

# 「良い金利上昇」と「悪い金利上昇」

世界の株式市場は、米国長期金利の急上昇を受けて大幅な調整局面に入りました。今後の相場展開を読む際には、今回の金利上昇が「良い金利上昇」なのか「悪い金利上昇」なのかを見極めることが大切だと考えています。

## 長期金利の上昇を受けて株式市場は大幅調整

1月の米雇用統計で平均時給の伸びが加速したことを受けて、市場に米連邦準備制度理事会（FRB）の利上げスピードが速まるとの観測が拡がり、期待インフレ率の上昇にあわせる形で10年国債利回りが2.8%台まで上昇しました（図表1,2）。株式市場はこの動きを受けて、「適温（ゴルディロックス）経済の終わり」を「相場の終わり」と受け止め、NYダウは2日間で1840ドル（7%）あまり下落しました。

図表1 米国の10年国債利回り



## 「良い金利上昇」と「悪い金利上昇」

株式を中心とする金融市場の先行きを見通すためには、足元の金利上昇が「良い金利上昇」なのか「悪い金利上昇」なのかを見極める必要があると考えています。良い金利上昇なら、株式市場の調整は良い買い場となりますが、悪い金利上昇なら、相場の大幅下落を意識した運用に舵を切る必要があるかも知れません。

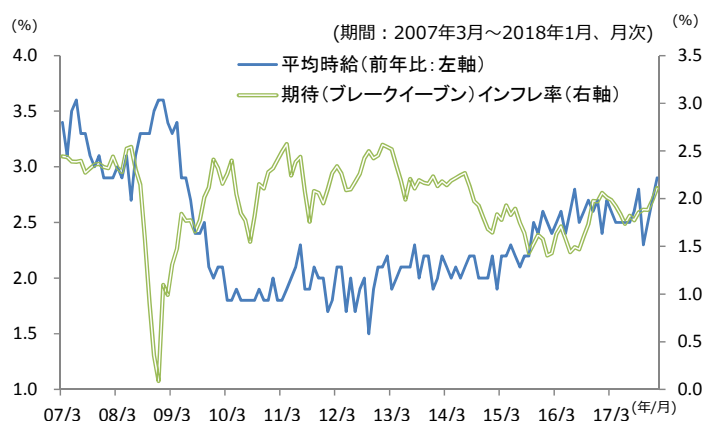
### ▶ 良い金利上昇

景気が拡大し、賃金がほどよく上昇し、物価環境がディスインフレからマイルドなインフレに移り変わる過程で、資金が債券からインフレヘッジが可能な株式などにシフトする状態です。企業が成長投資を積極化し、個人がお金を借りて消費を増やすことで、資金需要が拡大する結果として金利が上昇します。現在の米国では、経済が長期停滞から抜け出し、アニマル・スピリットを取り戻す過程と考えることができるかも知れません。

### ▶ 悪い金利上昇

景気サイクルが成熟してインフレが過熱すると、市場参加者は「FRBの利上げが後手に回り、景気やインフレの過熱が止まらない」と考え、インフレヘッジができない債券を売り浴びせる状態です。FRBの国債買取

図表2 平均時給の伸びと市場の期待インフレ率



(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

り額が減額されるなかで、トランプ減税によって財政赤字が拡大し、国債の発行額が増加することで需給が緩むことも悪い金利上昇と考えられます。また、政策によってインフレが加速することにも注意が必要です。保護主義的な通商政策によって、輸入品の関税が引き上げられたり、移民の制限によって賃金が上昇したり、貿易赤字の縮小を目指してドル安政策がとられることによってインフレが加速し、金利が上昇することも悪い金利上昇と考えられます。

### <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。

焦点となるインフレ

足元の金利上昇が良い金利上昇なのか、悪い金利上昇なのかを見極めるためには、現在の景気・インフレ環境を分析することが大切です。

足元で、米国経済のファンダメンタルズは良好です。実質GDP成長率は10-12月期まで3四半期連続で潜在成長率と考えられる2%を上回りました。複数の地区連銀の予想では、1-3月期も3%程度の力強い成長が続いている模様です。国際通貨基金(IMF)が算出する需給ギャップ(\*)も既にプラス転換し、物価が上がりやすい環境が整ってきました(図表3)。フィリップス曲線(\*)も、非正規雇用に甘んじる就業者を含む広義の失業率がインフレを加速させる水準まで低下してきたことを示しています(図表4)。

一方、企業が人件費を柔軟にコントロールするために非正規雇用を増やし、AI、IoT、ロボットが人間を代替し、アマゾンなどの影響で小売業の実店舗の従業員数が減れば、賃金や物価が上がりにくくなると思われます。FRBがインフレ指標として重視するコアPCEデフレーターは依然として目標とする2%を下回ったままです(図表5)。

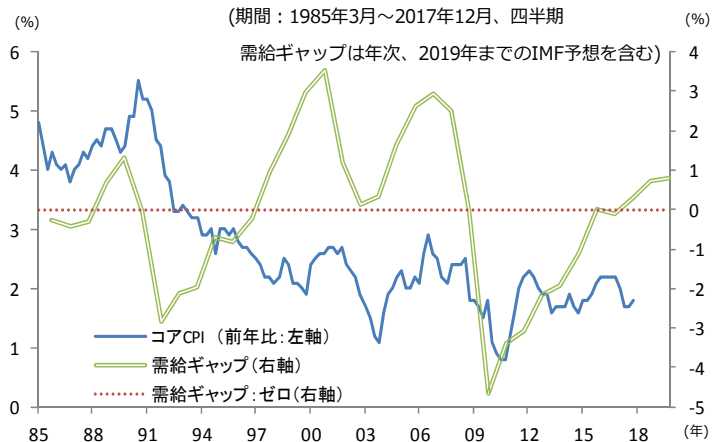
今年は、2017年に物価を抑えていた医療費や携帯電話料金の引下げ効果が薄れると予想されています。また、トランプ減税を受けて賃金の引上げや臨時ボーナスの支給を発表する企業が相次いでいます。

このように、足元ではインフレが加速する状況証拠が揃いつつありますが、省力化、アマゾン効果など構造的なデフレ圧力とのせめぎ合いが2018年の市場の焦点になると考えています。

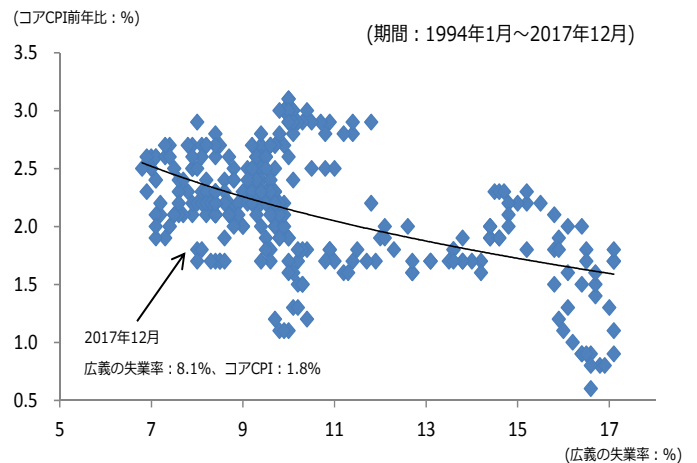
\* 需給ギャップは、経済全体の総需要と供給力の差を示し、プラスに転換すると需要が供給を上回り、物価が上がりやすくなると考えられています。

\* フィリップス曲線は、失業率が低下すれば(横軸を左に移動すれば)、インフレ率が上昇する(縦軸を上に移す)関係を示したものです。

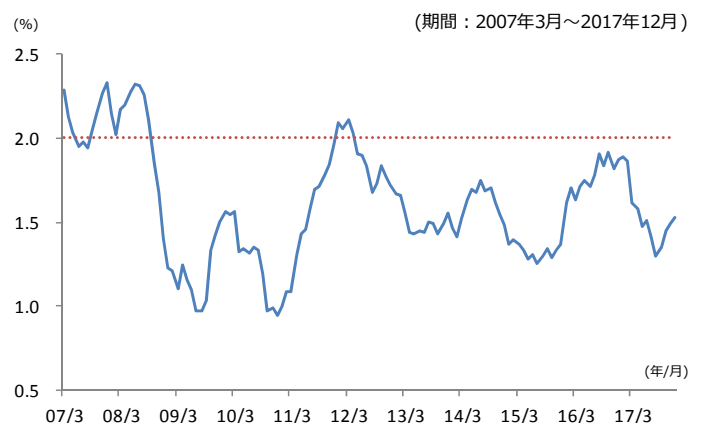
図表3 米国の需給ギャップとコア消費者物価指数



図表4 フィリップス曲線



図表5 コアPCEデフレーター (対前年比)



(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。

米国株式は調整後に再度上昇相場へ

結論を先に述べれば、足元の金利上昇は「良い金利上昇」だと考えています。長期金利が急上昇したからと言って、米国で景気やインフレが過熱しているとは考えていません。「適温（ゴルディロックス）経済の終わり」は「経済・金融政策の正常化」「長期停滞（Secular Stagnation）からの脱却」とプラスに捉えることもできます。米国経済はまだ過熱の領域には達しておらず、足元の金利上昇は「良い金利上昇」の範ちゅうにとどまっていると考えます。

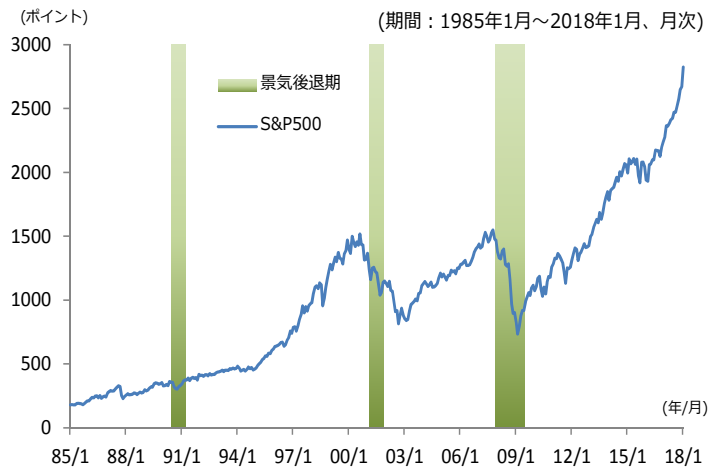
今後数年間の均衡10年金利を「実質成長率(2%) + インフレ率(2%) = 4%」と仮定すれば、金利が米国経済を減速させるようになるまで、長期金利には1%以上の上昇余地が残されています。FFレートについても、FRBが想定する長期の均衡レート（2.75%）に達するにはしばらく時間がかかりそうです。トランプ政策がインフレを加速させ、FRBによる利上げスピードを速めるリスクには注意が必要ですが、米国金利が「悪い金利上昇」に至るにはしばらく時間がかかると考えています。

これまでも米国株式は、経済とインフレが過熱して、FRBによる度重なる利上げを受けて長短金利が逆転するとともに経済活動が低迷し、その後の景気後退が視野に入るまで上昇を続けました（図表6,7）。

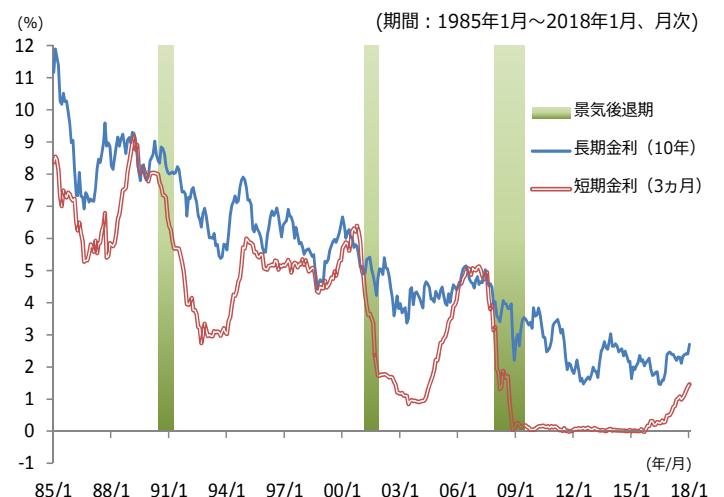
2018年は、米国のインフレとFRBの金融政策から目の離せない状況が続くと考えています。

以上（作成：投資情報部）

図表6 S&P500の推移と景気後退期



図表7 長短金利の推移と景気後退期



（図表6-7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。

## 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;

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）