岡三アセットマネジメント

情報提供用資料

ストラテジストの眼 Vol.32

2018年5月23日

再考：日米欧の金利サイクル

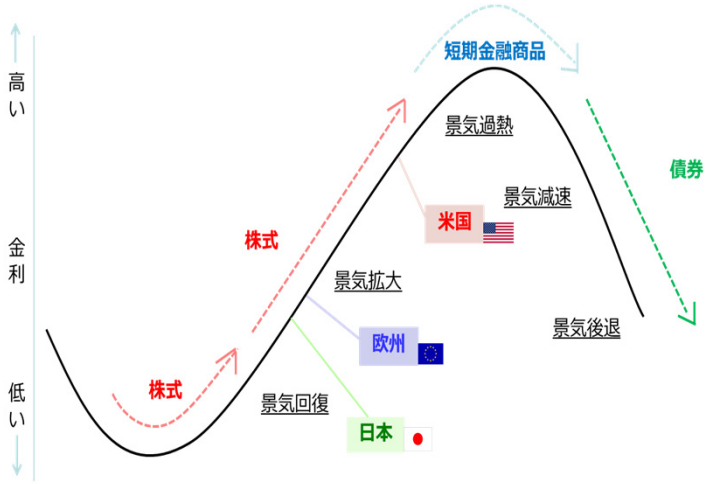
現在の日本・米国・欧州経済を「金利サイクル」から眺めると、米国が一歩先を行き、欧州と日本がその後を追っていると判断されます。金利サイクルに基づいた資産配分の考え方によれば、景気過熱に近づいてきた米国株式よりもむしろ欧州株式や日本株式に上値余地が残されていると考えます。

金利サイクルと資産配分

資産運用においては、金利の動きに基づいて運用資産をローテーションすることが望ましいという考え方があります。中長期の景気サイクルと概ね連動する金利が底を打つ直前に株式を買い始め、金利の上昇とともに景気が回復・拡大する局面では株式を持ち続けます。そして、景気が過熱する局面を迎えたら利回りが高まってきた短期金融商品に乗り換え、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に乗り換えることが推奨されます（図表1）。

この考え方に基づいて、日米欧の短期金利、長期金利、コアCPI（消費者物価）、実質GDP成長率を参照しながら、現在の日米欧が金利サイクルのどのステージに位置し、各地域でどの資産クラスに投資すべきかを考えてみました。

図表1 金利サイクルと資産配分のイメージ

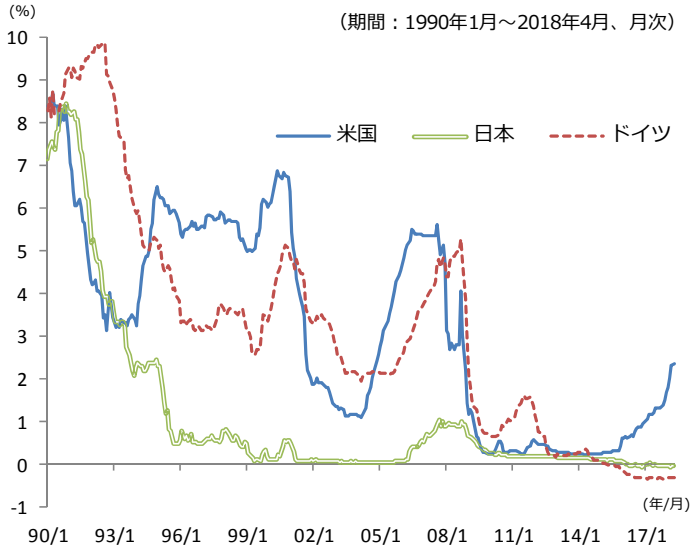


（出所）岡三アセットマネジメント作成。これはイメージ図であり、実際の投資成果を示唆するものではありません。

金利サイクルの最後尾を走る日本

長いデフレ環境を反映し、日本の短期金利は2000年以降、長期金利も2016年以降ゼロ近傍で推移しています。現在、日本銀行の長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策によって短期金利は-0.1%、長期金利は0%程度にくぎ付けされています（図表2,3）。コアCPIが1%前後にとどまっていることから、現在の緩和的な金融政策がしばらく続くと予想されています（図表4）。金利サイクルでは、日本は景気回復・景気拡大の初期に位置し、資産別には株式が選好されるステージにとどまっています。しかし、財政健全化が進まなければ、将来的に財政プレミアムによって金利が上昇する「悪い金利上昇」が発生する可能性があることには注意が必要です。

図表2 日米欧の短期(3ヵ月)金利サイクル



（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。

岡三アセットマネジメント

このところアベノミクスの「第3の矢」である成長戦略に目立った進展が見えません。生産性向上特別措置法によって既存の規制が凍結される「サンドボックス」制度で先端技術の実証実験を試みたり、働き方改革によって労働参加率や労働生産性を引き上げなければ、潜在成長率を高めて継続的な経済成長や物価上昇を達成することは難しいと思われます。これまでのように円安や原油高に頼った一時的な物価上昇から継続的かつ安定的な物価上昇に転換させ、理想的な姿で金利サイクルを上向かせるためには構造改革によって潜在成長率を引き上げるとともに財政再建路線を堅持する必要があると考えます。

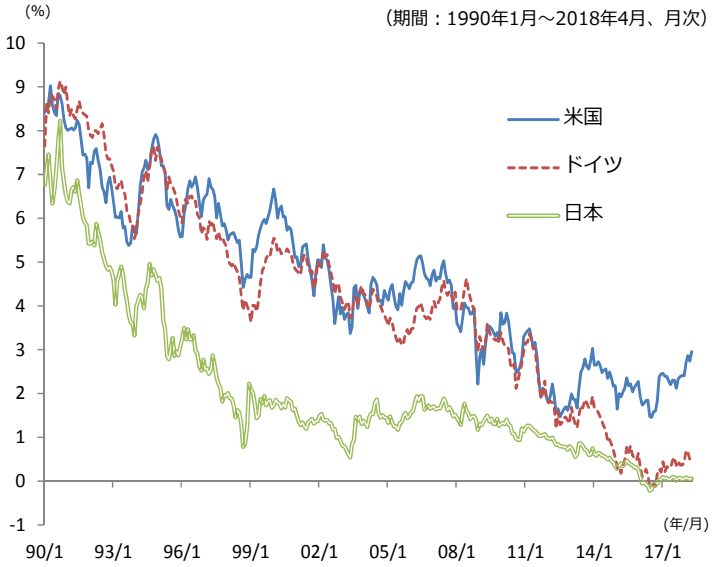
先行する米国

連邦準備制度理事会（FRB）は既に6回の利上げを行い、長期金利も3%を超えてきました（図表3）。足元で経済成長率は底堅く推移し、コアCPIもFRBが目標とする2%を上回ってきました（図表4,5）。金利サイクルでは、景気拡大から景気過熱に一歩近づいてきたと判断しています。失業率が既に、これ以上低下するとインフレを引き起こすと考えられる「自然失業率（NAIRU）」を下回るなか、トランプ減税と財政出動によって需要サイドがさらに刺激されれば、景気が過熱し、FRBの利上げを加速させることも考えられます。その結果、現在2020年前後に想定される次回の米国経済の景気後退のタイミングを早めてしまう可能性があります。投資家の資産配分としては、株式から短期金融商品へのシフトを行う時期に近づいてきたと考えています（図表1）。直近、3ヵ月の短期政府証券の利回りが株式の配当利回りを上回りました。

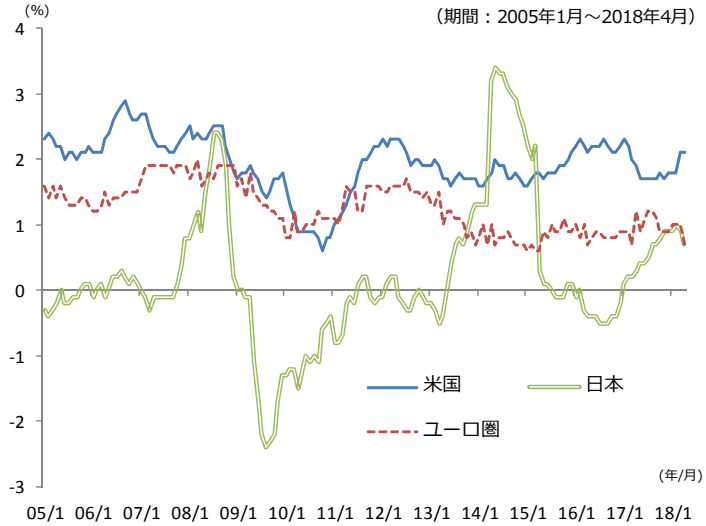
日米の間を走る欧州

ユーロ圏のコアCPIは、足元の原油高で一時的に上昇する可能性はありますが、依然として欧州中央銀行（ECB）がターゲットとする2%を下回った状態が続いています。このような環境で、ECBは当面、資産買取りとマイナス金利を継続すると想定されています。

図表3 日米欧の長期(10年)金利サイクル



図表4 日米欧のコアCPI（前年同月比）



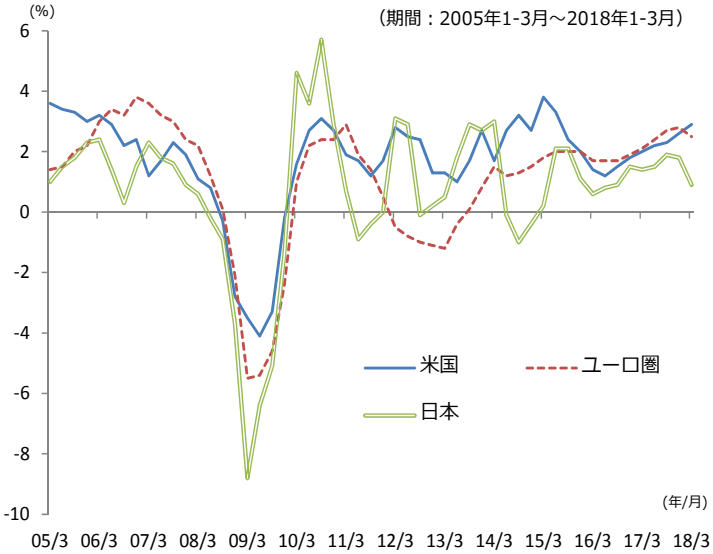
（図表3,4の出所）Bloombergのデータより 岡三アセットマネジメント作成

＜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します。

ドイツの長期金利は2011年までは米国の長期金利に連動していましたが、それ以降は日本の長期金利に近づいてきました（図表3）。この時期は南欧諸国の財政危機を受けて欧州経済の「日本化」が叫ばれた時期にあたります。その後、2017年下期にかけて域内経済は安定的に拡大を続けましたが、2018年初頭からやや陰りが見え始めました（図表5）。政治的にもドイツのメルケル首相に代表されるEUのリーダーシップが弱体化したほか、イタリアでは極右・ポピュリスト政党による連立政府が誕生する見込みであり、反EU政策が打ち出されています。EU統合や構造改革が進まないまま欧州が次の景気後退を迎えれば「日本化」が再度警戒され、金利サイクルが逆戻りしてしまうことも想定されます。現在の金利サイクルは日本同様に景気回復・景気拡大の初期に位置し、資産別には依然として株式が選好されるステージにとどまっていると考えています。

図表5 日米欧の実質GDP成長率（前年同期比）



（出所）Bloombergのデータより 岡三アセットマネジメント作成

資産配分戦略

金利サイクル以外にも運用資産の配分を考える際に議論すべき点は数多く存在しますが、日本、米国、欧州経済の現状を金利サイクルから眺めれば、米国が先行し、欧州が二番手を走り、日本が最後尾についていると判断されます。

過熱局面を迎えつつある米国では株式市場の上値が重くなってきたと考えています。FRBの利上げにあわせて短期金利が上昇してきたことから、リスクに敏感な米国投資家は既に株式から短期金融商品への資金シフトを始めたとの報道もあります。しかしいくら利回りが高まってきたとしても、本邦投資家が米国の短期金融商品に投資する際には為替リスクやヘッジコストの検討、国内債券との比較を行う必要があることは言うまでもありません。

欧州、日本の金利サイクルはいまだに景気回復・景気拡大局面に位置していることから、もうしばらく株式の上昇が期待されます。もちろん、世界の株式市場の中心は米国なので、米国株式の上値が重くなれば、日欧株式もある程度米国株式に影響を受けることになると思われます。また、歴史的に米国株式は米国経済が景気後退を迎えるまでは上昇を続けたことにも注意が必要です。

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3.78%（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1.991088%（税抜1.8436%）程度

※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。

＜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）