

考察：米国のイールドカーブ

イールドカーブは景気サイクルに応じて規則的に動くと考えられています。そのため先物市場が織り込む将来のイールドカーブからは市場参加者がどのような景気・インフレ見通しを持っているかを推察することができます。現在の先物市場は景気が過熱もせず失速もしない適温経済の継続を想定していると思われる。

規則的に動くイールドカーブ

「イールドカーブ」は縦軸に債券の利回り（金利）、横軸に償還期間を並べて金利の期間構造を示す曲線です（図表2-5）。通常は右上がり（償還期間が長いほど利回りが高い）の順イールドになっていますが、右下がり（償還期間が長いほど利回りが低い）の逆イールドは景気後退の兆しになると考えられています。特に世界最大の経済圏・金融市場を擁する米国のイールドカーブは債券投資家のみならず世界中の市場参加者にとって重要な指標とみなされています。

これまでイールドカーブは景気（インフレ）サイクルに応じてほぼ規則的に動いてきました。そのため、先物市場が織り込む将来のイールドカーブを見れば、市場参加者がどのような景気やインフレ見通しを持っているかを推察することができます。

4つのステージでイールドカーブの動きを検証

2年前（2017年8月）に遡って、図表1に示した景気（インフレ）サイクルの4つのステージにおけるイールドカーブの動きを考察しました。

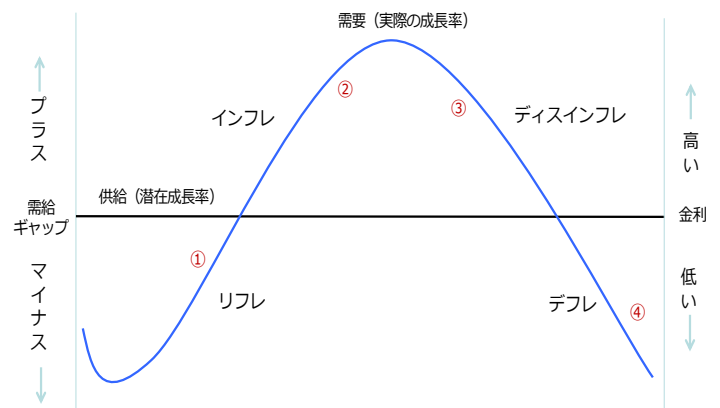
リフレ期（①：2017年8月）

2016年11月の大統領選後、景気の拡大を受けてインフレを意識し始めた10年金利は大幅に上昇しました。一方、FFレートに連動する3カ月金利は低水準にとどまりました。イールドカーブは長期が上昇する「ベア・スティーピング」が進みました（図表2）。

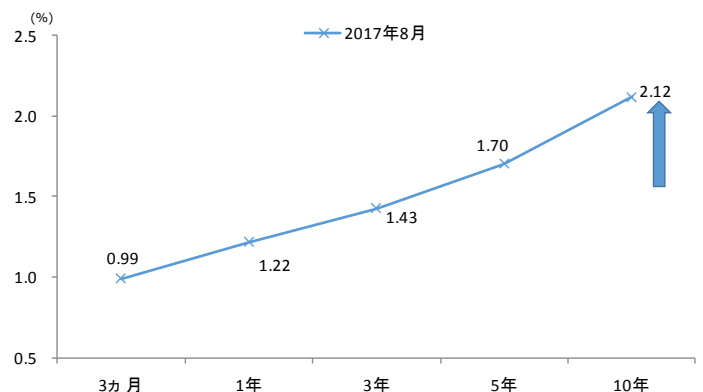
インフレ期（②：2019年2月）

景気過熱を背景に10年金利が上昇を続けると同時に、連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ鎮静化のために利上げを続けた結果、3カ月金利は大幅に上昇しました。イールドカーブは短期が上昇して平坦化する「ベア・フラットニング」が進みました（図表3）。

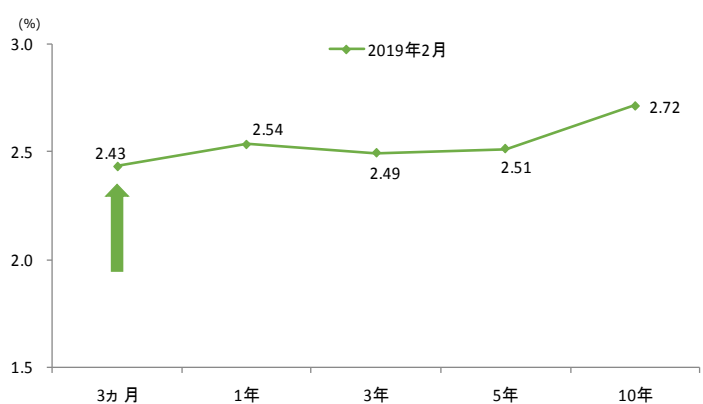
図表1 景気（インフレ）サイクル



図表2 リフレ期（①）のイールドカーブ



図表3 インフレ期（②）のイールドカーブ



（図表2-3の出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

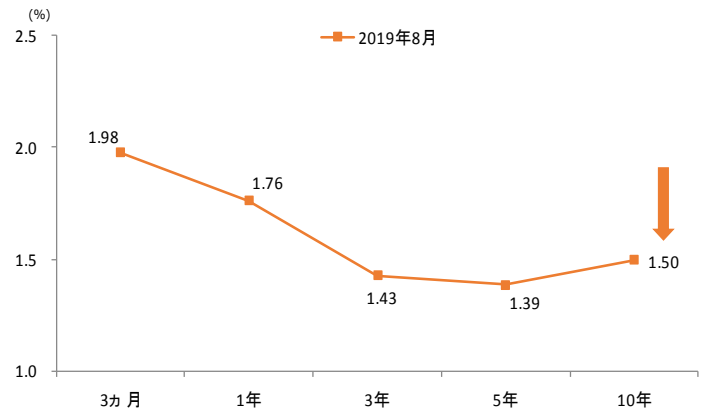
＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■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で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。

➤ ディスインフレ期 (③ : 2019年8月)

昨年未までのFRBの利上げや米中通商摩擦によって景気の勢いが失われ、安全資産である国債市場に資金が流入し、インフレ低下（ディスインフレ）を意識し始めた10年金利は大幅に低下しました。一方、实体经济や金融市場にややおくれる傾向のあるFFレートに連動する3か月金利は依然として高水準にとどまっています。イールドカーブは長期が低下する「ブル・フラットニング」が進みました（図表4）。

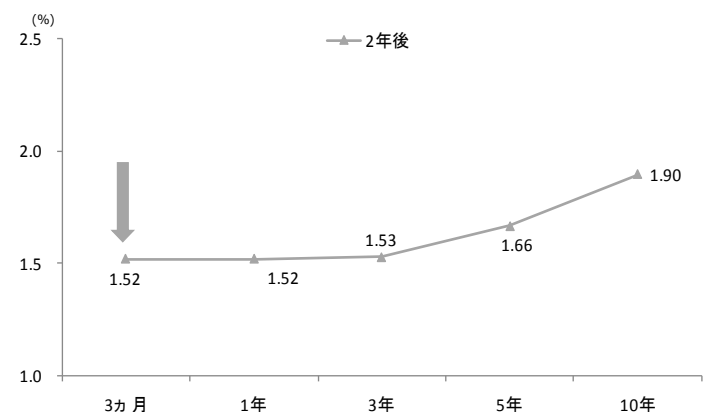
図表4 ディスインフレ期 (③) のイールドカーブ



➤ デフレ期 (④ : 先物市場が想定する2年後)

FRBが景気後退を避けるために進める利下げにあわせて3か月金利の低下が続きます。一方、景気後退によるデフレを意識した10年金利は短期的に低下しても、その後は次の景気回復を意識して上昇に転じます。イールドカーブは短期が低下する「ブル・スティーピング」の動きを示します（図表5）。その後は図表2で示したリフレ期に移行していくことになります。

図表5 デフレ期 (④) のイールドカーブ

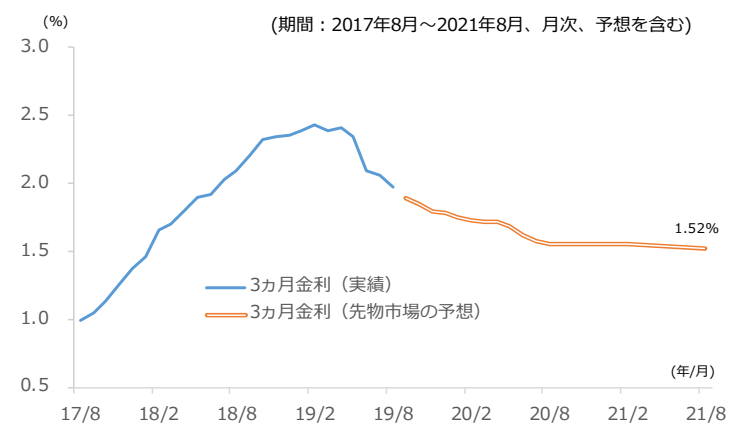


債券先物市場からの示唆

図表6,7は、3か月（短期）金利と10年（長期）金利の2年前（2017年8月）から2年後（2021年8月）までの時系列的な動きを示しています。

債券先物市場はFFレート（短期金利）が今後2年間は緩やかに下げ続けることを示す一方、長期金利は早々に底打ちし1.9%に向けて緩やかに上昇することを示しています。これらの動きは、FRBによる複数回の利下げによって米国経済が少なくとも今後2年間は景気後退を回避することを示しています。一方、先物市場で長期金利が2年間にわたって2%を上回らないことは、世界中で債券金利がマイナスに沈むなか、プラスのイールド（金利）が付いている米国債市場への資金流入が続くことや、米国経済が過熱もせず失速もしない適温（ゴルディロックス）経済が継続することを想定していると考えられます。このような環境は株式市場にとっても決して悪い環境ではありません。

図表6 3か月（短期）金利の推移



(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。

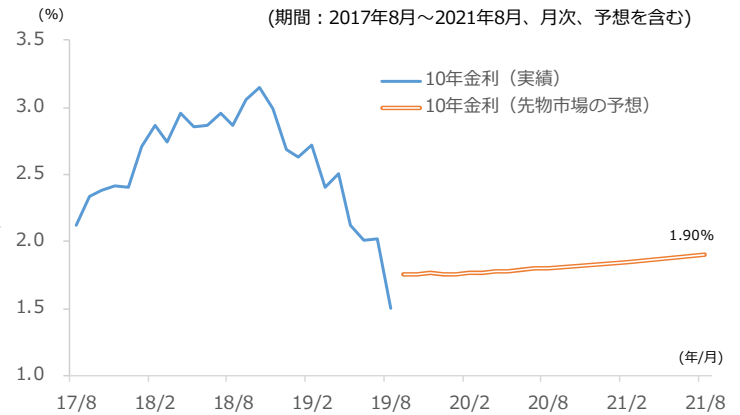
今後の見通し

長期金利は目先、これまでの急激な下落の揺り戻しで短期的に上昇することが考えられます。しかし、中期的には低位安定し、その後は次の景気回復を織り込む形で緩やかに上昇に向かうと予想しています。

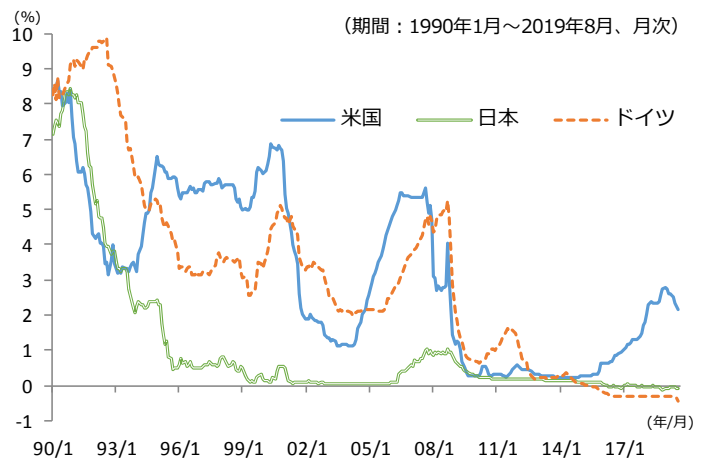
一方、米国外に目を向けると日本では1999年以降、ドイツでも欧州財政危機が発生した2012年以降、金利サイクルは実質的に消滅してしまいました（図表8）。これらの国では企業・個人・政府の経済活動や金融市場の規律を取り戻すためにも金利サイクルの復活が望まれます。しかし、日銀、欧州中央銀行がマイナス金利や量的緩和(QE)に代表される非伝統的な金融緩和政策に邁進し、企業・個人の資金需要が盛り上がらないことを考えれば、しばらくの間、金利サイクルの復活は期待できないと考えています。

以上（作成：投資情報部）

図表7 長期（10年）金利の推移



図表8 日米独の短期（3カ月）金利の推移



（図表7-8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。

皆様の投資判断に関する留意事項（2019年8月末時点）

【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率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。

<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）