

「テーパータントラム」に備える

新型コロナの収束が視野に入り経済活動が正常化に向かえば、それまで資産価格を押し上げてきた財政・金融政策も正常化に向かうと予想しています。財政政策の正常化は企業の資金繰り支援や失業給付加算の縮小が最初のステップになりそうですが、金融政策の正常化には高いハードルが待ち構えています。FRBが市場に量的緩和縮小の意図を伝えれば2013年5月のテーパータントラム同様に株式市場が軟化し、インフレ連動国債が売られる可能性があると考えます。

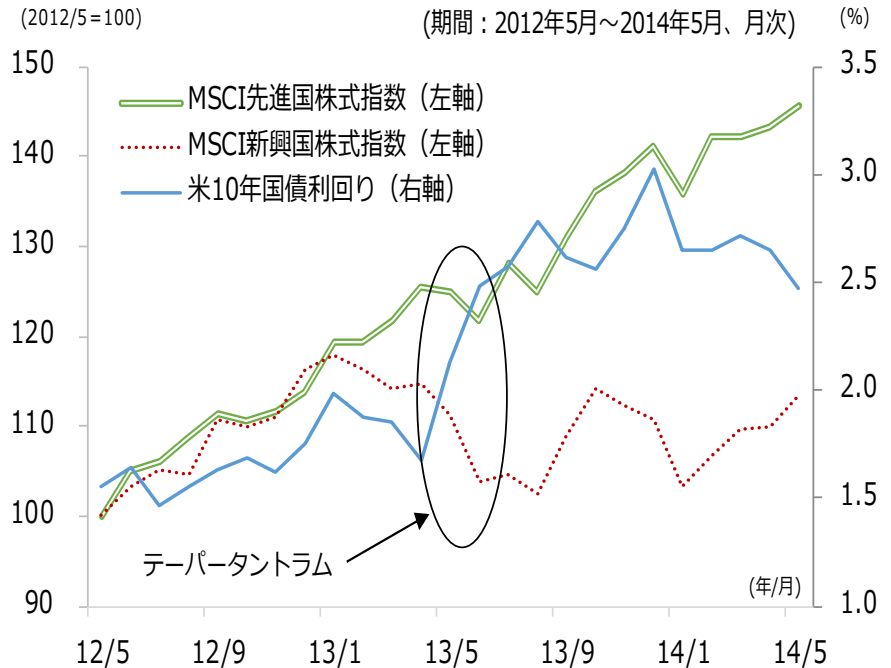
2013年5月：テーパータントラム

新型コロナの収束が視野に入り経済活動が正常化に向かえば、それまで資産価格を押し上げてきた拡張的な財政政策、緩和的な金融政策も正常化に向かうと予想しています。財政政策の正常化は企業の資金繰り支援や失業給付加算の縮小が最初のステップになりそうですが、金融政策の正常化には高いハードルが待ち構えています。2008年9月のリーマン危機を受けてFRB（連邦準備制度理事会）が導入したQE（量的緩和）は2014年10月、ゼロ金利政策は2015年12月まで続けられました。また、2013年5月にFRBのバーナンキ議長がQE縮小の可能性を示唆すると、米10年金利は急上昇し、世界の金融市場は大混乱に陥りました。これは「テーパータントラム」と呼ばれ、足元でその再来が恐れられています（図表1）。

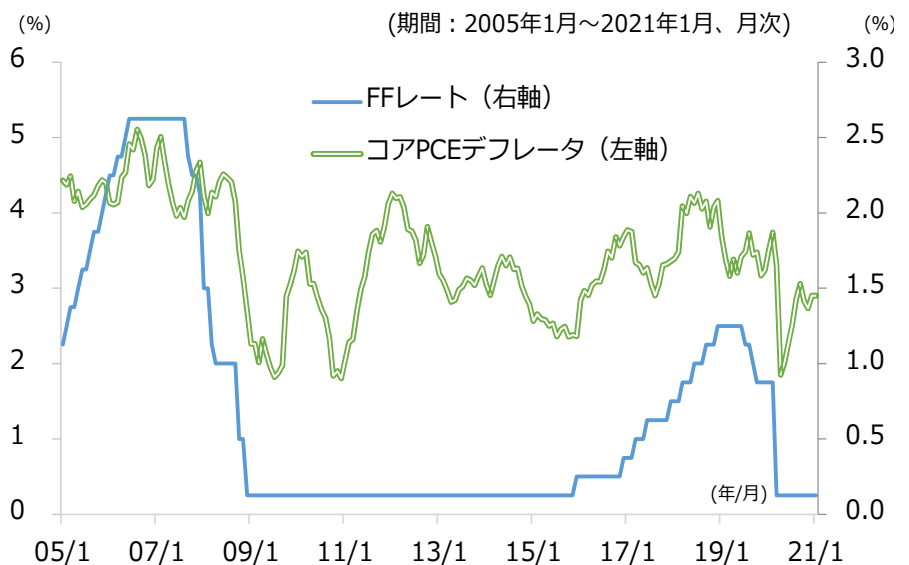
注目されるBEI

FRBが重視するインフレ指標であるコアPCEデフレータが目標とする2%を下回るなか、FRBは現在のゼロ金利政策を2023年末まで、QEも経済活動が十分改善する（substantial further progress）まで続ける見通しです（図表2）。しかし、今後の景気次第では金融政策の正常化が想定より早まる可能性もあると考えています。1月に一部の地区連銀総裁が年内に資産買入れの減額を行う可能性を示すと、市場は「2013年5月の再来か」と一瞬身構えました。FRBがQE縮小を始めるタイミングを占うためには、コロナ感染や労働市場の先行きとともにインフレ

図表1 テーパータントラム（2013年5月）



図表2 FFレートとインフレ（コアPCEデフレータ）



（図表1-2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当たっては、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、投資判断はお客先様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

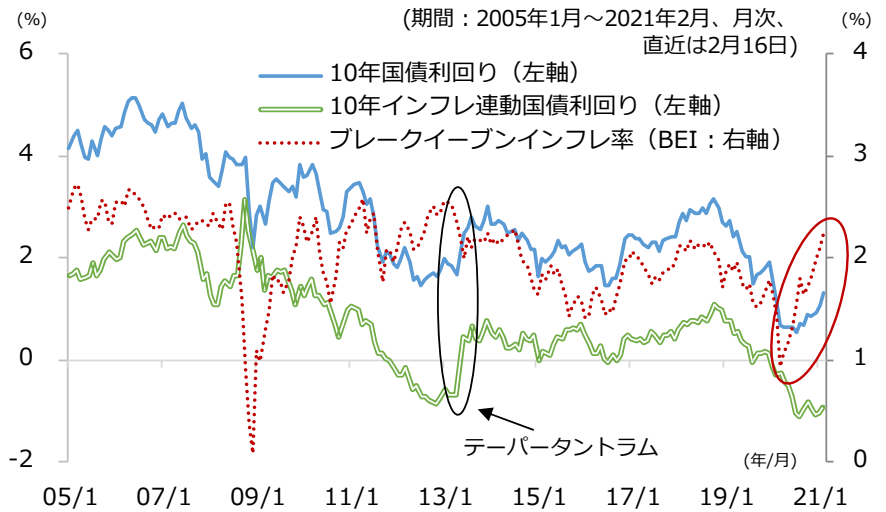
ストラテジストの眼

環境、特に市場が織り込む期待インフレ率に注目する必要があります。市場が織り込む期待インフレ率はブレイクイーブンインフレ率（以下BEI）と呼ばれ、通常の国債利回りからインフレ連動国債利回りを引いた数字で示されます。市場でインフレ期待が高まるとインフレによって実質的にリターンが目減りする通常の国債よりも物価の上昇に合わせて将来のキャッシュフローが増加するインフレ連動国債が買われ、その結果、両者の利回り格差（BEI）は拡大します（図表3）。2013年5月のテーパータントラムの前にはBEIが2.5%程度まで上昇し、FRBに金融政策の正常化を催促する状態となりました。足元でもBEIは急上昇し、国債市場がFRBにQE縮小を促しているとも解釈できそうです。

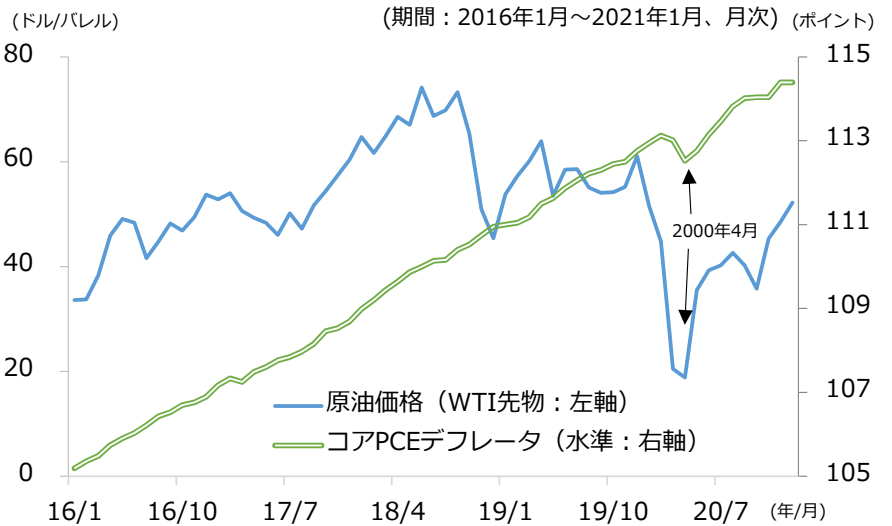
インフレとディスインフレ

足元で安定している実際のインフレ率がBEIを追う形で上昇に向かうかどうかは当面の焦点です。コアPCEデフレータは昨年4月に原油安を受けて急低下しました（図表4）。そのため、昨年4月が比較対象となる本年4月のコアPCEデフレータは急上昇することが想定されます。その後の原油価格の推移からも、当面前年比のエネルギー価格は高めに推移することが予想されます。また、企業は製造業を中心に製品価格の上昇を見込んでいます（図表5）。サマーズ元財務長官はバイデン民主党政権が提案する1.9兆ドルの追加景気対策がインフレを加速させると警告しています。欧州に目を向ければ、ドイツでコロナ禍の消費刺激策として導入された付加価値税（VAT）の軽減措置が昨年未に失効し、1月から炭素税が導入されたことが表面的なインフレ率を押し上げることになりそうです。欧州の消費財メーカー2社（アルコール飲料、化粧品）

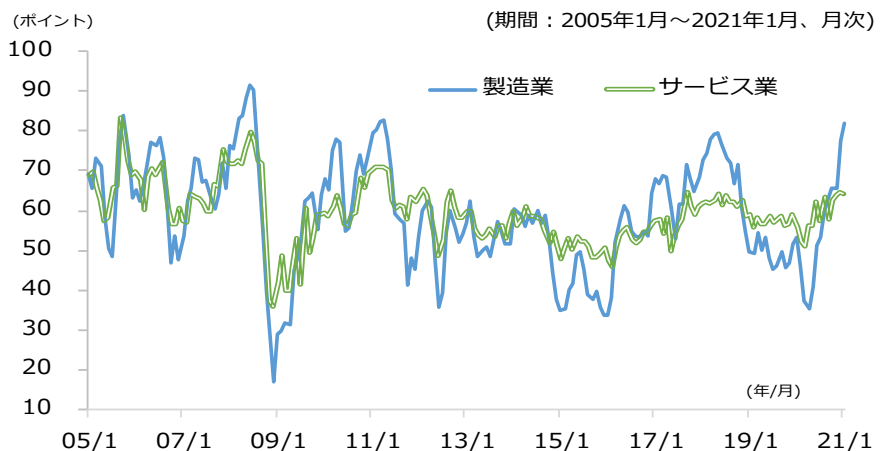
図表3 テーパータントラム前と現在の比較（10年金利とBEI）



図表4 原油価格とコアPCEデフレータ（指数）



図表5 ISM価格指数



（図表3-5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。



はコロナワクチンが普及すれば、1918年のスペイン風邪を克服した1920年代に見られた消費ブームがやってくるとの強気な見通しを発表しました。一方、構造的なディスインフレ圧力にも目配せする必要があります。DX（デジタルトランスフォーメーション）が進み、これまで人がやってきた仕事をAIやロボットが代わりに行うようになれば、中間層の購買力が益々低下し、物価は上がりにくくなりそうです。FRBのパウエル議長は4月にインフレ率が上昇しても、それは一時的な現象にとどまるとコメントしています。今後数カ月間は世界主要国のインフレ指標から目が離せない状況が続くと考えています。

金融市場の見通し

FRBがリーマン危機後に始めた緩和的な金融政策の正常化は資産買入れの縮小・停止、利上げ、バランスシート縮小の順番で進められました。近い将来にインフレが加速し、FRBが市場にQE縮小の意図を伝えれば2013年5月のテーパタントラムと同様の混乱が繰り返される可能性があります。市場参加者には学習効果があるため大きな混乱は避けられると思いますが、株式市場ではリフレ期待の後退によって上値が重くなり、米国債市場では金利上昇が続くとともに、QE縮小がインフレ期待の後退につながりそれまで買われてきたインフレ連動国債が通常の国債よりも売られ、BEIが低下する可能性があります。

以上（ストラテジスト）

<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。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【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へ帰属します。

【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3.85% (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2.09% (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0.0132% (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)