



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。

3月14～15日は米連邦公開市場委員会（FOMC）が開催されます。私は、追加利上げが決定される蓋然性は高く、市場も相当程度利上げを織り込んでおり、利上げがあったからといって、市場の反応は限定的ではないかと考えています。しいていえば、FOMCメンバーの示す将来の政策金利水準に関する予想が上方修正され、従来より利上げに積極的（タカ派的）な姿勢が示される可能性には留意が必要と考えます。

これまで、お伝えしてきているとおり、足元の米国景気は上ブレの可能性が高いと考えていますが、実体経済を下ブレさせる要因としては、どのようなものが考えられるのでしょうか？

中国の資金流出、及び景気への懸念、②トランプ政権自体とその政策運営への懸念、③欧州の政治イベント、中東などにおける安全保障問題など、心配の種となりうるものは、その程度の大きさは別にしても複数想定することができます。

しかし、上記の要因はいずれも、米連邦準備理事会（FRB）がコントロールしきれない要因ということができます。それでは、FRBがある程度コントロール可能な要因の中で、実体経済の最も大きな下ブレ要因となりうるものはなにでしょうか？

私は、長期金利の急上昇、及びこれに伴う住宅市場の減速が、最も大きな下ブレ要因になりうると考えています。

通常、「住宅を購入するか、否か」の決断における考慮要素としては、①雇用環境、②住宅価格、③金利が重要であると考えます（普通の人にとって、人生での大きな決断ですね。私ごとで、恐縮ですが、最近マンションのそばにスーパーが開店しました。マンションの価値が上がるといいのですが）。

まず、住宅は高価な買い物であるため、将来の雇用、及び賃金が安定していると思えなければ住宅の購入には踏み切れないと思われます。

次に、住宅購入後にその価値（資産価格）が上昇すれば、借金（負債）の負担が相対的に軽減されるため、将来の住宅価格の見通しは、住宅購入の大きな決定要素となります（価格の急上昇の前に、住宅を購入できた方は、Happyです）。

最後に、住宅ローンの金利は、借金負担の大きさを想像させるため、（変動金利の場合であってすら、）購入時の金利水準は住宅購入決断の大きな考慮要素になると思われます。

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。

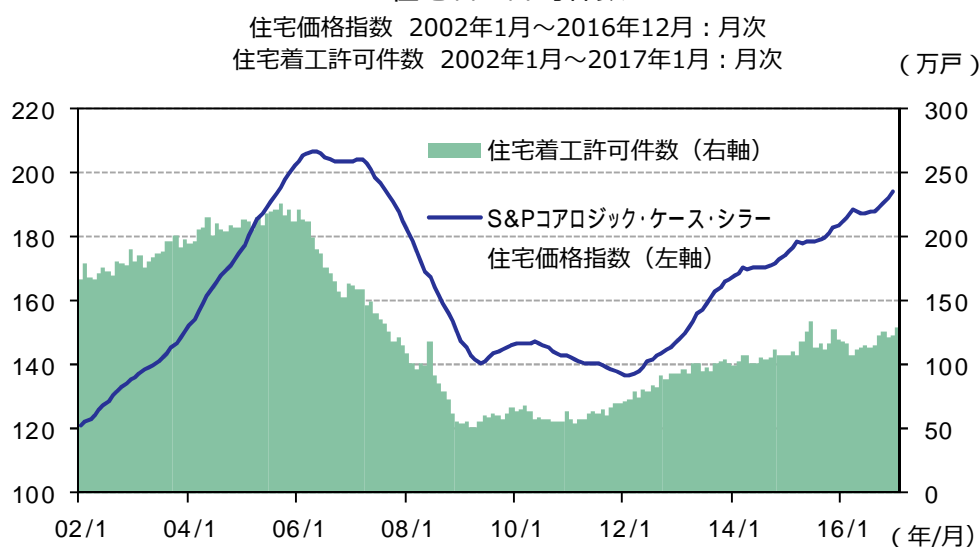
巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

それでは、雇用環境、住宅価格、③金利について、米国の現在の状況を確認してみたいと考えます。

まず、これまでに何度もお伝えしてきた通り、米国の雇用は着実に改善しており、雇用、及び賃金に安心感を持つ人の割合は確実に増加していると思われます。

次に、住宅価格に関してみると、リーマンショックの水準は回復していないものの、住宅価格の安定的な上昇が継続しており、住宅価格が下落する懸念が高いとの状況ではないと思われます（図表1、住宅着工許可件数も安定的に増加しています）。

図表1：S&Pコアロジック・ケース・シラー住宅価格指数と住宅着工許可件数



出所：データストリームのデータを基にアセットマネジメントOneが作成。  
住宅着工許可件数は年率換算値、季節調整済み。  
S&Pコアロジック・ケース・シラー住宅価格指数は主要20都市、季節調整済み。

加えて、住宅価格を考える場合に重要と思われるのが、上昇率です。

直近の上昇率があまりにも急激な場合、買い控えが起こることも想定できるのですが、上記グラフの最近の傾きが緩やかなことから分かります。上昇率は安定的なものです（例：2016年12月の上記指数は、前年同月比5.6%の上昇です。一方で、リーマンショック前には2桁上昇の時もありました）。

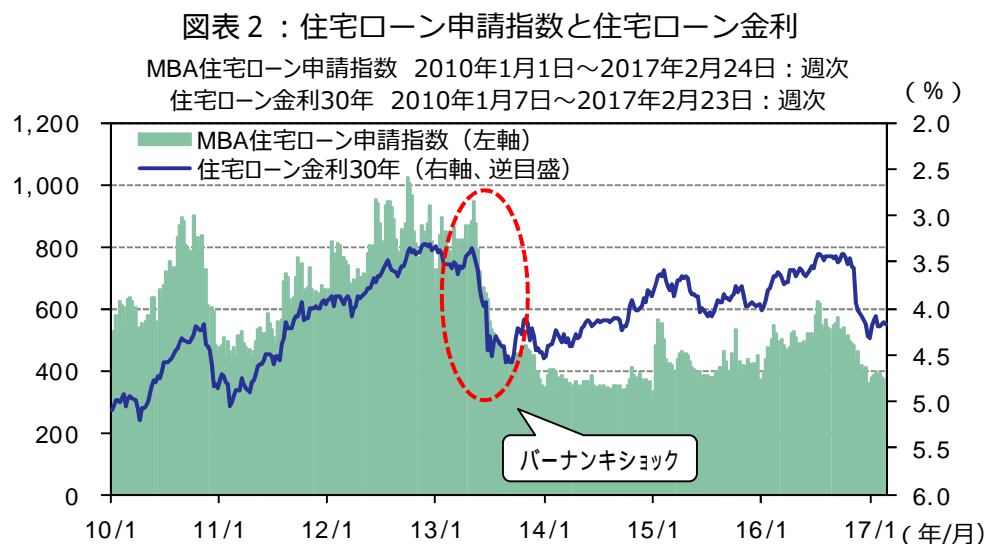
それでは、最後に、住宅ローン金利について、状況はどのようなものでしょうか？

米国の10年国債金利は、去年の夏頃から上昇に転じており、2016年7月末の1.5%程度から、足元で2.5%程度の水準まで約1%上昇し、これを受け、足元の住宅ローン金利も上昇しています。

住宅金利が上昇に転じたときの住宅購入意欲については、色々な考え方があります。

金利上昇の初期局面では、その後も金利上昇が継続し、一層不利な条件で住宅ローンを成約せざるをえないリスクを恐れて、駆け込みの需要が発生し、住宅購入が増加するとの考え方があります。

一方で、金利上昇時には、過去よりも不利な（住宅ローンの）条件を嫌って、住宅購入が減少するとの考え方もあります。事実、2013年のバーナンキショック時（当時のバーナンキFRB議長が資産購入額の減少を示唆したことに伴い発生した金利の急上昇）には、住宅ローンの申請件数は急減しています（図表2：金利は逆目盛りであり、青線の下落が金利上昇です）。



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。

MBA:米抵当銀行協会

MBA住宅ローン申請指数は季節調整済み。

住宅ローン金利30年はフレディマック住宅ローン融資承認金利30年を使用。

私は、金利上昇が住宅市場に与える影響は、結局、金利上昇が緩やかなものか、急激なものかによって、異なると考えており、あまりにも急上昇した場合は、悪影響は避けられないと考えます。

景気が盤石ではない以上、現在のFRBは、長期金利の跳ね上がりを押さえることに十分な注意を払っていると私は考えています（一方で、緩やかな上昇は許容）。現在私が想定しているような景気加速の局面では、中央銀行の金融政策が後手に回り（ビハインド・ザ・カーブ：behind the curve）、インフレが抑制できないと市場参加者が考えたときに、長期金利は大きく上昇します。

そうであるからこそ、今後も、FRBはある程度、政策金利の継続的な引き上げやタカ派的コメントを行うことで、長期金利の跳ね上がりを抑制しようとしていると私は考えます。

今後も、積極的な情報提供に努めます。

是非、弊社のホームページ等をご覧いただければと考えます。

(2017年3月10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。