



## コラム

# 「柏原延行」の Market View

## #53 レンジ・ブレイク？

皆さま こんにちは。

アセットマネジメントOneで調査グループ長を務めます柏原延行です。

4月10日の週には、110円を割り込む円高・米ドル安が進展しました。

円高・米ドル安の進展は、「トランプ大統領の強すぎるドルとのコメント」や「②地政学リスク（シリアや北朝鮮など）」が原因と報道されることが多いようです。

強すぎるドル発言は、「北朝鮮問題での中国の譲歩を引き出すために意図して発言されたものである」などの見方もあるように、上記2つはリンケージ（繋がる）しているかもしれない、またシリアや北朝鮮の反応についても明確な見通しを持つことは困難なように思います。したがって、上記の要因に関しては、市場は事態の推移を見守ることにならざるを得ないと考えています。

一方で、最近の円高・米ドル安の背景には、上記に加え、米国長期金利の低下があるように思います。

そこで、今回のコラムでは、経済・投資環境の見通し作成において、極めて重要な米国金利の動きについて、考えたいと思います。

米国の長期金利（例：10年物の国債金利、以下10年債金利）は、トランプ大統領の誕生前の2016年7月頃から上昇に転じ、トランプ勝利を受け、上昇が加速しました。そして、その後は、レンジ内の動きとなりましたが、足元では急低下し、ほぼレンジの下限に達しており（図表1）、レンジの下値を破って低下していくか、否かがポイントとなっています（レンジ・ブレイク？）。

図表1：米国10年債金利（過去1年分）

(%) 2016年4月13日～2017年4月13日：日次



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成。

本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。  
巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

先週のコラムでもお伝えしたとおり、米連邦準備理事会（FRB）は3月14～15日に開催された米連邦公開市場委員会（FOMC）で利上げを決め（政策金利の誘導目標レンジを0.75%～1%へ0.25%引き上げ）、その後発表された議事要旨では、「FRBの資産規模の縮小」が議論されていたことも明らかになりました。

その後も、4月10日には、米連邦準備理事会（FRB）のイエレン議長は「米経済はかなり良い状態である」、「失業率が4.5%まで改善し、完全雇用とみる水準を下回っている」と述べたことが報道され、FRBは底堅い米国景気と雇用に自信を持っていることが推測できます。

そうであれば、「政策金利である短期金利の着実な引き上げ」や「（場合によっては）FRBの資産規模縮小」が2017年中に予想されるにもかかわらず、図表1のように長期金利はなぜ足元低下しているのでしょうか？

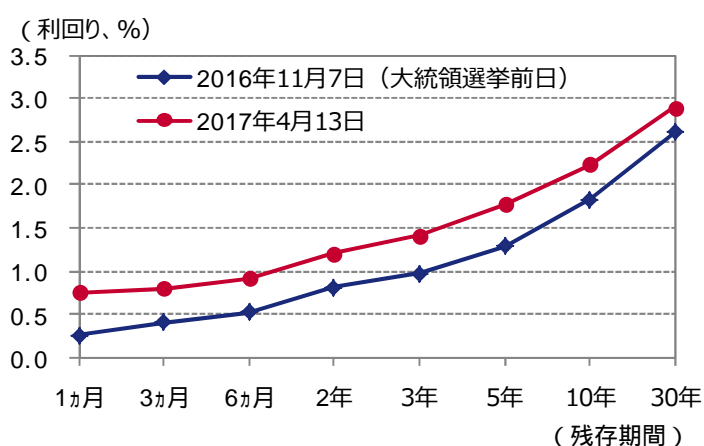
もちろん、地政学リスクなどで市場参加者がリスク回避的（リスク・オフ）になっているとの説明は合理的なものです。長期金利（10年債金利）は、3月13日（FOMC前日）の2.6%から既にピークアウトを開始しており、地政学リスクの顕在化の前から、ほかの材料により、低下を開始しているように、私には思えます。

そこで、前回の政策金利引き上げ局面と今回の引き上げ局面の年限毎の金利の動き（いわゆるイールド・カーブ）をみてみたいと思います。

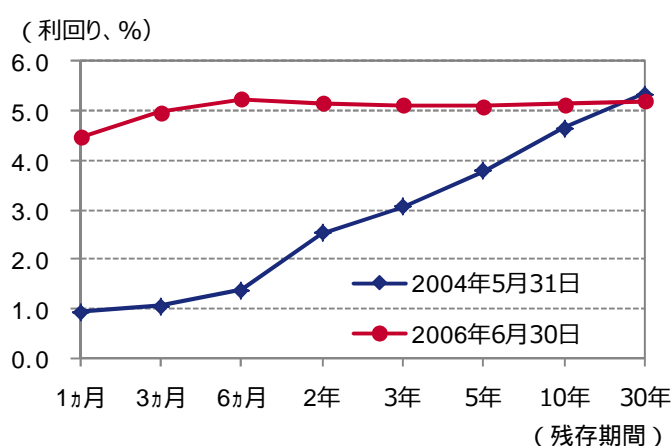
今回のイールド・カーブの変化については、「トランプ勝利前日の2016年11月7日」と「直近（2017年4月13日）」を比較しています。この2時点の比較では全年限の金利が上昇しており、かつ金利の上昇幅はどの年限でもほぼ同じで（30年債を除く）、イールドカーブが平行移動（パラレルシフトと呼ばれます）していることが分かります（図表2）。

一方で、前回の利上げ局面（2004年6月から2006年の6月までの2年間、政策金利は、1.0%から5.25%まで、合計4.25%（0.25%を17回）引き上げられた）でのイールド・カーブの変化を、「利上げ前2004年5月末」と「利上げ終了直後の2006年6月末」で比較してみます。この2時点の比較では、短い年限の金利が上昇している一方、長い年限の金利はほとんど動いていないことが分かります（図表3）。

図表2：米国のイールド・カーブ



図表3：前回利上げ時の米国のイールド・カーブ



出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成。

出所：ブルームバーグのデータを基にアセットマネジメントOneが作成。

本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

通常環境であれば、イールドカーブは、長い年限になればなるほど金利が高い状態が一般的であるといわれます。

なぜなら、お金を貸すことを考えた場合には、長いほど、借り手の返済能力や経済環境自体が変化する可能性が高いため、返済してもらえなくなるリスクが高まります。したがって、返済されないリスクの高まりに応じて、金利を高く設定することは経済的な合理性があります。

しかし、前回の政策金利引き上げ・金融引き締め局面では、政策金利（短期金利）を引き上げたにもかかわらず、長期金利は上昇しませんでした（図表3）。

これは不思議なことで、当時のグリーンSPANFRB議長は、2015年2月の議会証言でこの現象を「謎」（Conundrum）と述べました。

そして、前回の政策金利の引き上げ時期に、10年国債などの長期金利が上昇しなかったことは、市場参加者、特に債券市場の参加者の記憶には鮮明で、今回も底堅い景気にもかかわらず、長期金利は低下するとの見方も有力なように思います。

上記「謎」の原因は、いまだに議論されていると思われませんが、ひとつの有力な考え方は、この時期に、中国が貿易黒字拡大に伴い、米国債への投資を活性化したとの説です。

現在の中国は、足元で安定しているとはいえ、資金流出が懸念されており、2004年から2006年と現在では、中国の米国債に対するスタンスは違ったものになると考えることが自然なように思います。

したがって、私は政策金利の着実な引き上げとともに、緩やかではあるものの、イールドカーブが全体的に上昇すると考えており、このことは中長期的視野で見た場合、円安・米ドル高要因として働くと考えます。

（2017年4月14日 9:00執筆）

#### 【当資料で使用している指数について】

ございません。

本資料中の図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

## 投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

### 【投資信託に係るリスクと費用】

#### ● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は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。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

#### ● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

##### ■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限4.104%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

##### ■ お客さま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）：上限 年率2.6824%（税込）

上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

##### ■ その他費用・手数料

上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となる場合があります。

### 【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
  1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
  2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
  3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。