



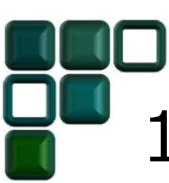
第2部

「インフレと金利を味方につける投資戦略」

寺本 名保美

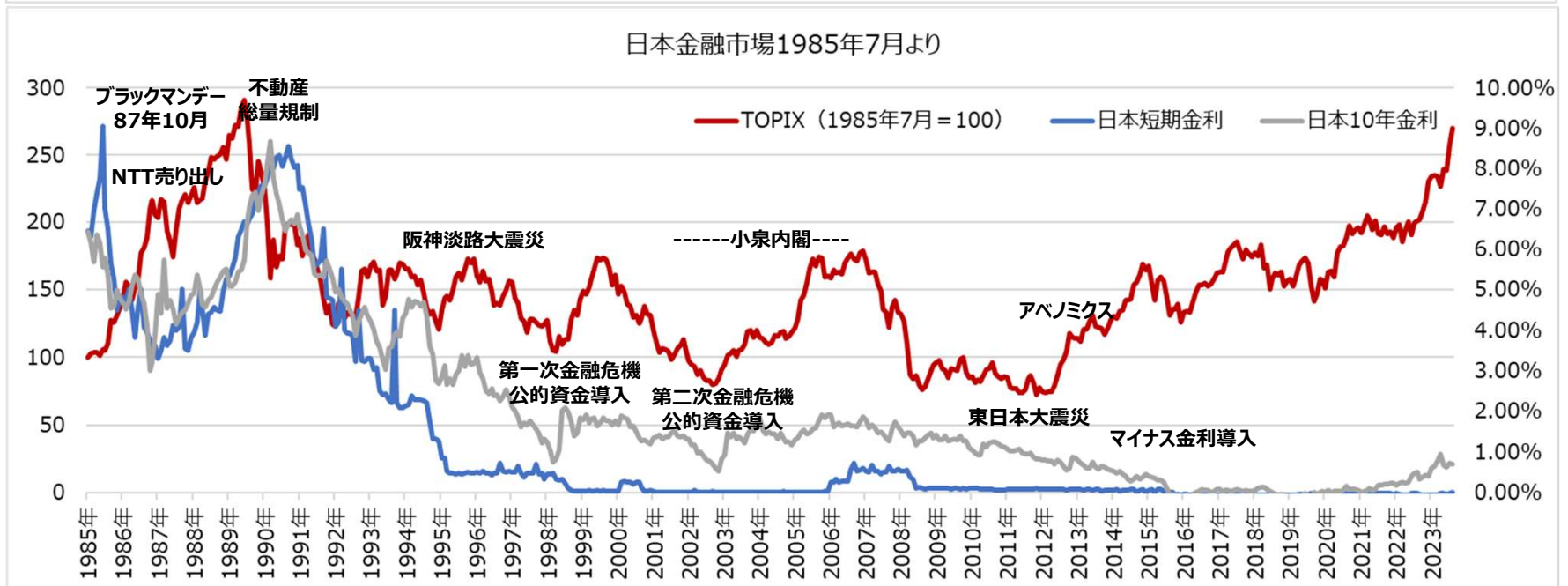
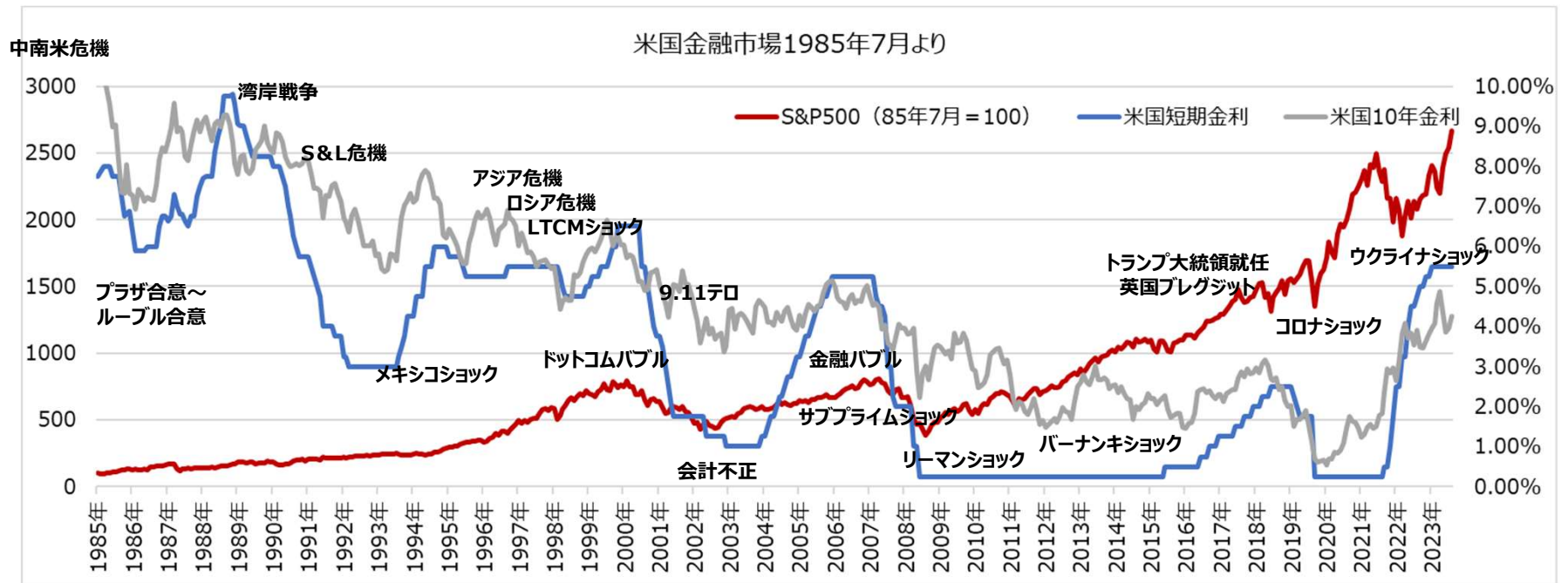
株式会社トータルアセットデザイン

代表取締役



1. 米国・日本の金融市場史と金利

SOURCE:Refinitiv datastreamよりTAD加工





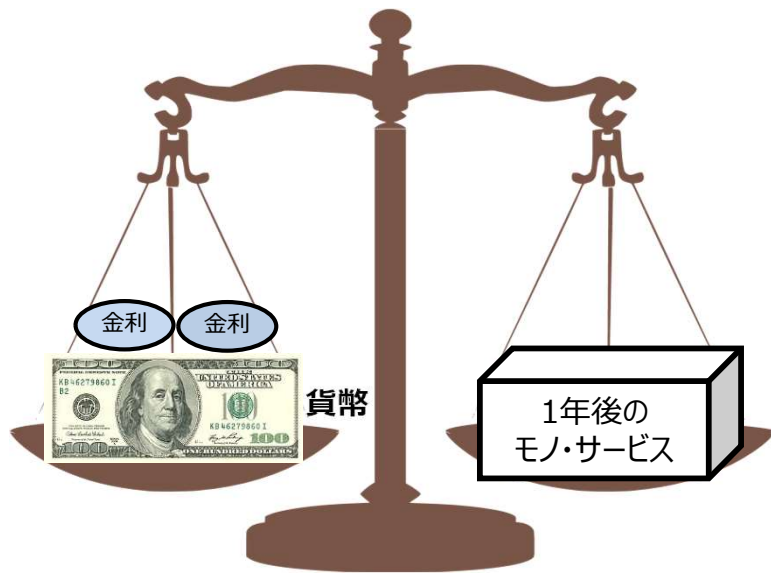
2. インフレと金利と経済の関係

インフレ：貨幣一単位当たりで得られるモノやサービスの値段が**継続的**に上昇すること

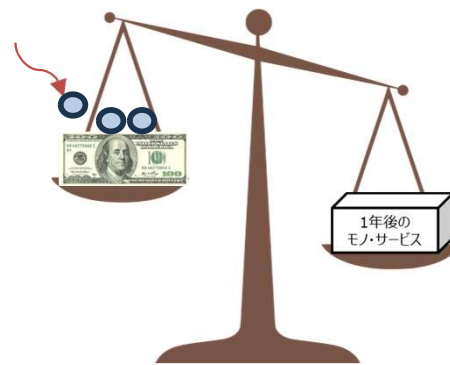
金利：貨幣一単位当たりが1年間に生み出す価値 = 貨幣一単位当たりの調達コスト

資本主義：資本（貨幣）を投下したモノやサービスが**継続的**に価値を生み出すこと

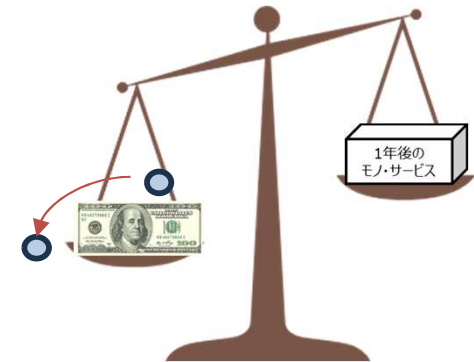
➡ 資本主義経済にとってインフレは当たり前の現象



均衡金利
人口動態や経済環境によって
緩やかに変化する



想定よりもモノやサービスの価格の伸び率が大きい
↓
貨幣に付加する金利を足す
(利上げ)



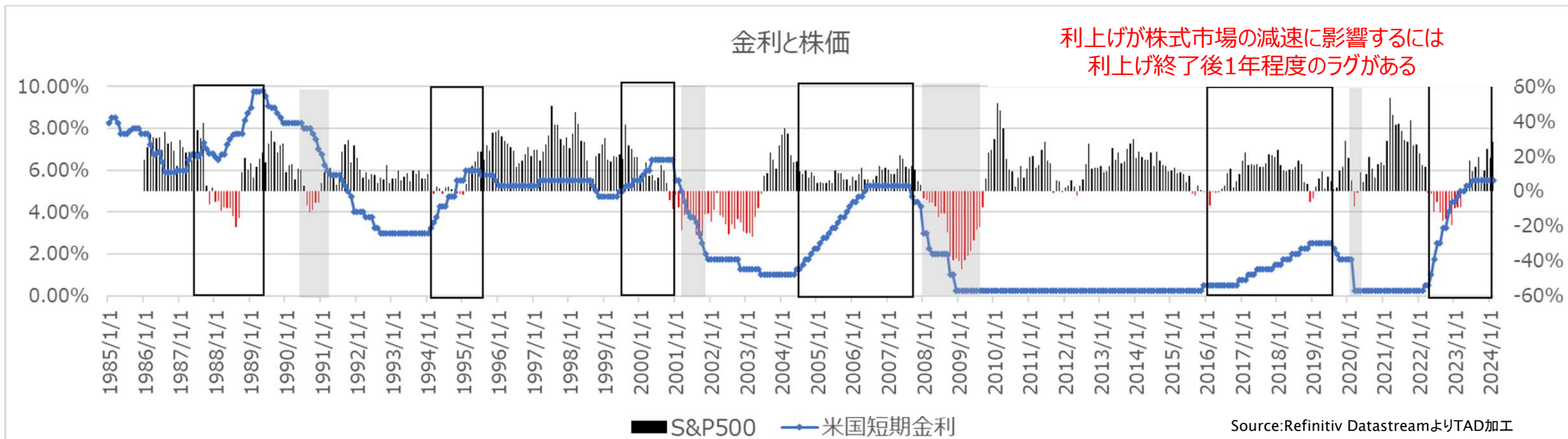
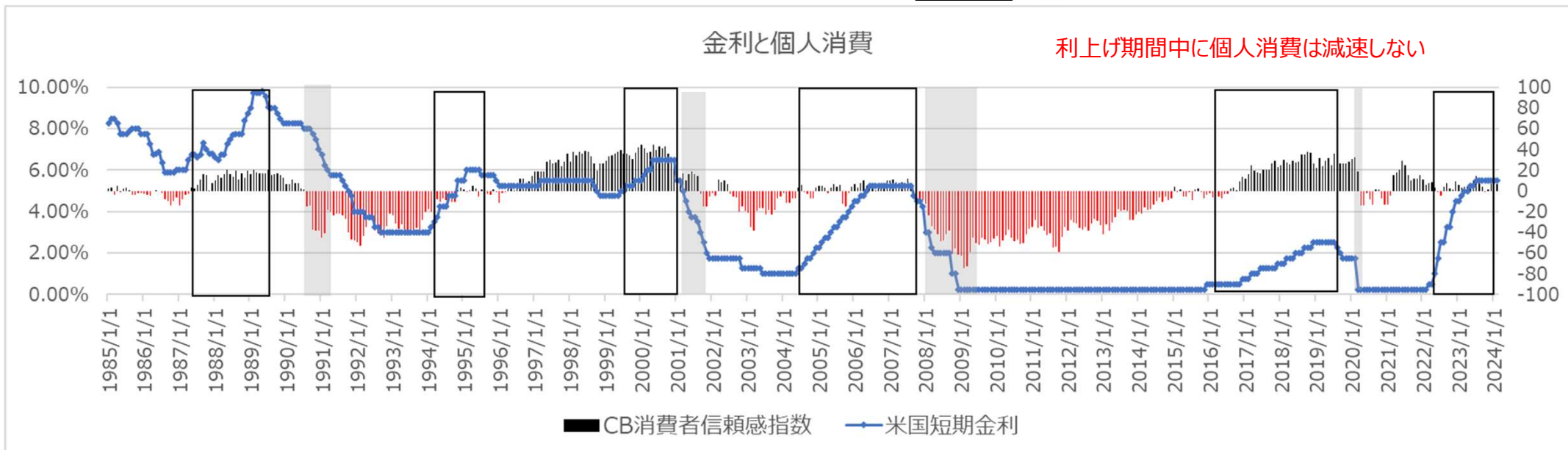
想定よりもモノやサービスの価格の伸び率が小さい
↓
貨幣に付加する金利を減らす
(利下げ)



3. 金利上昇時の消費と株価 (米国)

金利
上昇
期間

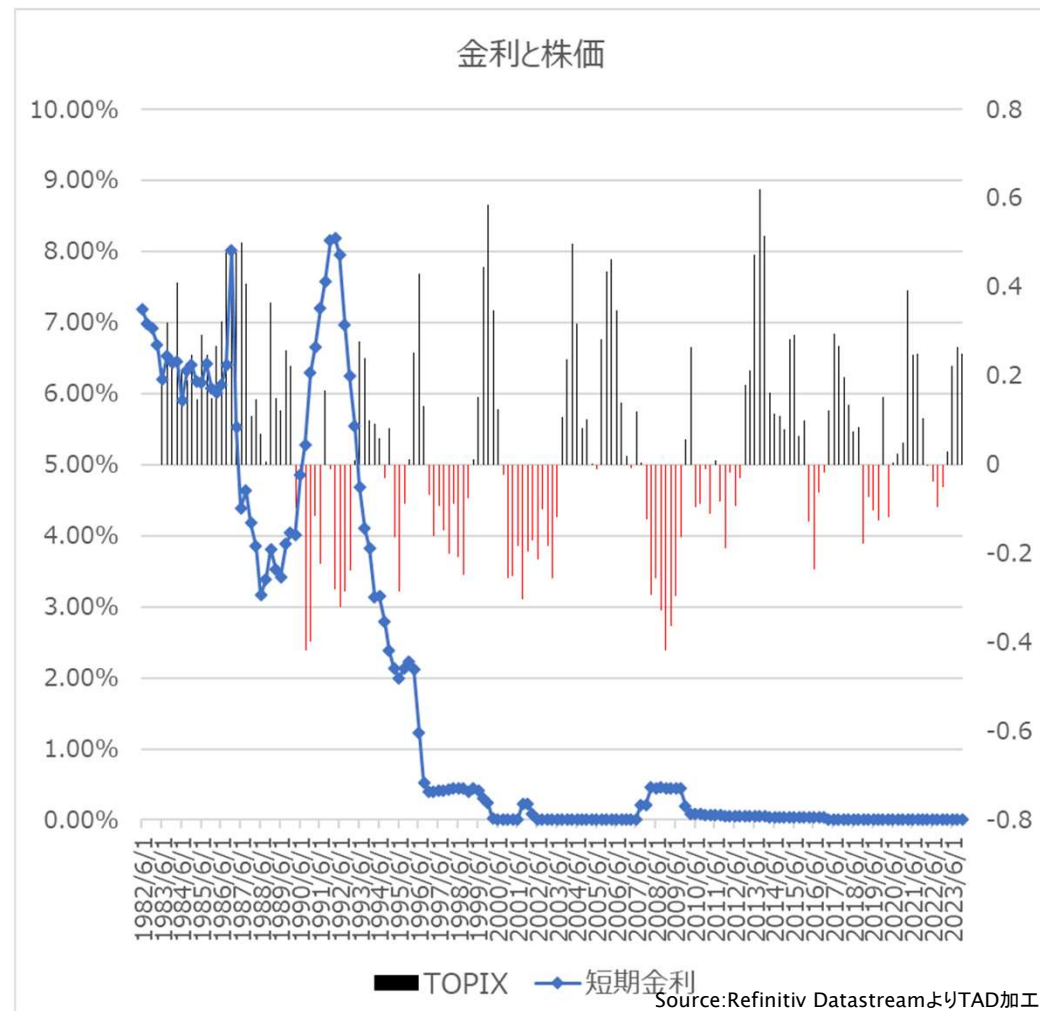
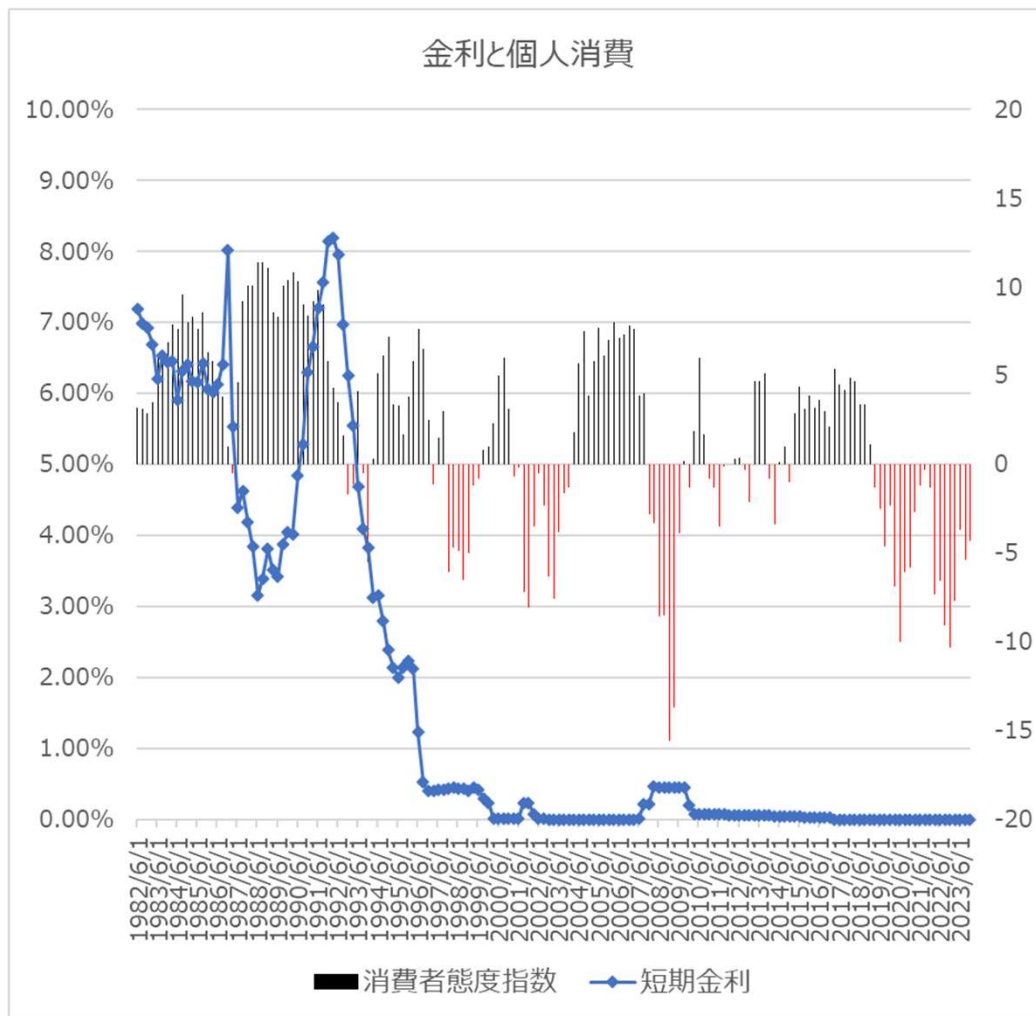
景気後退期間



Source:Refinitiv DatastreamよりTAD加工



4. 金利上昇時の消費と株価(日本) 1982年より

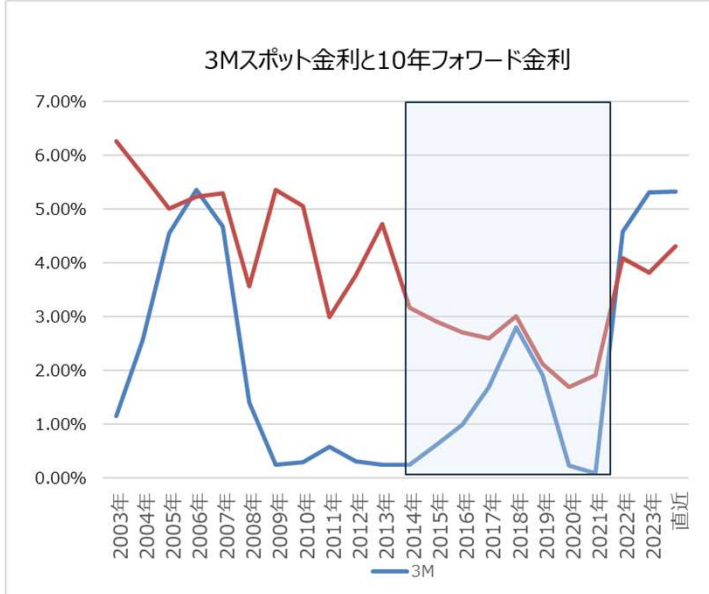
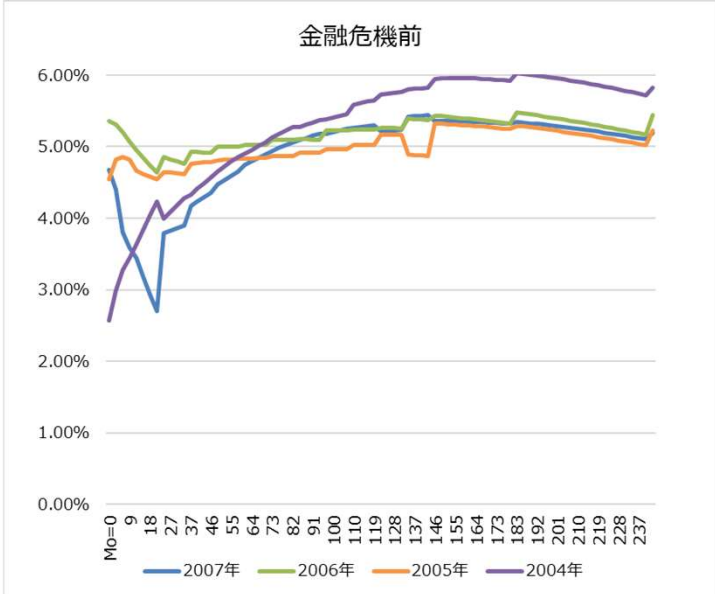
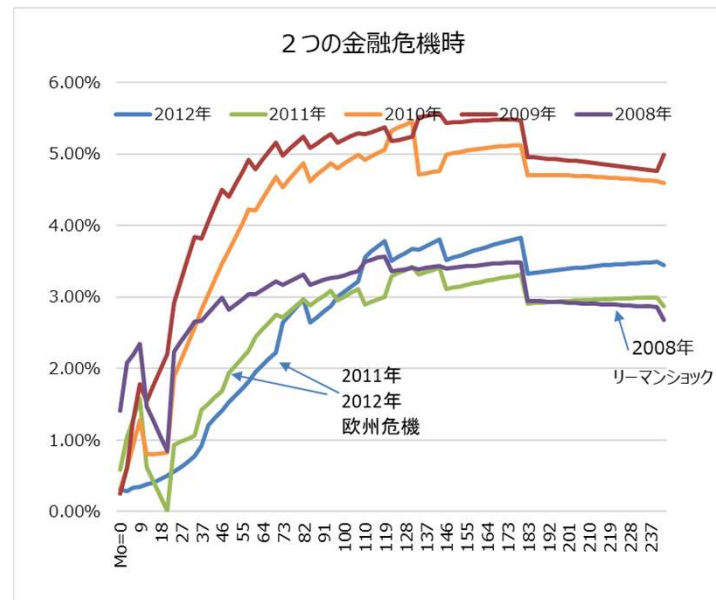
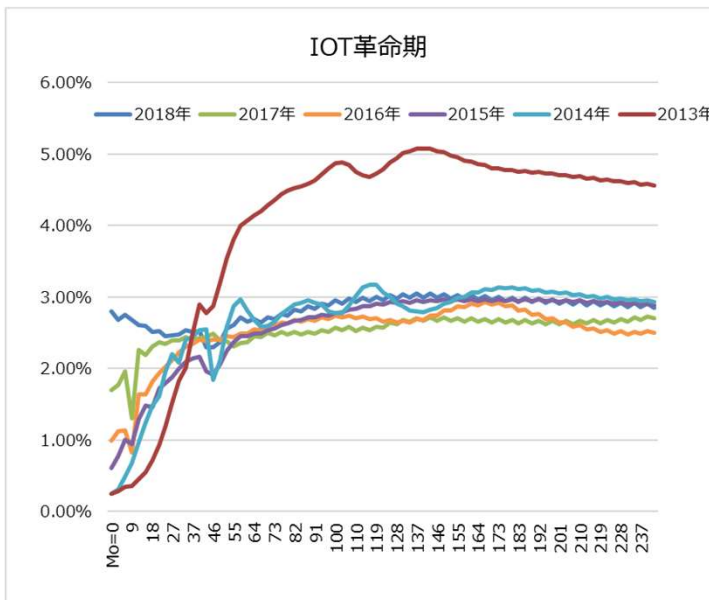
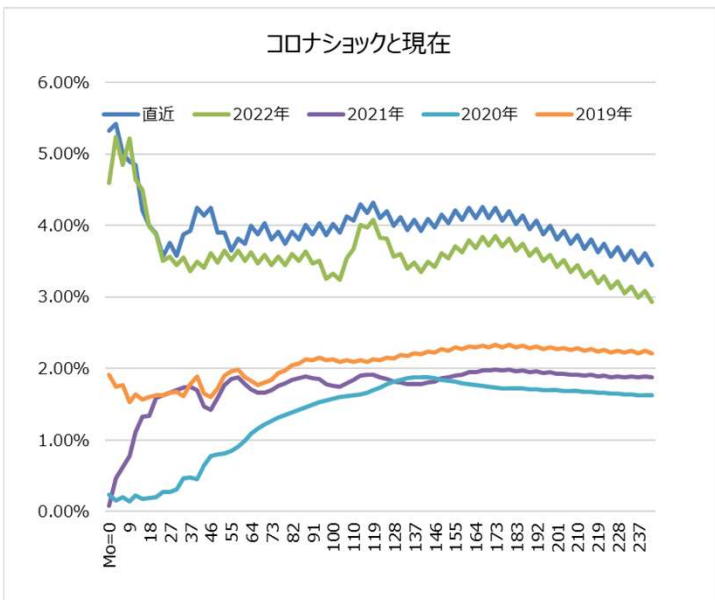


1980年代後半から1990年代前半のバブル期において個人消費が止まったのは金利が1%を割れた1996年以降。当時の日本にとって株や不動産の資産価値の下落より、確定利付商品の利率がなくなった影響の方が大きかった。金利上昇が株式市場に与える影響は米国よりも日本の方が強い。



5. 金利の均衡点を探す（米国）

計測時点での金利SWAPカーブからMか月後の3か月金利（3か月フォワード）を算出



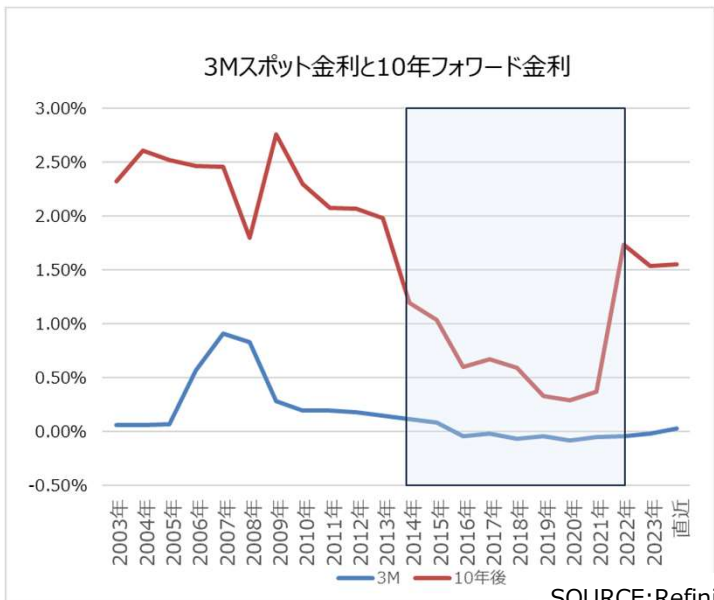
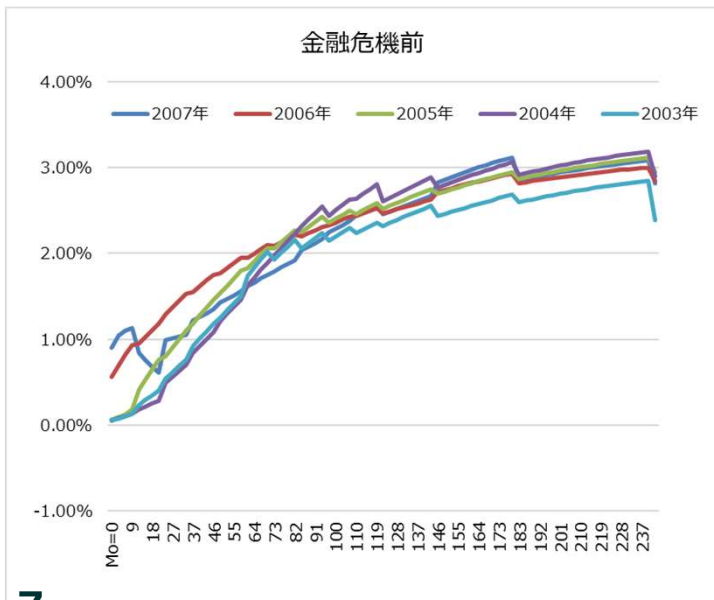
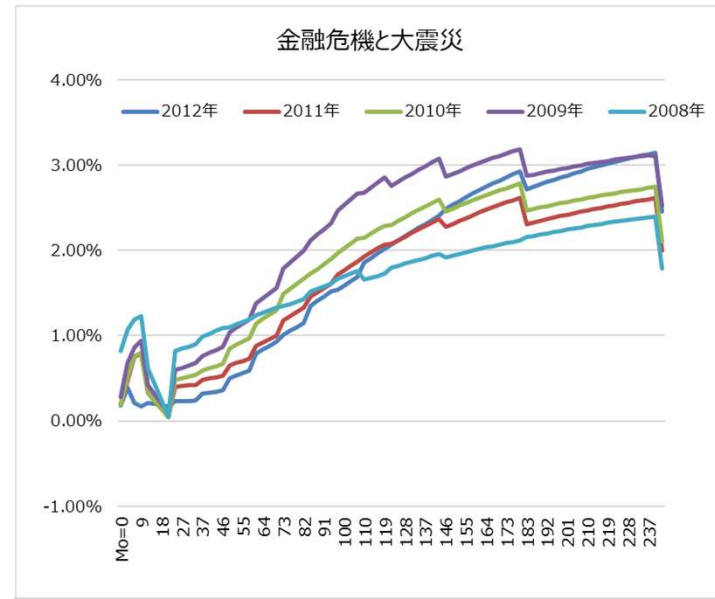
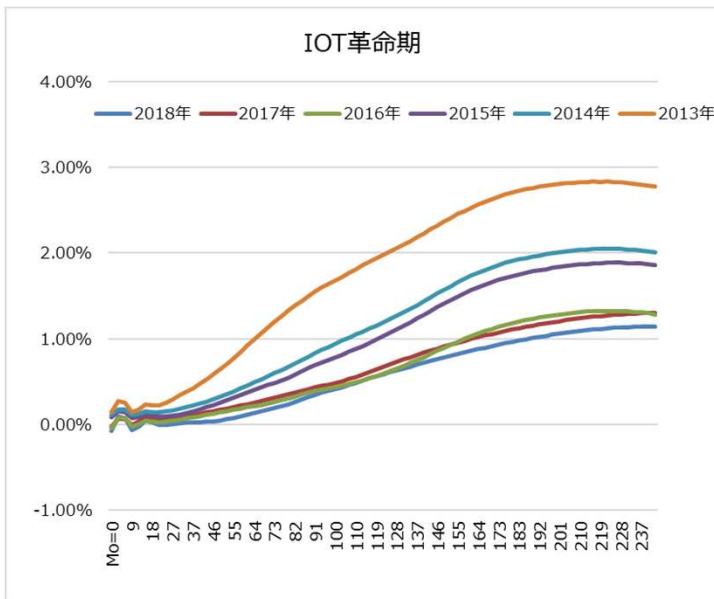
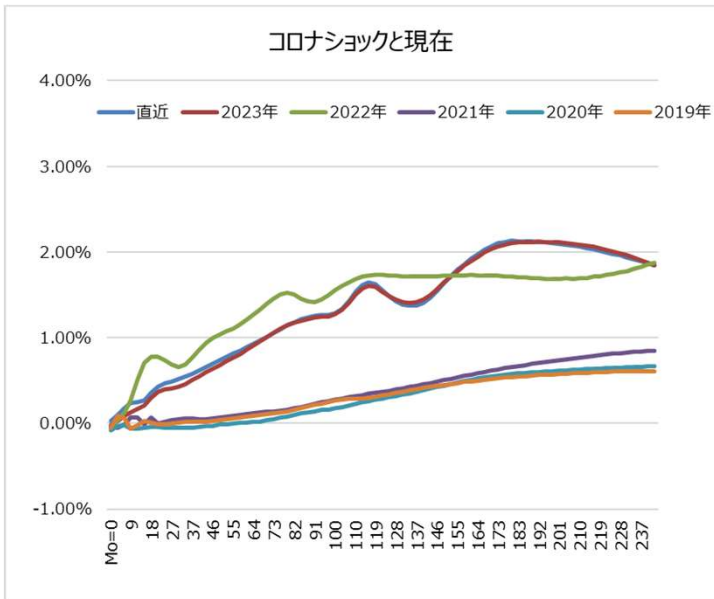
米国の3か月フォワード金利は、2013年までは金融危機時を除くとおおよそ5%前後で推移していた。一方で2013年から2014年にかけて、フォワード金利が3%前後まで大きく低下。コロナ禍で2%以下まで低下したものの、現状は4%前後と、2013年以前と以後の中間地点で推移している。

10年後の3か月金利と実際の3か月金利の推移をみても、実際の政策金利の動向とは無関係に2014年から将来金利だけが大きく水準を変えていることが解る。



5. 金利の均衡点を探す (日本)

計測時点での金利SWAPカーブからMか月後の3か月金利 (3か月フォワード) を算出



日本の3か月フォワード金利は、2013年までは10年後で2.5%、20年後で3.0%程度水準で推移していた。

日本についても米国同様に2013年から2014年の間で1%程度水準を切り下げている。

コロナ禍においては10年後の将来金利が1%を切る水準まで低下したものの、足元では1.5%程度まで回復している。

2013年以前と以降の中間点にあるという点においては、米国と状況は同じといえる

SOURCE:Refinitiv よりTAD加工



6. 2013 – 2014年に起きたこと：2019年以降に起きたこと

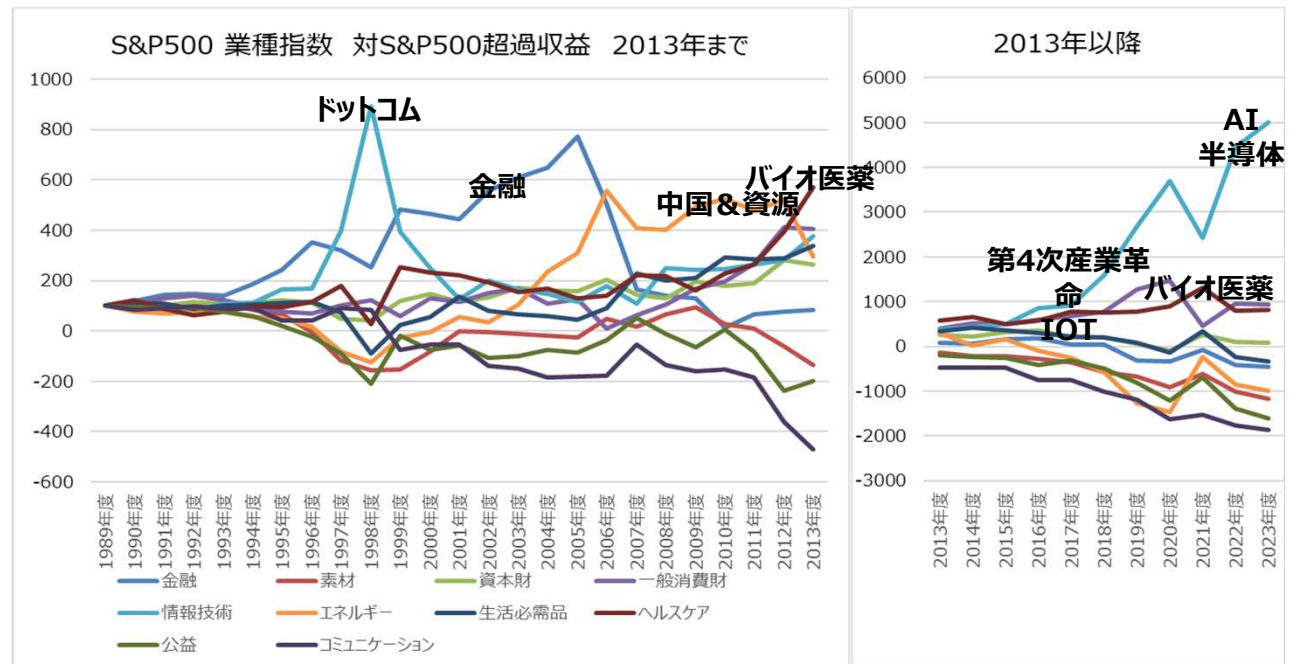
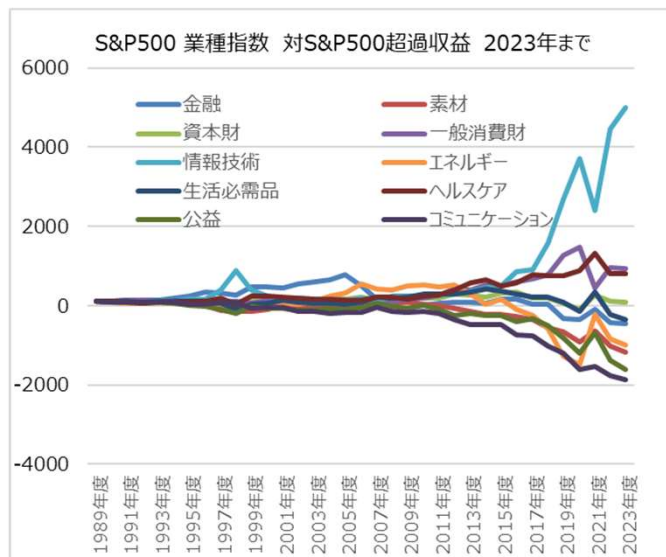
【2013年のインフレ期待値低下の要因】

- 米国シェール革命と原油価格の急落
- 第4次産業革命（IOT産業の始まり）
- 中国の不良債権問題の表面化と景気後退
- ロシアのクリミア併合による経済制裁と欧州経済の鈍化



【2019年以降のインフレ期待値上昇の要因】

- OPEC減産による原油価格の回復
- コロナ禍後のネット産業の急拡大による経済成長
- 米中対立の激化とコロナ禍によるサプライチェーンの見直し
- ロシアのウクライナ侵攻による地政学リスクの高まりと経済安保の台頭



Source:Refinitiv DatastreamよりTAD加工

米国・日本共に、金利の均衡水準は2013年以前に戻ることも想定した投資戦略が必要なのではないか

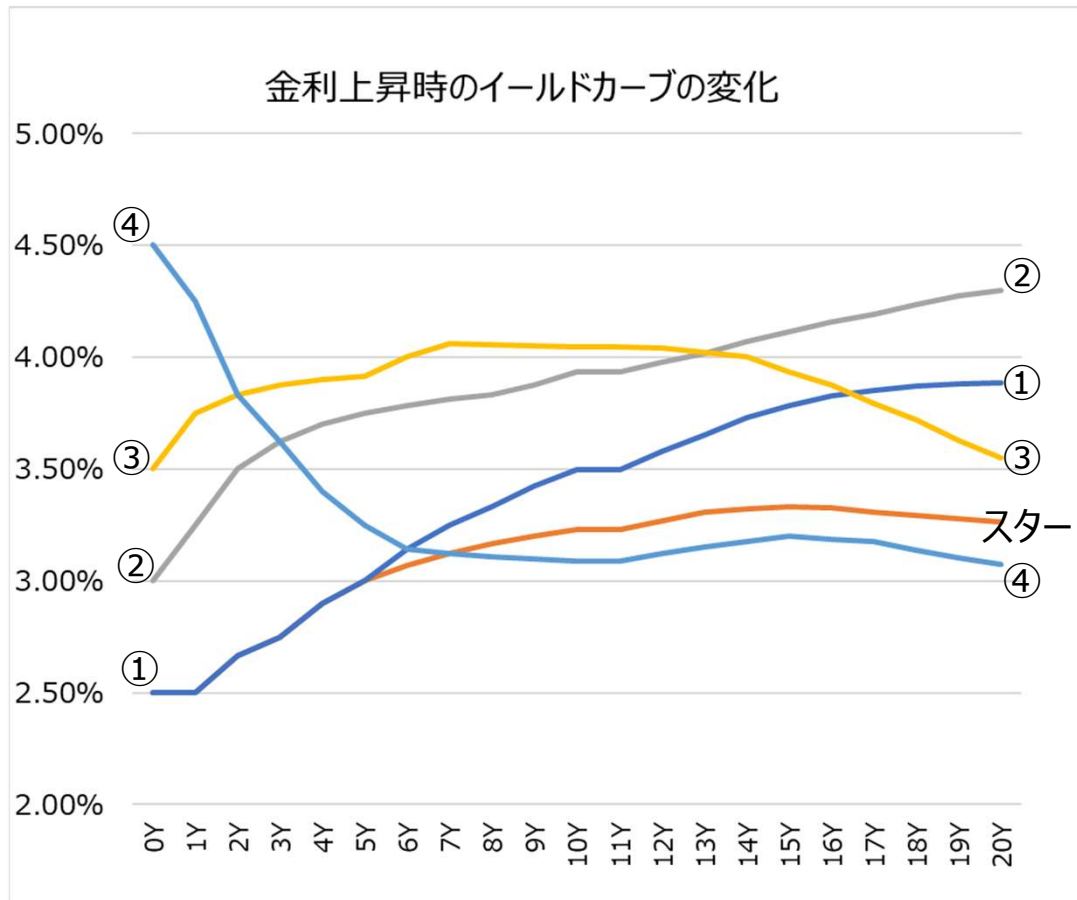


7. 金利の期間と役割

期間	主な役割	主な出し手	主な借り手	金利の決定要因
短期金利 (1年以内)	決済・待機	銀行・個人・法人	金融機関	政策金利
短・中期金利 (1~3年)	事業性資金（運転資金）	銀行・事法（CP）	事業法人	政策金利 + 与信リスク（中）
	個人向け信用（カードローン等）	銀行・ノンバンク	個人	与信リスク（大）
	国庫短期ファイナンス	銀行・海外（短期国債）	政府	政策金利
中・長期金利 (3~10年)	事業性資金 （一般設備投資）	銀行・ノンバンク・個人（社債）	事業法人	市場金利 + 与信リスク（大）
	事業性資金 （投資不動産等）	銀行・ノンバンク	個人	市場金利 + 与信リスク（中） + 担保価値（大）
	自治体・政府系機関 ファイナンス	銀行（地方債・政府保証債等）	地方自治体 公共法人	市場金利 + 与信リスク（小）
長期・超長期金利 (10年超)	事業性資金 （インフラ設備）	銀行・政府系金融	事業法人 公益法人	市場金利 + 与信リスク（中） + 期間リスク（大）
	住宅ローン	銀行・住宅ローン専門金融・ 生保・ノンバンク・ ファンド（証券化）	個人	市場金利 + 与信リスク（中） + 担保価値（大） + 期間リスク（大）
	政府国債	銀行・海外・個人	政府	市場金利 + 需給 + 与信リスク（小）



8. 金利上昇のフロー

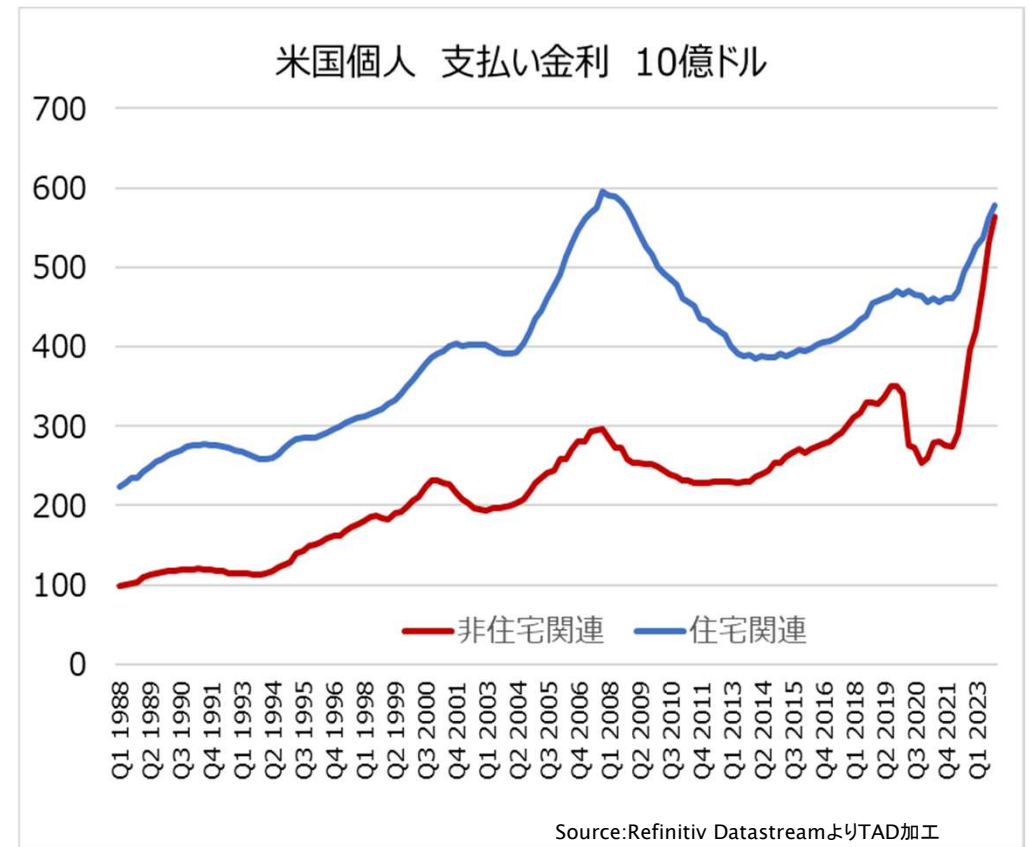
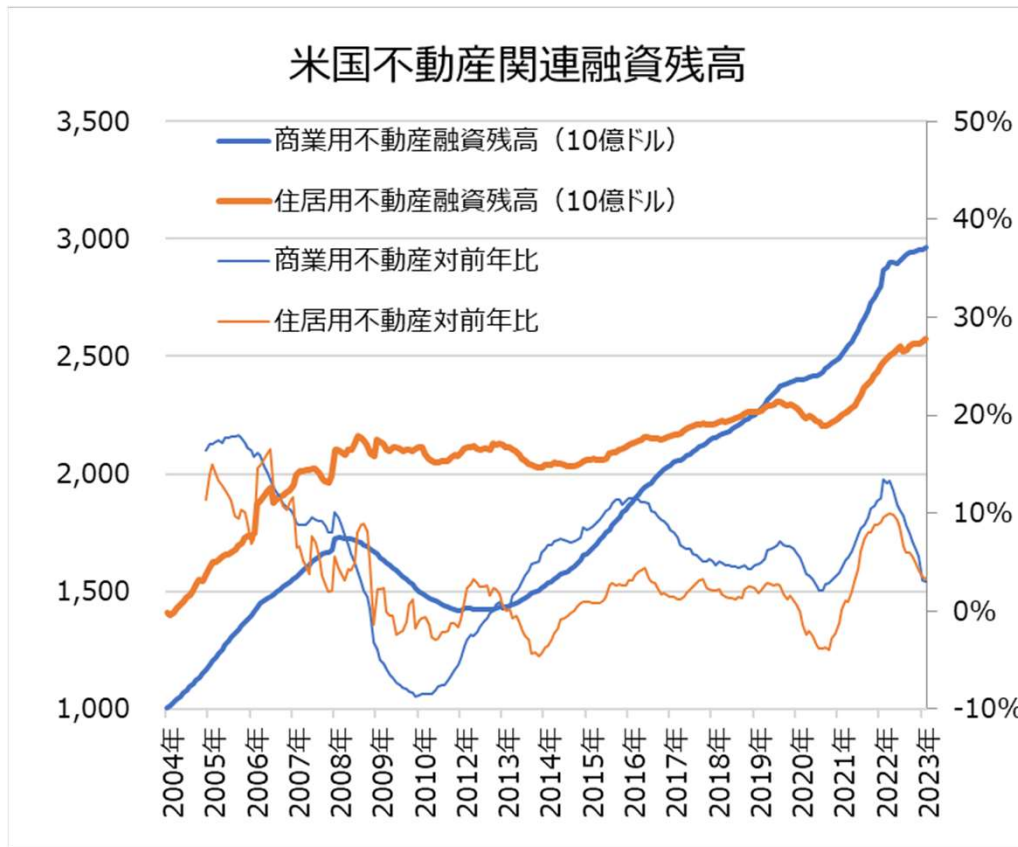


- ①強い景況感やインフレ期待値の上昇により、市場取引である中長期の金利が上昇する
→スティーピング
【景気拡大期・信用リスクへの波及軽微】
- ②金融政策の変更により政策金利（短期金利）が上昇するが、市場の期待よりも小幅であることから中長期金利は更に上昇する
→ベアスティーピング
【景気減速懸念・信用リスクへの波及開始】
- ③政策金利が更に上昇することで、将来のインフレ期待値が低下し、中長期金利が低下に転じる
→ベアフラットニング
【景気減速期・信用リスク拡大】
- ④将来金利より足元のインフレ抑制を重視した大幅な利上げが行われ、市場は将来の景気後退を織り込む
→逆イールド
【景気後退期・信用リスクMAX】



9. 金利上昇に強い主体・弱い主体

① 米国（個人）

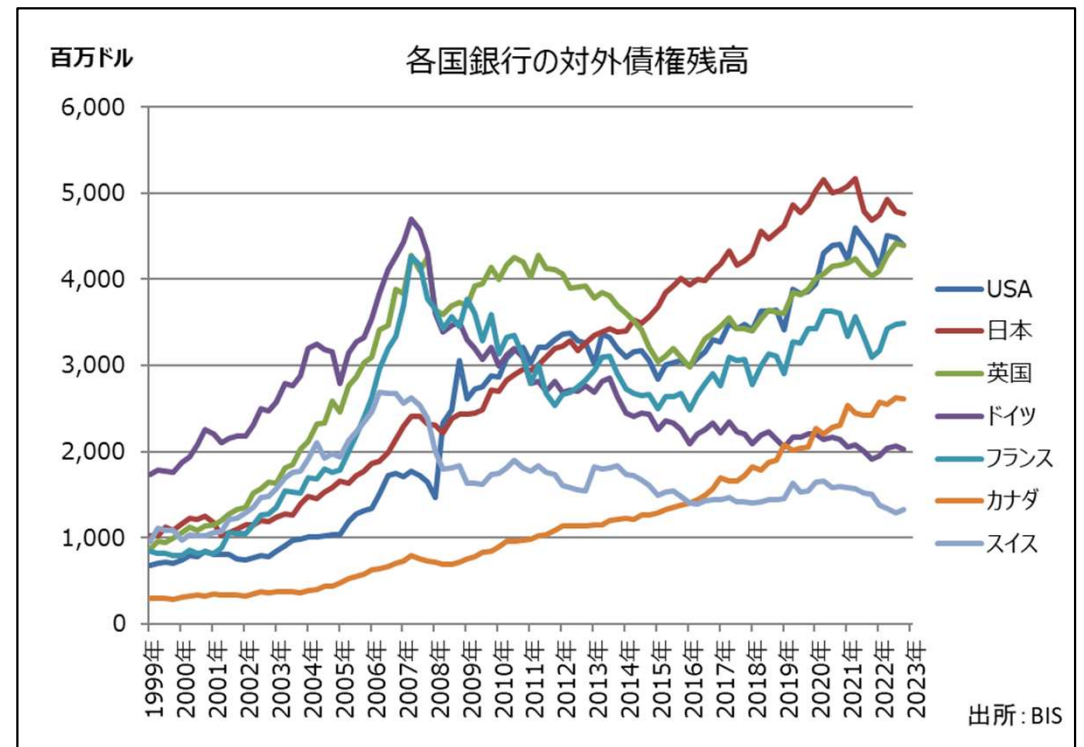
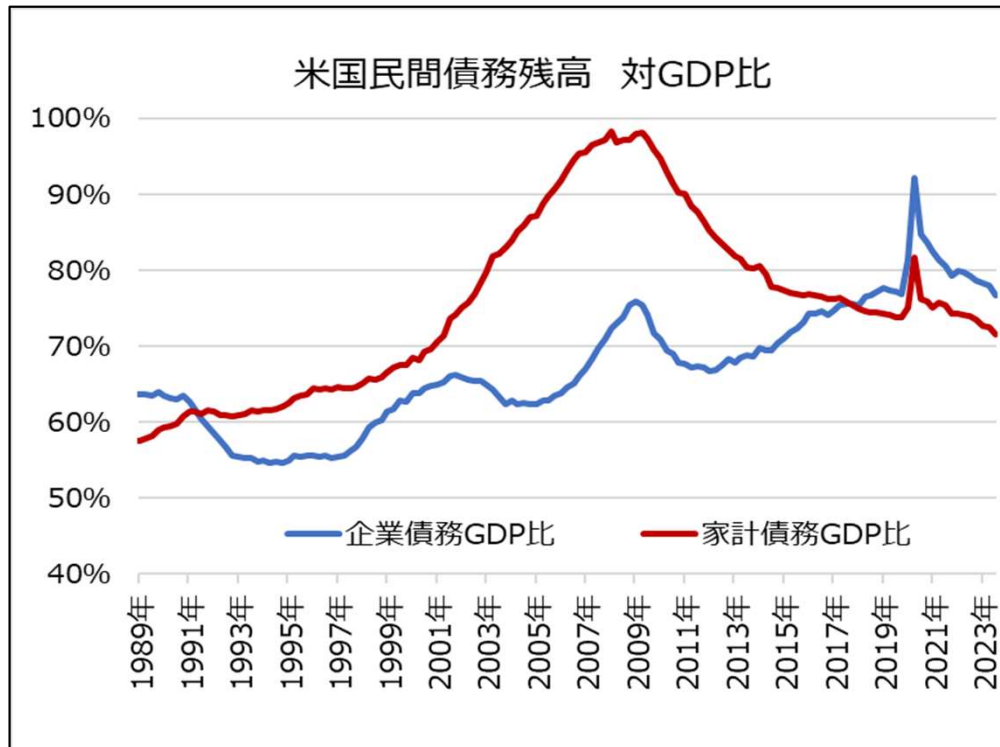


- 米国不動産関連融資は対前年比での伸びは低下しているものの、残高ベースでは2008年のサブプライムショックを大きく上回る水準となっている。特に商業用不動産残高水準は警戒が必要。
- 米国個人の支払い金利については史上初めて住宅関連金利支払い総額をその他の金利支払い総額が上回る現象がおきており、足元で好調な個人消費の先行きを懸念する一因となっている。



9. 金利上昇に強い主体・弱い主体

② 米国（法人）



出所: BIS

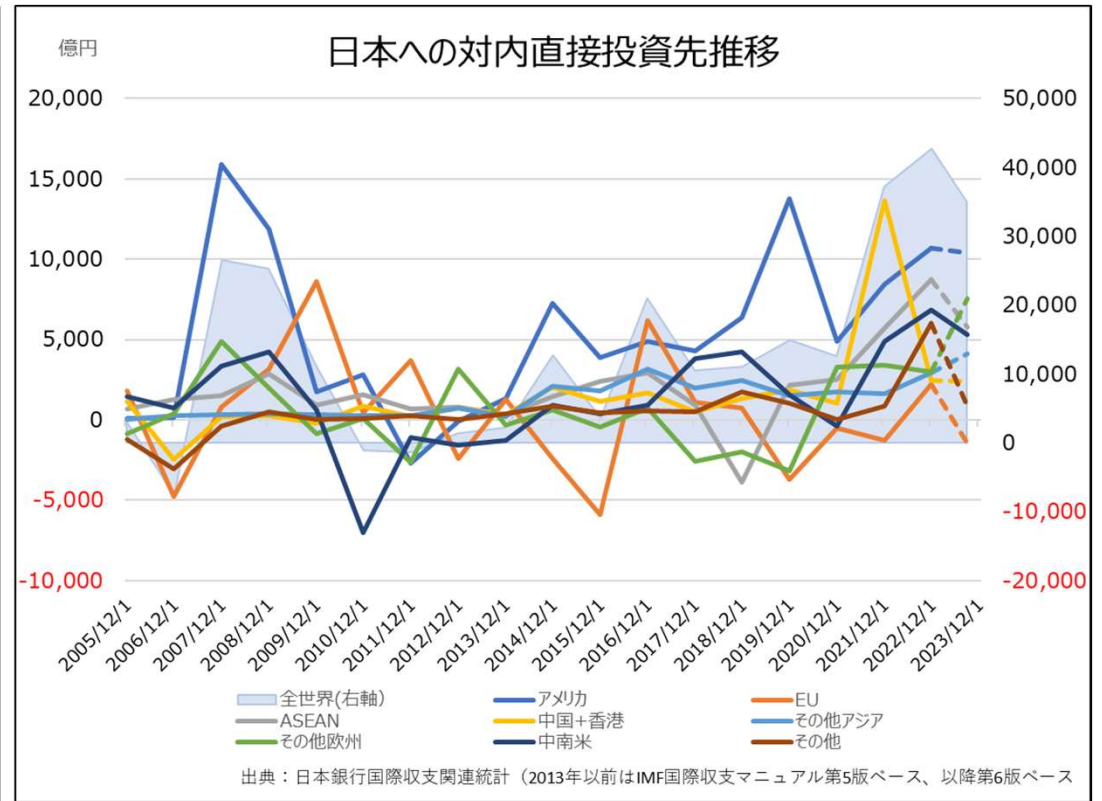
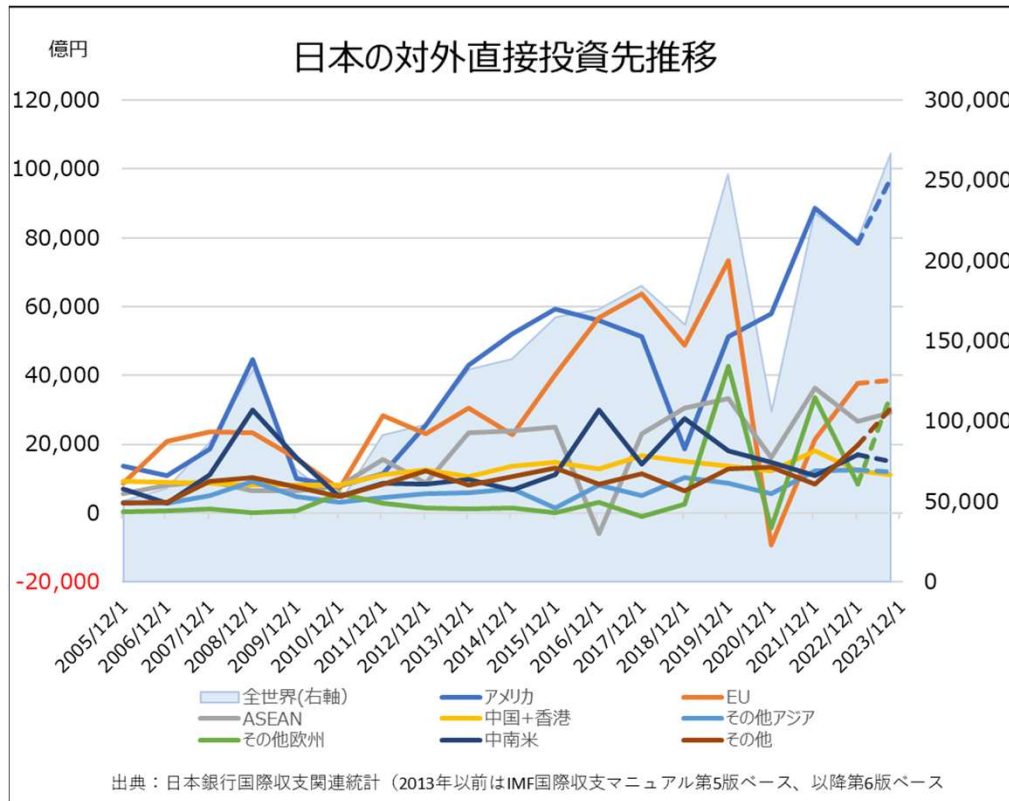
- 米国は好調な企業業績を背景に、企業債務が急拡大している。家計債務を企業債務が超えたのは1991年以来初めて。
- こうした旺盛な資金需要に对应しているのが、日本の銀行とみられることに注意。
- リーマンショック時の融資の中心が欧州だったのに対し、現在は日本。
- 米国の利上げによる信用リスクの拡大が日本に波及する可能性についてはリスクシナリオとして認識する必要がある。



9. 金利上昇に強い主体・弱い主体

③ 日本

2023年度は第3Qまでの数値を年率化



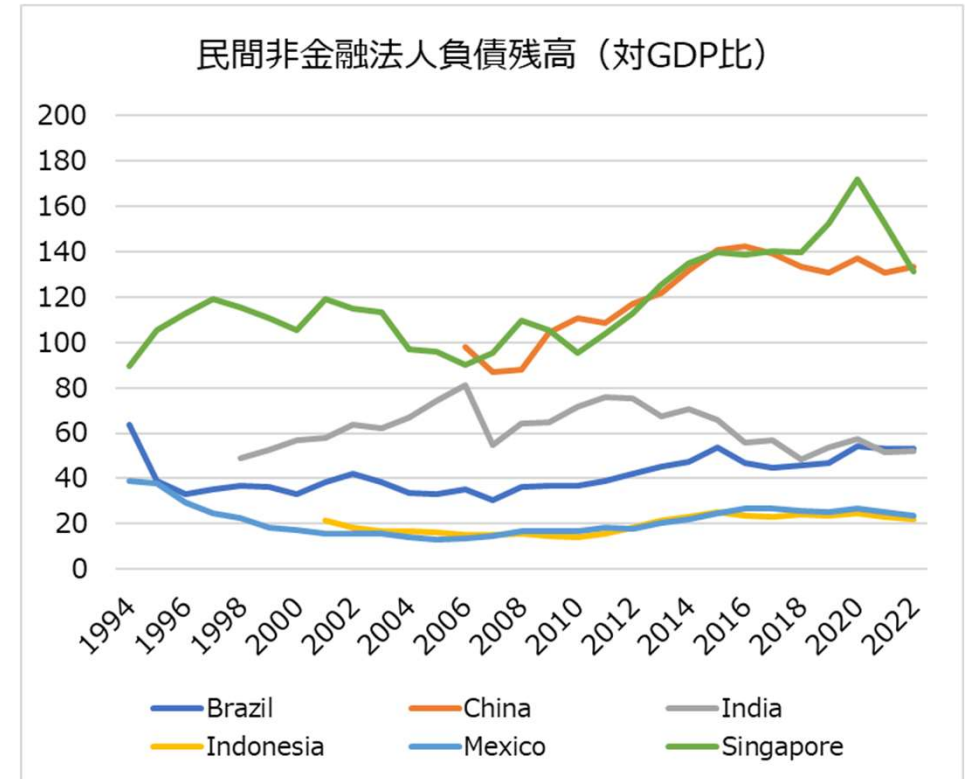
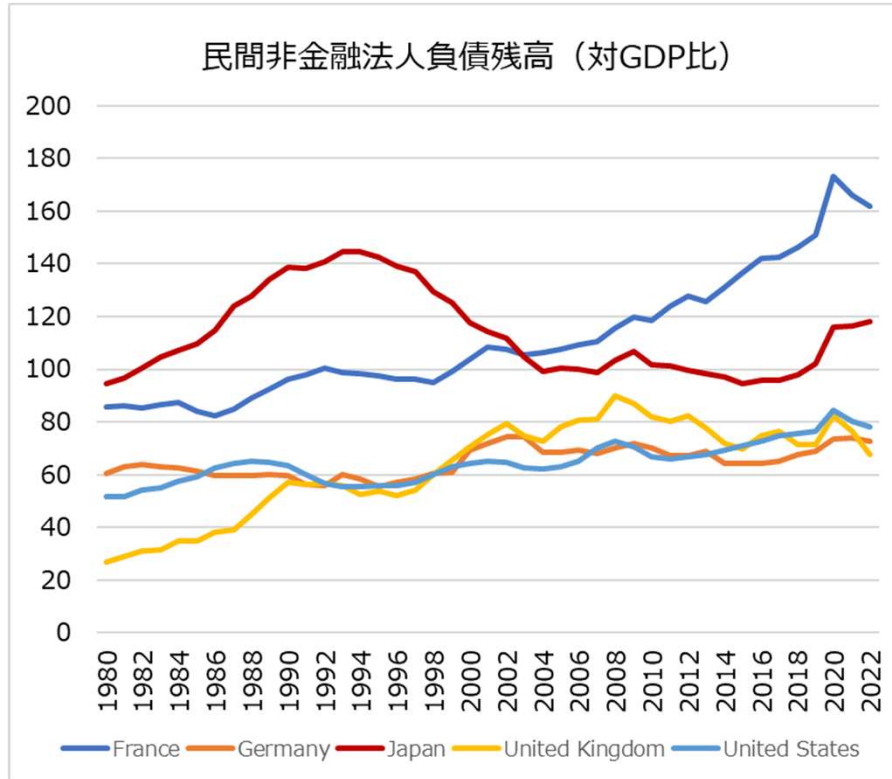
- 日本企業の海外進出はリーマンショック以降継続的に伸びている。特に対米国への直接投資の伸びが大きい。
- 邦銀の対外与信の増加の背景には、こうした日本企業の投資行動が一因であると思われる。
- 足元では調達コストの上昇が決算に与える影響が懸念されているだけだが、今後米国での金利上昇が与信の引き締めにも波及する展開にも留意する必要がある。
- 一方で海外からの国内直接投資も足元で順調に拡大している。日本の利上げがこの方向性に水を差す可能性については注意が必要。



9. 金利上昇に強い主体・弱い主体

④ 国別非金融法人負債残高

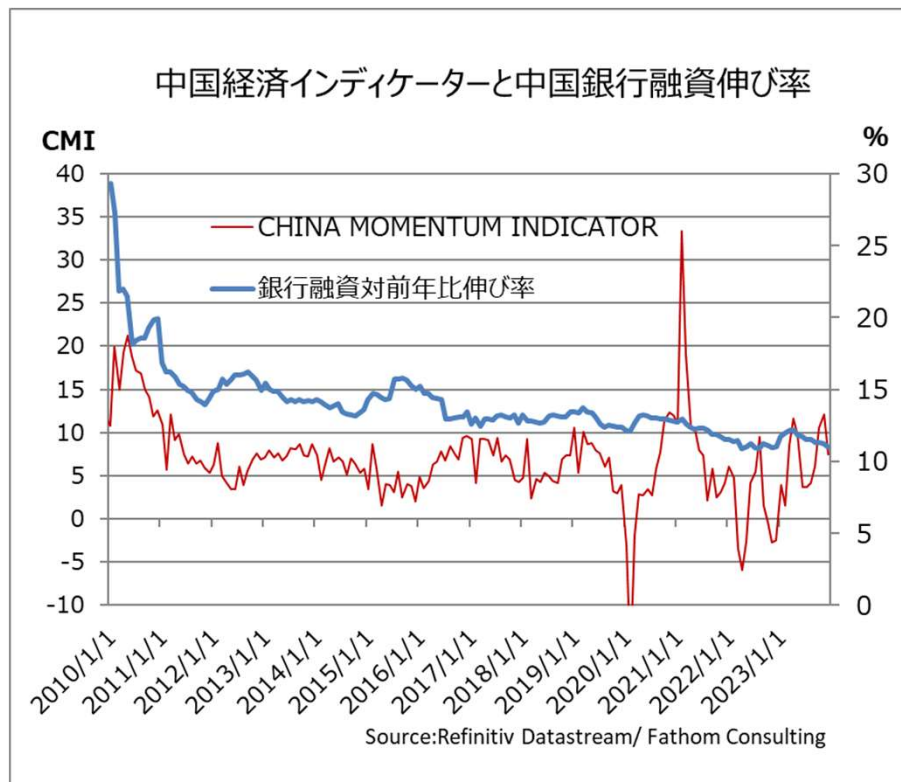
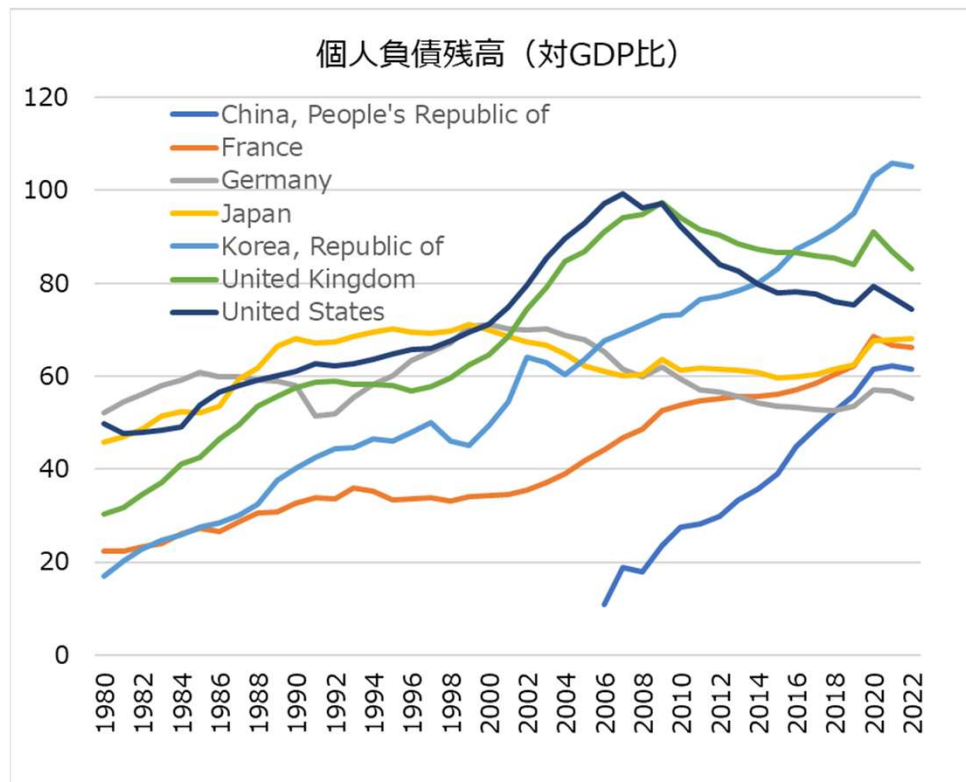
IMF : Nonfinancial corporate debt, loans and debt securitiesよりTAD加工



- 法人の対GDP比での負債比率が最も高いのはフランス。米国やドイツは一定比率を維持。
- 日本についてはこの数年で急拡大している。日本企業については国内外において拡大傾向が強まっている。
- 新興国については、シンガポール・中国は高水準を維持。ブラジルは徐々に拡大。メキシコは94年の危機時の半分。インドは緩やかに低下。

9. 金利上昇に強い主体・弱い主体

⑤ 国別個人負債残高 と中国銀行融資



- 主要国の中で、個人の対GDP比での負債比率が最も高いのは韓国。
- 米国と英国は2008年の金融危機以降は低減。
- 中国も急激に伸びてきたが足元で停滞。中国については銀行融資残高の低減傾向は依然として継続中。
- 日本についてはバブル崩壊以降伸びが止まっていたが、足元でやや拡大傾向。
- 中国の民間の出している景気指標（CMI）は足元でやや回復傾向にあるが、そのファクターの一つである銀行融資については回復が遅い。

10. 金利上昇に強い戦略・弱い戦略

	国内				海外				注記
	短期金利 上昇	長期金利 上昇	景気 後退	インフレ	短期金利 上昇	長期金利 上昇	景気 後退	インフレ	
国内債券	△	×	○	△	△	△	○	△	日本の政策金利変更時に想定されるボラティリティの上昇に留意
外国債券	×	△	◎	△	◎	△	△	◎	金融政策変更時の為替変動にリスク
ヘッジ付き 外国債券	△	△	○	△	×	×	◎	△	海外と時間差での国内金利の上昇期にはヘッジコストの低下がメリット。イベント時には最強
国内株式	△	○	×	○	○	△	×	△	国内金利の正常化はプラス。一時的な円高リスクが短期的にはマイナス
外国株式 (先進国)	△	○	△	○	○	△	×	○	円調達の巻き戻しによる一時的なショックは警戒。インフレは国内外株共に原則プラス
外国株式 (新興国)	×	△	△	△	×	×	×	○	先進国の調達コストの上昇は、負債比率の高い新興国が受けやすい
クレジット (IG)	△	△	×	△	△	△	×	○	金利上昇の後期から利下げに転じて以降の信用リスクの変化に注意
クレジット (HY・EM)	×	×	×	△	○	△	×	○	デフォルトが高まる一方でベース金利の上昇やスプレッドの拡大は元本の毀損リスクを低減させる
PE	△	×	△	○	△	×	△	○	金利上昇により短期的な価格調整は起こるが投資期間が長い場合景気の影響は中立
PD	△	×	×	△	△	×	×	△	イベントリスクに注意。金利戦略ではあるが景気後退には弱い
ヘッジファンド	国内外の短期金利格差の拡大によるヘッジコストの上昇は、ドルベースリターンがドルの短期金利に連動してくれば解消する。金利の上昇が与信の悪化に繋がったり、イベントによる短期的なボラティリティの高まりがある際にはレバレッジの高い戦略は注意が必要								
不動産	△	×	△	△	△	×	×	○	国内案件は賃料の粘着性が高くインフレには弱い。海外案件は景気感応度が高い



11. 金利のフローに合わせた投資戦略

➤ 金利のラグを理解して利用する

金利上昇がプラスとなる主体とマイナスとなる主体を見極める

金利が投資対象に与える期間のズレを認識する

プラスが先に来るかマイナスが先に来るか

割り引かれるのは負債コストか収益か

➡ ここまでは時間をかければ裁定される

コストで済むか、構造的な障害となるか

➡ ここが最も重要。このリスクはとってはいけない。

時間を味方につけることができればインフレも金利も怖くない



- 本資料は、お客様の運用や資産配分の判断などの参考となる情報の提供を目的として作成されたものであり、これらの最終的な決定はお客様ご自身の判断で行っていただきますようお願い申し上げます。
- 過去の実績は将来の運用成績を予測・保証するものではありません。また、シミュレーション等のデータも、将来の運用成績を予想・保証するものではありません。
- 本資料は信頼できると考えられる情報に基づいて当社が作成しておりますが、情報の正確性、完全性が保証されているものではありません。
- また、本資料には、各運用機関から取得した情報や運用実績に基づいて当社が計測或いは分析した情報が含まれる場合がありますが、記載された運用やファンドについて具体的に推奨するものではありません。
- なお、本資料中の記述内容、数値等については資料作成時点のものであり、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により内容が変更となる場合があります。
- 本資料に関わる一切の権利は、当社に属し、いかなる目的であれ本資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断りします。
- 本資料の内容に関してご不明な点、疑問に思われる点等がございましたら、当社コンサルタント等にご照会下さいますようお願い申し上げます。
- 「FTSEグローバル債券インデックス」(WGBI指数)はFTSE International Ltd.が作成、公表しており、著作権はFTSE International Ltd.に帰属しています。FTSEは当資料に掲載されたWGBI指数およびWGBI指数に基づいて計算されたいかなるデータに関しても、明示的にも暗黙にも正確性、完全性、信頼性、有用性の保証を表明するものではなく、それらについて一切の責任を負いません。WGBI指数のデータの再配布や、他のインデックス、有価証券、金融商品の基準として使用することを禁止します。当資料はFTSEによって承認、審査、作成されたものではありません。
- 「NOMURA-BPI(総合)」は野村証券株式会社が作成している指数で、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利は野村証券株式会社に帰属しています。
- 「TOPIX」は株式会社東京証券取引所の知的財産であり、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利は株式会社東京証券取引所に帰属しています。
- 「MSCI」はMSCI Inc.の知的財産であり、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利はMSCI Inc.に帰属しています。
- 「S&P500指数」はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックスの知的財産であり、当該指数に関する一切の知的財産権とその他一切の権利はS&Pダウ・ジョーンズ・インデックスに帰属しています。

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2429号 一般社団法人日本投資顧問業協会