

## 市場がFRBに追い付く

年初来で米国債利回りが上昇し、利回り曲線がスティープ化していることから、米連邦準備制度理事会（FRB）の政策金利の道筋と中長期的な中立金利（ $r^*$ ）予想に関するガイダンスに、市場が追い付いてきたと考えています。FRBの金利見通しが上方修正されることがなければ、米国債利回り、特に長期金利が今後さらに大きく上昇する余地は限定的であると考えています。一方で、今回の米利上げサイクルにおける政策金利の最終的な水準については、多くの市場参加者が依然として過小評価していると考えています。

### インサイト

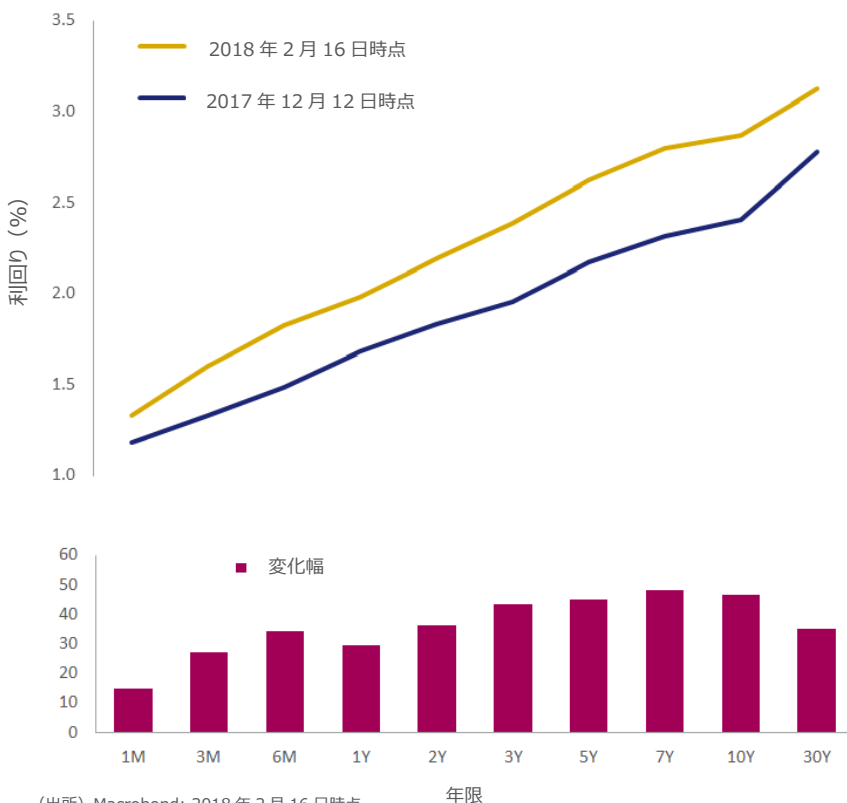


**デビット・ライリー**  
 パートナー兼  
 クレジット戦略ヘッド

### 米金利上昇を紐解く

米連邦公開市場委員会（FOMC）が政策金利（FF金利）の誘導目標レンジを1.25%-1.50%に引き上げて長期的な金利見通しを発表し、トランプ政権の税制改革法案が米議会を通過した2017年12月中旬以降、米国債利回りは上昇を続け、利回り曲線はスティープ化しています（図1）。米10年国債利回りは同期間で50bps以上上昇していますが、うち30bpsは実質金利の上昇、残りの20bpsは期待インフレ率の上昇に起因するものと考えています。

図1：2017年12月12日以降の米国債利回り曲線の上昇とスティープ化



(出所) Macrobond; 2018年2月16日時点

米短期金利先物市場に織り込まれる 2018 年の利上げ回数 (25bps ずつ) は、昨年 12 月中旬の時点では 2 回程度であったものの、足元では 3 回程度となっています。一方で、短期金利が上昇しながらも市場の最終到達金利予想 (FRB の利上げサイクルにおける短期金利の終点) は横ばい、もしくは低下して利回り曲線がフラット化 (結果として景気後退リスクの高まりが示唆されているとの懸念を招いていた) した 2017 年とは対照的に、直近の短期金利の上昇見通しは、市場の最終到達金利の予想 (図 2 では米 1 年債利回りの 3 年フォワード・レートを使用) の上昇を伴っており、この水準は 3% 程度まで上昇しています。

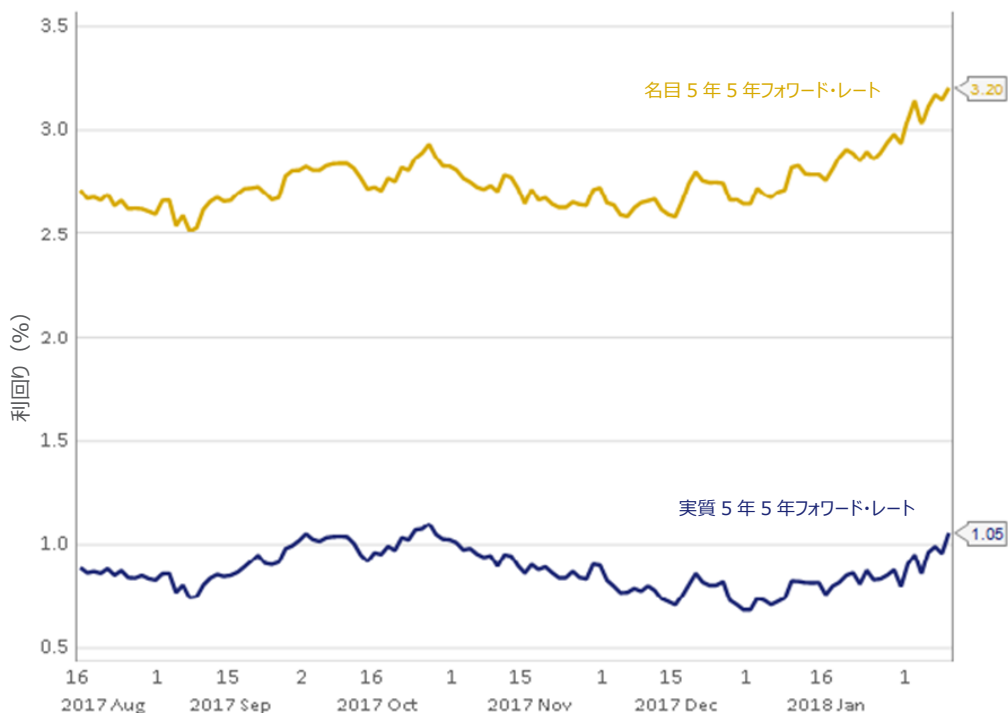
図 2 : 米 1 年債利回りの 3 年フォワード・レート



(出所) Macrobond; 2018 年 2 月 16 日

同様に、長期的な中立金利に関する市場の予想も 2.6% から 3.0% 近く (名目ベース) まで上昇しており、FOMC の FF 金利に関する長期見通しと概ね同水準となっています。一般的に「r\* (アールスター)」と呼ばれることの多い長期的な中立金利は、長期の潜在成長やインフレ率の安定と矛盾しない実質 (インフレ調整後) 政策金利であるとされています (すなわち、経済を冷やさず過熱もさせない)。以下の図 3 では、5 年後に予想される米 5 年債利回りの水準 (“米国債 5 年 5 年”) から今後 5 年間の平均予想インフレ率 (FRB が市場の期待インフレ率の指標として好んで使用する) を差し引いたものを、市場が示唆するインフレ調整後「r\*」、すなわち長期的な中立 FF 金利として見えています。

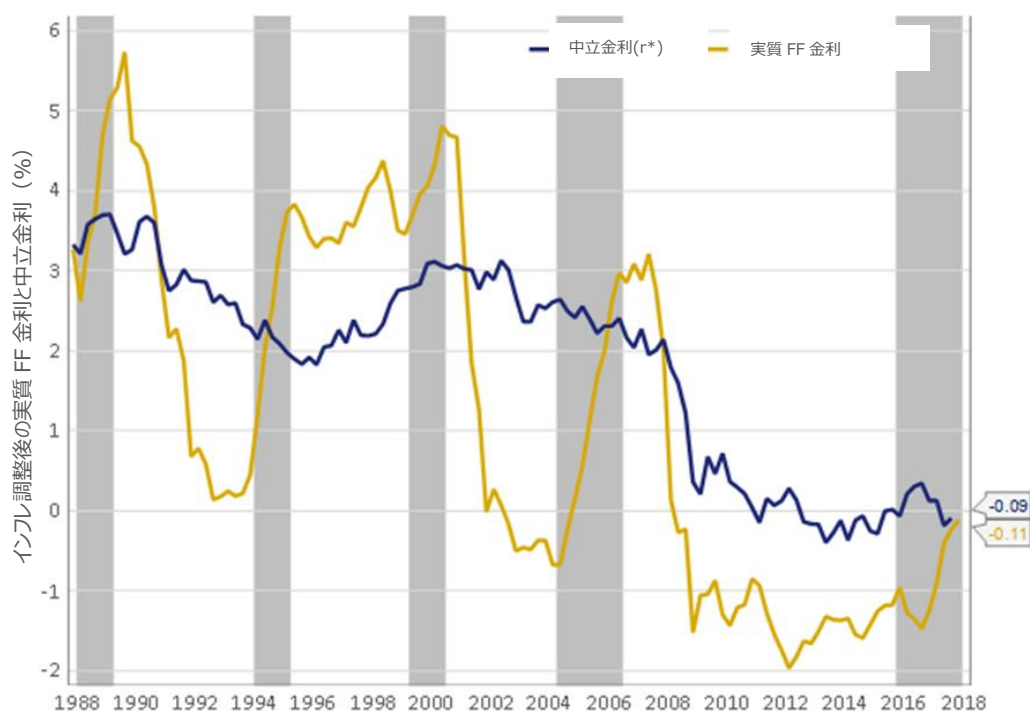
図 3 : 名目及び実質ベースの米国債 5 年 5 年 (※ 5 年債利回りの 5 年フォワード・レート)



(出所) Bloomberg; FRB; 2018 年 2 月 9 日時点

投資家は足元で、FF 金利の最終到達金利と中立の政策金利がともに名目ベースで 3% 近辺であると織り込んでいます。ただし以下の図 4 が示す通り、過去の利上げサイクル時における FRB の政策金利のピークを振り返ってみると、FRB が過熱した経済を冷やそうとするなか、政策金利は中立金利を大きく上回る水準まで上昇したことが見て取れます(そのような金融引き締めスタンスが、その 6-18 か月後の景気後退につながりました)。

図 4 : インフレ調整後の実質 FF 金利及び中立金利 (r\*)



(注) グレーの網掛け部分は FRB の過去の利上げサイクルを示す。実質 FF 金利は FF 金利目標からコア個人消費支出 (PCE) インフレ率を差し引いた数字。中立金利 (r\*) は現サンフランシスコ連銀総裁であるジョン・ウィリアムズ氏及び FRB 理事トーマス・ラウバック氏によって提唱されたモデルに基づく推定値。  
(出所) Macrobond; 最も直近の四半期データは、自然利子率については 2017 年 7-9 月期、FF 金利については 2017 年 10-12 月期

直近の米国債利回り上昇及び利回り曲線のスティープ化は、主に FRB の金利見通  
米国債利回りの上昇と利回り曲線のスティープ化は、FRB の政策金利と中長期的な  
中立金利( $r^*$ )の道筋に関するガイダンスに、市場が追い付いてきた表れと捉えてい  
ます。ただし過去の利上げサイクル時を振り返ると、FRB は通常、中立金利を大きく  
上回る水準まで FF 金利を引き上げてきました。その理由としては、現実の世界で中  
立金利の水準に確信を持つことは非常に難しいことや、政策金利が長期に亘って過  
度に成長に緩和的であり、金融政策が後手に回る(「ビハインド・ザ・カーブ」となる)  
状態にあるかを見極めることが困難であるからと考えています。米経済が完全雇用  
に近い状態にあるなか、足元で米減税法案及び財政支出拡大が米議会で承認され  
たことは、FRB による政策ミスリスクを高める可能性があると考えています。

歴史が指標となり得るのであれば、今回の利上げサイクルの最終到達金利は中立金  
利を 50bps-150bps 上回る水準近辺になると見られ、米 10 年債利回りがいずれ 4%を  
上回る可能性があることを示唆しています。ただし短期的には、新たな金利見通しを  
公表する次回 3 月の FOMC 会合において FRB が何らかの行動を起こしたり、イン  
フレ率が FRB 予想を大きく上回って加速したりしない限りは(現段階では価格及び  
平均時給の伸びは概ね FRB の予想通りです)、市場が最終到達金利予想をさらに  
引き上げる可能性は限定的であると見ています。

#### ■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく手数料や費用等は、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたします。最終的な利率・計算方法等はお客様との個別協議により別途定めることとなりますが、主な運用戦略ごとの手数料の上限は以下のようになります。

エマーシングソブリン債戦略：年率 0.80%（税抜き）、エマーシング社債戦略：年率 1.05%（税抜き）/ハイ・イールド債/ローン戦略：年率 0.85%（税抜き）/投資適格債戦略：年率 0.45%（税抜き）、投資適格債絶対リターン戦略：年率 0.90%（税抜き）、グローバル・ソブリン・オポチュニティ戦略：年率 1.10%（税抜き）成功報酬 15%（税抜き）/金融ハイブリッド債戦略：年率 0.80%（税抜き）/転換社債戦略：年率 0.75%（税抜き）/オルタナティブ戦略：年率 2.20%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）/マルチクレジット戦略：年率 0.80%（税抜き）/ダイレクト・レンディング戦略：年率 1.7%（税抜き）成功報酬 20%（税抜き）

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その利率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等について詳しくは、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面をご覧ください。

#### ■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

- ・ 価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク
- ・ 信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク
- ・ 流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク
- ・ カントリーリスク：投資対象国/地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面の内容を十分にお読み下さい。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、資料作成時点（2018年2月21日）のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社による書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途「契約締結前交付書面」等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。