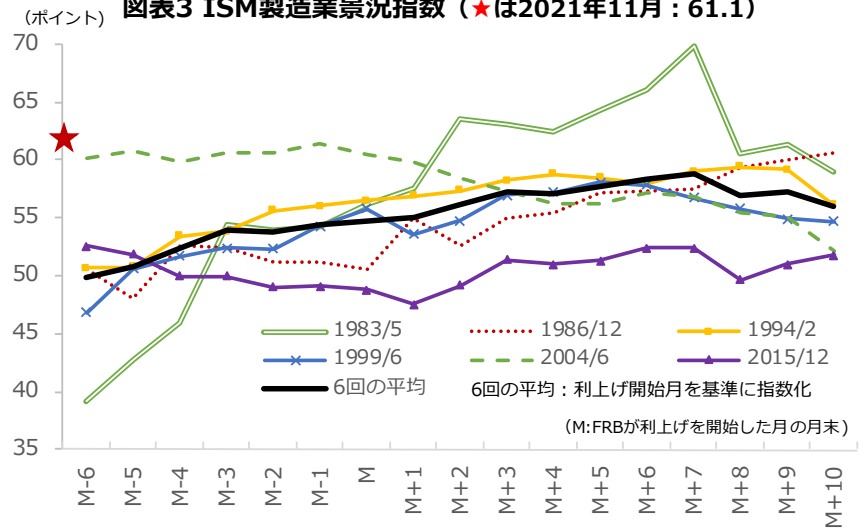
ほとんどのケースで利上げ前6カ月は横ばいで推移し、利上げ開始後にドル安円高が進みました。通常、FRBの利上げ時は日米金利差が拡大し、ドル高が進むと考えられますが、実際にはその逆の動きとなりました。利上げ初期は米国債、米国株が売られるとの懸念が高まったためと思われます。

来年は米国金融市場で、利上げ後にリスク資産への警戒感が高まる場面ではドル安円高が進むと予想しています。

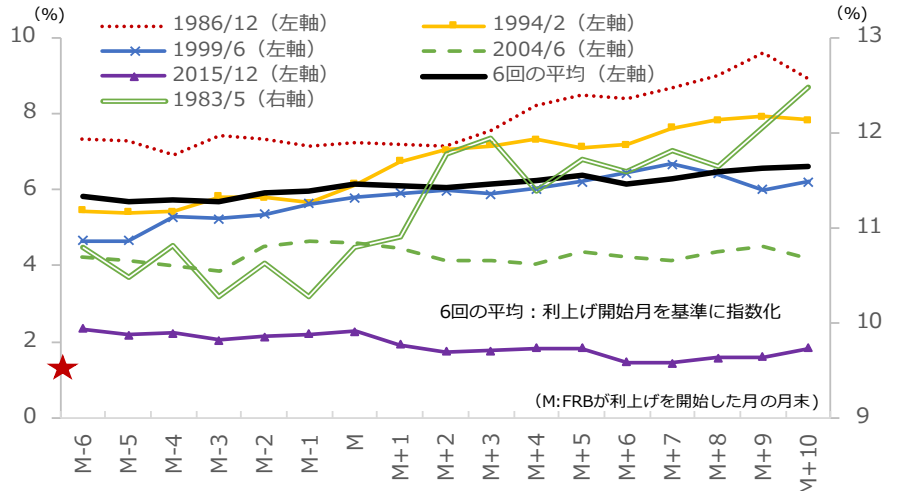
* 次回の「ストラテジストの眼」では日米株式市場への影響を検証します。

以上（調査部 ストラテジスト）

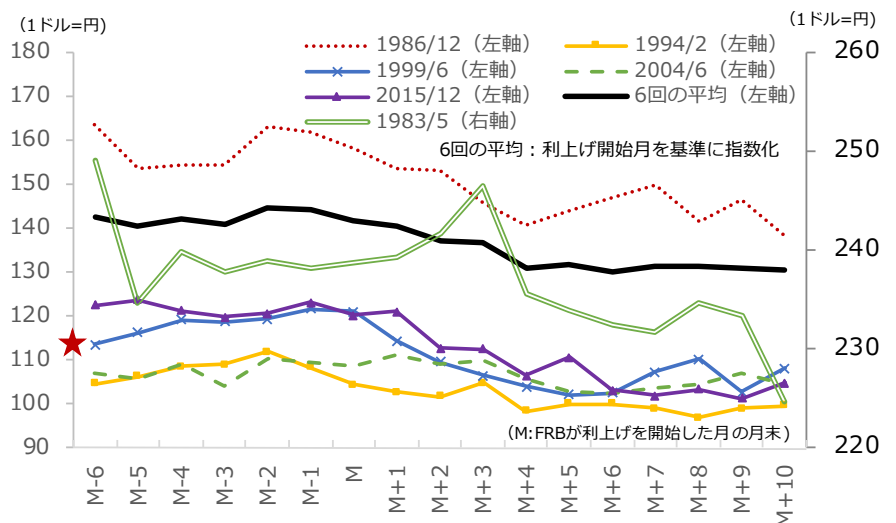
図表3 ISM製造業景況指数（★は2021年11月：61.1）



図表4 米10年国債利回り（★は2021年11月末：1.4%）



図表5 ドル円レート（★は2021年11月末：113円）



(図表3-5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あたっては、投資信託説明書（交付目録見書）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。

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)