

2023年7月FOMC声明を受けた 米金融政策の今後と米ドル建て債券投資戦略

チーフ・インベストメント・
ストラテジスト
上田 祐介

[本レポートのサマリー]

- 1. 本レポートの目的** p.1
本レポートでは、7月のFOMCにおける声明やパウエル議長の記者会見内容などを元に、今後の金融政策の動向と相場予想、債券投資戦略に関する弊社の考え方を示す。
- 2. 2023年7月のFOMC声明で示されたメッセージ** p.1
7月のFOMC声明文とパウエル議長の発言内容のポイント;
 - 政策金利の目標レンジを5.25-5.50%に+0.25%引上げ
 - 証券保有額削減(量的緩和からの正常化)は予定通り継続。
 - 金融政策はインフレ抑制効果を完全に得られるほどではなく、まだ長い道のり。
 - FRBは米経済の後退を予想していない
- 3. なぜ市場とFRBの物価上昇に対する見方はずれるのか?** p.3
 - ここでは、利下げなどの政策転換に対する証券市場の先行期待と、実際の金融政策がなぜ一致しないのか、主に物価に関するデータに基づき弊社の考え方を示した。
 - 主には、(1)統計から生じやすい印象の誤謬、(2)消費者物価上昇率の実態、(3)生産者物価と企業の採算性、などからFRB側が丁寧な説明を続けている持続的なインフレ安定化までの距離に対する考え方には、一定の合理性が存在する。
- 4. FOMCにおける経済想定、金利想定についての考え方** p.6
 - FOMCのFF金利の誘導目標予想(ドットチャート)の考え方;
実務的な予想値というより政策目標に向けた意思表示との性格が強まっている
パウエル議長のコメントでは、2024年の利下げに転ずるトーンもあまり聞かれなない。
- 5. 弊社の金利想定** p.7
 - 弊社の金利想定を提示。市場コンセンサス程、急な金利低下を前提としない。
- 6. 米ドル建て債券投資戦略の考え方** p.8
 - 短期金利は政策金利に強く連動するが、長期・超長期の連動性は相対的に限定
 - 相対的に安定性が高い戦略; 利息収入などで着実な収益を確実に現金でリターンを蓄積し、再投資により元金が着実に増える債券への投資。(目安は直利で6-7%台)
 - 相対的に不安定性が高い戦略; 利息収入が小さく、デフレの長い金利の方向感にかけた債券投資。(例: 超長期の米国ストリップ債投資など)

5 バリュースセット ストラテジー・レポート

2023年7月 FOMC 声明を受けた米金融政策の今後と米ドル建て債券投資戦略

5 バリュースセット チーフ・インベストメント・ストラテジスト 上田 祐介

1. 本レポートの目的

2023年7月25～26日に FOMC が開催

2023年7月25～26日、米国連邦公開市場委員会(以下、FOMC)が開催され、政策金利指標であるフェデラルファンド(FF)金利を5.25～5.50%に+0.25%の引き上げを行うことが全会一致で決定された。本レポートでは、7月のFOMCにおける声明やパウエル議長の記者会見内容などを元に、今後の金融政策の動向と相場予想、債券投資戦略に関する弊社の考え方を示す。

2. 2023年7月のFOMC声明で示されたメッセージ

図表1には、2023年6月14日と7月26日付で公表されたFOMC声明文に記載された内容を比較した(赤字は変更のあった表現を示している)。変更はわずかであり、米国連邦準備制度理事会(以下、FRB)の米国経済に関する現状認識に下記の変化を確認できる。

[変更点]

政策金利の目標レンジを5.25-5.50%に+0.25%引上げ

- **経済の穏やかな拡大傾向はこれまでと同様に今後も継続しやすい。**
- **政策金利の「目標レンジ」は5.25-5.50%に+0.25%の引き上げ。委員会は追加的な情報とその金融政策への影響への評価を継続する。**

[現状認識(変更なし)]

証券保有額削減(量的緩和からの正常化)は予定通り継続

- インフレは高止まりしている。
- 銀行システムは健全だが、信用引き締めにより経済活動・雇用・インフレを引き下げる可能性も(不確実性が高い)
- 量的緩和政策からの正常化(QT;証券保有アウトライトの継続的な削減)は、事前の計画通り継続

パウエル議長の記者会見のポイント;

両期間における変更内容はわずかに留まり、これまでと変わらぬ現状認識となっていた。また、FOMC後のパウエルFRB議長の記者会見で触れられたコメントについて、各種メディア報道より以下で概観する。

インフレは継続中、金融政策は抑制効果を完全に得られるほどではない

- FOMCによる沈静化の取り組みが効果を生じているという明るい兆候が見られるが、金融政策は期待されたインフレ抑制効果を完全に得られるほどではなく、期間も不十分、との認識。
- 改めてわれわれは、インフレ率が2%目標へと持続的に低下していると確信するまで政策を抑制的なものに維持する意向であり、適切だと判断されれば追加引き締めに動く用意がある。このプロセスには恐らくまだ長い道のりが残っていると思われる。

まだ長い道のりが残っている

F R B は米経済の後退を予想していない

2023 年中は追加引き締め、又は現状維持

- F R B のエコノミスト・スタッフは、もう米経済のリセッション(景気後退)を予想していない。ただし、成長の顕著な減速が年内に始まるとも予想。
- 9月に追加利上げを行うかどうかは追加的な情報に基づき「ライブ」に判断。今後も含めて判断。ただし、9月は金利を引き上げるか、止めるかのいずれか。

図表 1 FOMC 声明の前回(2023/6)から今回(2023/7)における変化

	2023/6/14 FOMC声明	2023/7/26 FOMC声明
	https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20230614a.htm	https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20230726a.htm
米国経済の現状認識	最近の指標をみると、経済活動は緩やかなペースで 拡大を続けてきた ことを示唆している。ここ数カ月、雇用の増加は堅調であり、失業率は低い水準を維持している。インフレは高止まりしている。	最近の指標をみると、経済活動は緩やかなペースで 拡大を続けていること を示唆している。ここ数カ月、雇用の増加は堅調であり、失業率は低い水準を維持している。インフレは高止まりしている。
米国の金融システムと、信用引き締めの影響	米国の銀行システムは健全で回復力がある。それでも、家計や企業に対する信用引き締めは、経済活動、雇用、インフレの重しとなる可能性が高い。これらの影響がどう広がるかは依然として不確実な状況。委員会は、インフレリスクに引き続き非常に注意を払っている。	米国の銀行システムは健全で回復力がある。それでも、家計や企業に対する信用引き締めは、経済活動、雇用、インフレの重しとなる可能性が高い。これらの影響がどう広がるかは依然として不確実な状況。委員会は、インフレリスクに引き続き非常に注意を払っている。
政策金利に関する決定	委員会は、雇用の最大化と長期に持続的に2%のインフレ率を達成することを目指している。これらの目標を支えるため、委員会はフェデラルファンド金利の目標範囲を 5~5.25%に維持することを決定した。目標レンジを安定させることで、委員会は追加的な情報とその金融政策への影響を評価することができる。	委員会は、雇用の最大化と長期に持続的に2%のインフレ率を達成することを目指している。これらの目標を支えるため、委員会はフェデラルファンド金利の目標範囲を 5.25~5.50%に引き上げることを決定した。委員会は追加的な情報とその金融政策への影響への評価を継続する。
金融政策の全体感と、量的緩和からの正常化	委員会では、インフレ率を長期的に2%に戻すために適切と思われる追加的な金融政策の引き締めの程度を決定するにあたり、金融政策の累積的な引き締め、金融政策が経済活動とインフレに影響を与えるラグ(タイミングのずれ)、および経済金融の動向を考慮に入れる。さらに、委員会は、以前に発表された計画に記載されているように、財務省証券およびエージェンシー債およびエージェンシーモーゲージ担保証券の保有を削減し続ける。委員会は、インフレ率を2%の目標に戻すことに強くコミットしている。	委員会では、インフレ率を長期的に2%に戻すために適切と思われる追加的な金融政策の引き締めの程度を決定するにあたり、金融政策の累積的な引き締め、金融政策が経済活動とインフレに影響を与えるラグ(タイミングのずれ)、および経済金融の動向を考慮に入れる。さらに、委員会は、以前に発表された計画に記載されているように、財務省証券およびエージェンシー債およびエージェンシーモーゲージ担保証券の保有を削減し続ける。委員会は、インフレ率を2%の目標に戻すことに強くコミットしている。
今後の政策決定スタンス、判断材料	金融政策の適切なスタンスを評価するにあたり、委員会は、新たな情報が経済見通しに与える影響を引き続き監視する。委員会は、委員会の目標の達成を妨げる可能性のあるリスクが出現した場合、金融政策のスタンスを適切に調整する用意がある。委員会の評価においては、労働市場の状況、インフレ圧力とインフレ期待、金融および国際的な開発に関する見直しを含む幅広い情報が考慮される。	金融政策の適切なスタンスを評価するにあたり、委員会は、新たな情報が経済見通しに与える影響を引き続き監視する。委員会は、委員会の目標の達成を妨げる可能性のあるリスクが出現した場合、金融政策のスタンスを適切に調整する用意がある。委員会の評価においては、労働市場の状況、インフレ圧力とインフレ期待、金融および国際的な開発に関する見直しを含む幅広い情報が考慮される。

(注) 日本語訳は弊社の仮訳。詳細は出所リンクに含んだ原文をご参照いただきたい。表中の赤字は2時点間の変更内容を表す。
出所: [FOMC 声明文](#)より、5バリュースセットで作成

3. なぜ市場とFRBの物価上昇に対する見方はずれるのか？

政策金利の見直しに過度な期待を持つ、市場の期待が間違える3つの理由

米国の物価上昇率は、消費者物価(CPI)、生産者物価(PPI)共に、その上昇率は落ち着きを取り戻しつつあり、単月で見れば2023年6月にCPIは3%、PPIは0.1%まで低下した(図表2)。しかし、FOMCにおいては安定的な物価上昇率の目標値である2%に向け、「長い道のりがある」として、インフレへの警戒感を重視し続けている。ここでは、政策金利の方向性について、利下げなどの政策転換に対する証券市場の先行した期待と、実際の金融政策がなぜ一致しないのか、データに基づき弊社の考え方を示す。

(1) 統計から生じやすい印象の誤謬について

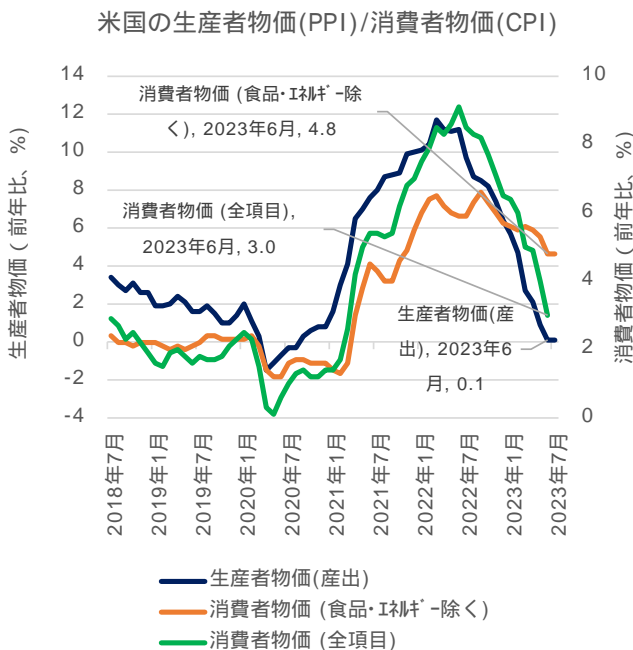
(1)物価が、大きな幅で段階的に変化していく状況では、前年比だけで見ると統計的に誤った印象を受けられる可能性がある

いささか基本的な話にはなるが、前年比での表示は大きな動きがあった後には、絶対的な動きとは異なる印象を与えやすい点を改めて確認したい。例えば、物価指数を年率で表示すると、生産者(企業)物価・消費者物価共に急速な落ち着きを見せている様に見える(図表2)。しかし、累積値で表示すると、物価がトレンドを描かずに急上昇と高止まりを繰り返すような動きを示している場合には、実際の物価の上昇は止まったものの、企業や消費者の所得等と比較して、物価が安定したとは言えない場合がある(図表3)。

過去3年の累積物価は約5%の上昇を維持

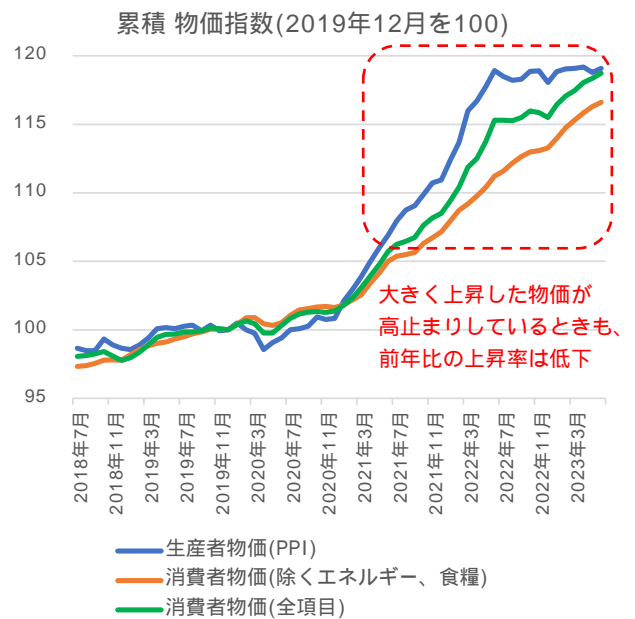
例えば、コロナ前の2019年末を基準とした累積物価が、年率で何パーセントの上昇をしてきたのかといったグラフに換算した場合には、生産者(企業)・消費者のいずれの物価も3年間累積の物価上昇の年換算値は5%程度の累積成長率を示している(図表4)。

図表2 米国の消費者物価・生産者物価上昇率の推移(前年比)



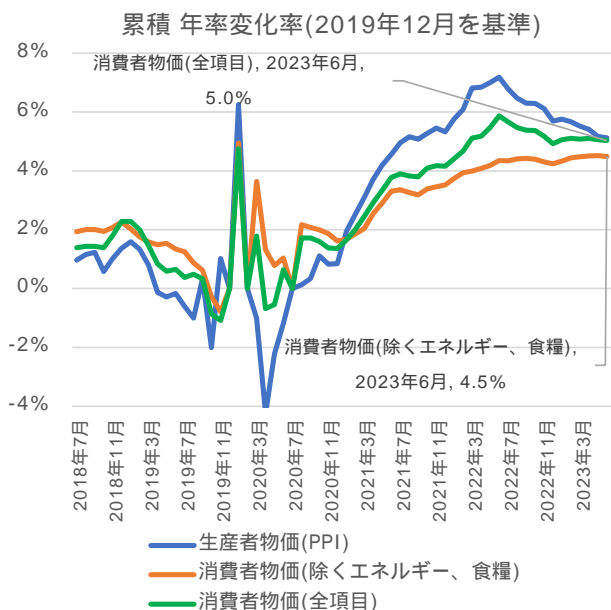
出所: Bloombergのデータをもとに、5パリュアセットで作成

図表3 米国の消費者物価・生産者物価の累積値推移(2019年末を100とする)



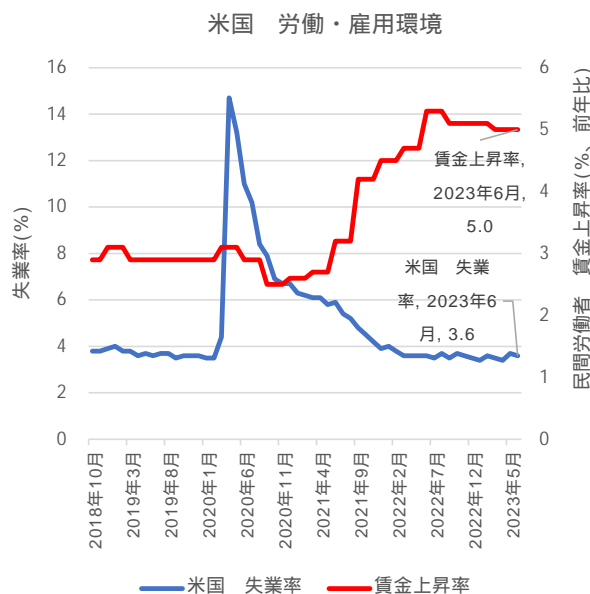
出所: Bloombergのデータをもとに、5パリュアセットで作成

図表4 米国の消費者物価・生産者物価の累積年率換算値



出所: Bloomberg のデータをもとに、5バリュアセットで作成

図表5 米国の労働・雇用状況 (賃金上昇率、失業率)



出所: Bloomberg のデータをもとに、5バリュアセットで作成

(2) 消費者物価上昇率の実態

(2) エネルギー・食料価格の乱高下により、これらを含む CPI は3%程度の上昇に見えるが、除いた場合には引き続き+4.8%の上昇

消費者物価の全項目を前年比だけで見ると、一時の+8%超えから+3%前後まで抑制されたように見える。しかし、これは前年にロシアによるウクライナ侵攻の影響で、エネルギー・食料などの価格が急騰した反動でもある。エネルギー・食料を除いたベースの消費者物価は、そもそも年率でも引きつづき+4.8%と高い水準を維持しており、FRB が期待する持続的な+2.0%台への収束にはまだ距離がある状態となっている。

賃金上昇は、まだ累積物価上昇幅には及ばない

また、米国消費者の賃金上昇率が5%を上回ったのは2022年6月以降であり、2021年5月には米国の全項目ベースの物価上昇率が5%を上回っていたことと比較すると、まだ累積物価上昇ペースとの乖離が収まった段階に過ぎない。足元では実質賃金上昇率はプラスに転じているが、それまでの累積した実質賃金の目減り分は、部分的にしか回収できていない段階ということになる。よって、タイトな労働需給環境を考えれば、今後も賃金の上昇は継続しやすく、ひいては企業の雇用コストにも継続的に影響しやすい。

(3) 生産者(企業)物価と企業の採算性

(3) 企業物価の累積上昇幅は消費者物価を上回る。

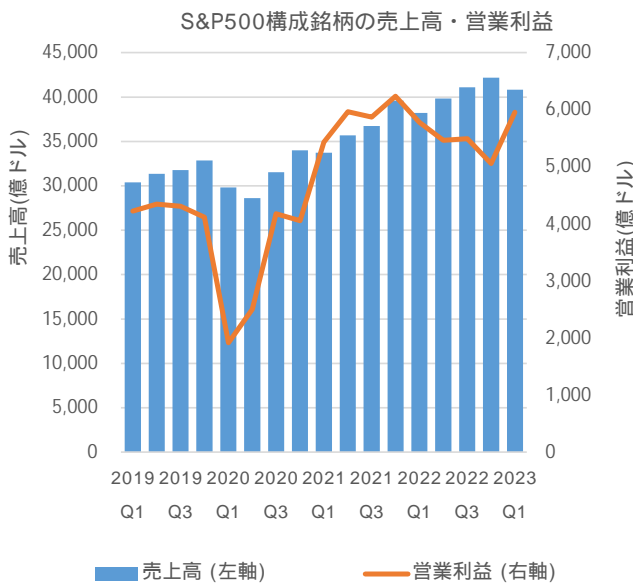
パウエル議長のコメントにも示される通り、過去1年のFOMCでは物価上昇率ではなく労働需給の影響について、重ねて言及されてきた。前述の通り、生産者物価は前年比(図表2)では同水準に落ち着いたように見えるが、コロナ後の累積値の年率換算平均(図表4)で+5%程度の上昇を継続しており、2019年末以降の累積値の水準(図表3)は約19%に達して高止まりしている。

企業は、十分な価格転嫁を行えていない

逆に言えば、たとえば製造業の売上高や原価が生産者物価と同水準で年率5%程度の成長を続けていれば営業費用や原価の一部を労働コストの+5%増にも耐えられるが、価格転嫁が十分に進まなければ、営業利益が圧迫される状況も生じうる。

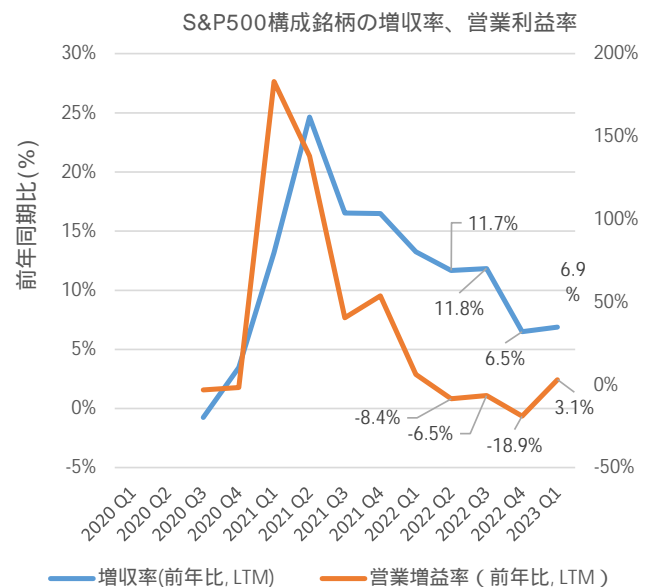
そこで、米 S&P500 の構成企業に関する売上高と営業利益の推移を図表6に、増収率と営業増益率の推移を図表7に、それぞれ示した。

図表6 米国 S&P500 構成企業の売上高・営業利益推移



出所: Bloomberg のデータをもとに、5バリュアセットで作成

図表7 米国 S&P500 構成企業の増収率・営業増益率推移



出所: Bloomberg のデータをもとに、5バリュアセットで作成

S&P 構成銘柄では、前年比での増収は継続的に維持しているものの、営業利益については十分なマージンを確保できず 2022 年には前年比での減益傾向を継続していた。ただし 2023 年 Q1 には営業増益に転じている(ここまで図表 6、7)。労働需給がタイトな現状では、労働コストなどのコスト・プッシュによりさらなる価格転嫁と物価上昇が生じうるため、潜在インフレ要因を考える上では、労働需給も重要な要因としてウォッチせざるを得ない状況だ。(もし、労働需給が緩めば、企業は従業員や賃金をカットしてコストを下げマージンの確保に乗り出し得る。)

[結論]

FRB側が丁寧な説明を続けている持続的なインフレ安定化までの「長い距離」に対する考え方には、一定の合理性が存在

以上の状況から、FRB側が丁寧な説明を続けている持続的なインフレ安定化までの距離に対する考え方には、一定の合理性が存在する。よって、金融市場が過度な期待を持つ金融政策の緩和期待転換には時間がかかり、また生産者物価(PPI)や、消費者物価(CPI)の「前年比変化率」が単月ベースで一時的に0やマイナスになったからと言って、金融政策担当者が持続的なインフレの安定化とは判断しない根拠が存在するものと考えられる。

4. FOMC における経済想定、金利想定についての考え方

7月のFOMCでは、FF金利の誘導目標に関する各委員の想定値の分布図(ドットチャート)は公表されない。しかし、今回のFOMCで0.25%の利上げが行われ、2023年のドットチャート上の年末目標水準にさらに近づいた。ただし、2024年以降も目標値が将来のフォワードレートを示していると考えられることは、必ずしも適切ではないと弊社では考える。

FOMCのFF金利の誘導目標予想(ドットチャート)のポイント;

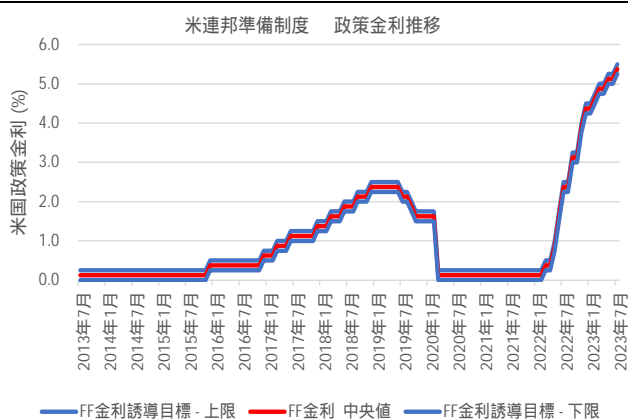
実務的な予想値というより政策目標に向けた意思表示との性格が強まっている

パウエル議長の記者会見コメントでは、2024年に利下げに転ずるトーンさえもあまり聞かれない

前回の弊社レポートでも述べたように、過去1年間のドットチャートにおける次年度以降の目標は、予想よりも政策意図を示した意思表示の性格が強まっており、一方で将来予想としての先行指標にはなっていない。実際にインフレ目標が達成できるかどうかは別として、価格の引き下げに失敗し利下げが生じない、という見通しを中央銀行が示すわけにはいかないため、こうした傾向が示されたものと弊社では考えている。

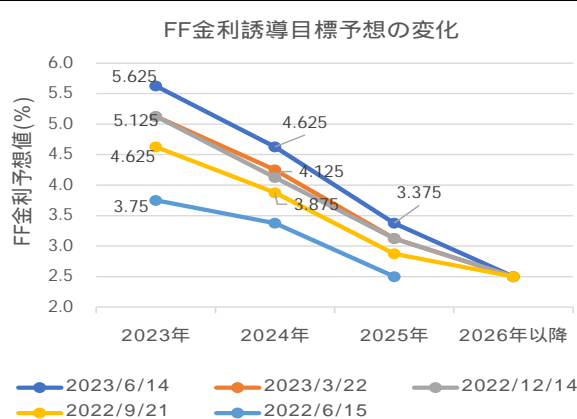
一方で、図表9に示した通り、FOMCでは昨年から継続的に2024年以降の誘導目標予想値も、実勢に合わせて引き上げ続けており、ドットチャートが示す未来はこの1年半程度には全く実現していない。6月にはパウエル議長の記者会見における「利下げは2年程度先」と言及していたが、今回の7月の記者会見でもインフレとの闘いを「まだ長い道のりが残っている」とコメントしている。よって、FOMCのドットチャートが実務的な予想値というより政策目標に向けた意思表示なのであれば、これを単純に将来フォワードレートの予測値とすることは、逆に債券投資における投資評価を見誤る可能性がある、と弊社では考えている。

図表8 米国の政策金利(FF金利)誘導レンジ推移



出所: Bloomberg のデータをもとに、5バリュアセットで作成

図表9 FOMCのFF金利目標予想中央値の推移



出所: Bloomberg のデータをもとに、5バリュアセットで作成

5. 弊社の金利・為替想定と着目点

銀行システムが正常に機能している時に、物価上昇率を上回る政策金利水準を持続することはインフレ対策上で整合的(金利の高止まりの可能性)

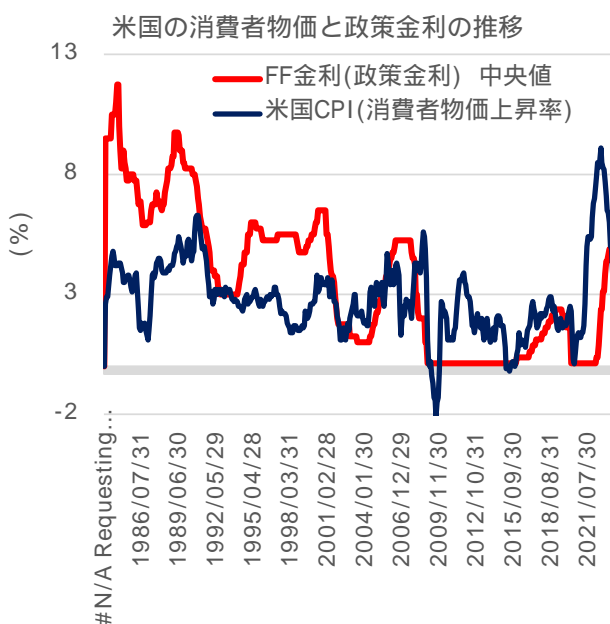
インフレにより名目・実質 GDP 成長率が乖離している際に、実質だけを見て長期の市場金利が低下するとは限らない

市場における資金の過度な流動性に起因したインフレ(通貨価値の下落)の抑制を目標とする場合に、信用創造を司る銀行システムが正常に機能していれば、政策金利は物価上昇率を上回る水準を持続することが、テイラー规则的な観点からも自然な政策運営であり、実際にこうした金融政策がとられた期間の方が長い(図表 10)。この傾向は、十分な水準で安定的な水準にインフレが抑制されないうちは政策金利の引下げを行わない、とするパウエル議長のコメントとも整合的だ。

また、物価上昇率の影響で実質 GDP と名目 GDP の成長率が著しく乖離している環境下において、2023 年第 2 四半期(4-6 月)の実質 GDP 成長率が改善することにより、名目 GDP とのギャップが縮んでいる(図表 11)。パウエル議長も記者会見において、「米国における深刻なリセッションを想定していない」旨の発言を行っており、これまで市場の一部で主張されていた景気後退への懸念からの金融政策の緩和方向への転換シナリオは一旦否定された状況に近い。そもそも過剰な資金の流動性が解消されていないインフレ下の景気減速に対して、利下げのような追加資金供給は効果的な景気刺激策にはなり得ず、金融政策の観点からも市場のコンセンサスの観点からも、早期の市場金利の低下は 2023 年中には生じにくくなった、と弊社では考える。

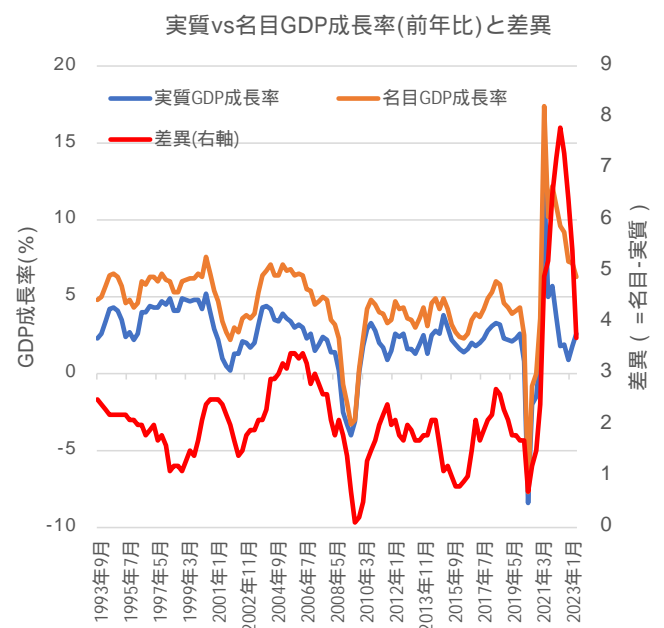
こうした想定の下で、弊社と市場コンセンサス(Bloomberg ベース)との金利・為替の想定に関する違いを、以下の図表 12 で比較した。ドットチャート上ではさらにもう 1 回の利上げ余地(+0.125%)は残されている一方で、利上げペースはスローダウンしており米ドル市場の金利は高止まりした水準で停滞しやすい、と考えている。

図表 10 米国の物価上昇率と政策金利の推移



出所: Bloomberg のデータをもとに、5バリューストックで作成

図表 11 実質/名目 GDP 成長率(前年比)と市中金利



出所: Bloomberg のデータをもとに、5バリューストックで作成

図表 12 米国金利指標に関する Bloomberg コンセンサス予想(2022/7/28 時点)と弊社想定の違い

	米国金利	2023/07/28		2023/12	2024/6	2024/12	2025/6	2025/12
		前四半期末 2023/6	直近 2023/07/28					
Bloomberg コンセンサス	米中央銀行レト(%)	5.25	5.50	5.50	4.80	3.95	3.35	3.10
	米3ヵ月レト(%)	5.55	5.63	5.32	4.69	4.00	3.54	3.38
	米2年国債(%)	4.90	4.89	4.41	3.80	3.41	3.13	3.09
	米10年国債(%)	3.84	3.98	3.64	3.48	3.42	3.33	3.41
5VA 想定	米中央銀行レト(%)	5.25	5.50	5.63	5.53	5.25	4.90	4.65
	米3ヵ月レト(%)	5.55	5.63	5.54	5.46	5.20	4.87	4.63
	米2年国債(%)	4.90	4.89	5.16	5.22	4.98	4.69	4.47
	米5年国債(%)	4.16	4.20	4.46	4.76	4.57	4.38	4.20
	米10年国債(%)	3.84	3.98	4.05	3.99	3.93	3.87	3.82

(注). Bloomberg コンセンサスは、同社が集計した市場予想値の集計値を、5VA 想定は5バリュアセットの想定値を、それぞれ示している
出所: Bloomberg のデータをもとに、5バリュアセットで作成

弊社の金利・為替想定は、市場コンセンサス程、急な金利低下を前提としない

なお、今回の FOMC を受けて市場コンセンサス予想は、2023-2024/3 頃までの金利予想を引き上げる一方で、2024 年後半以降の金利水準を引き下げ、これまでの想定以上の急激な政策金利の引き下げと市中金利の下落を想定している。(弊社想定は2月から変更していない。)こうした市場想定に関する差は予想金利の水準だけでなく、想定為替レートにも大きく影響する。

6. 米ドル建て債券投資戦略の考え方

過去実績でも、短期金利は政策金利に強く連動するが、長期・超長期の連動性は相対的に限定

米政策金利の急激な低下が当面生じにくいとの前提から、2024 年前半までに短期(2年以内)の米国債金利の低下も穏やかなペースでしか生じにくいだろう。また、この間、政策金利の見通しに連動しやすい2年金利などの短期金利とは異なり、10年、30年などの長期金利は過去の傾向(図表 13)から必ずしも政策金利に連動して低下しにくい、と弊社では想定する。一方、その後は政策金利と短期金利の低下は進むものの、超長期ゾーンでは順イールドのリスク・プレミアムが想定され、短期~10年までと10~30年までのイールド・カーブの動きは、市場参加者の性格の違いもあって連動しにくい相場形成となりやすい、と想定する(図表 14)。こうした想定から、弊社では米ドル建て債券への投資戦略のポイントを以下のように考える。

相対的に安定性が高い戦略は、利息収入などで着実な収益を確実に現金でリターンを蓄積し、再投資により元金を積み増す戦略

- 相対的に安定性が高い戦略は、利息収入などで着実な収益を確実に現金でリターンを蓄積し、再投資により元金が着実に増える債券への投資。目安として直利の高い(6-7%台を目安)で2-10年以内のクレジット債などによる債券投資を行えば、為替が円高に振れてもこれを埋めるだけのドル・ベースでの元金増加を達成しやすくなり、円ベースの投資家のリターンが向上しやすい。(為替レートを考慮したおおむね2年程度の投資期間においても円ベースでの利益を確保しやすくするには、5.5%以上の直利を得られる債券が目安と考える。)

相場の方向感(特に超長期金利の低下)に欠けたポジションは機能しにくい

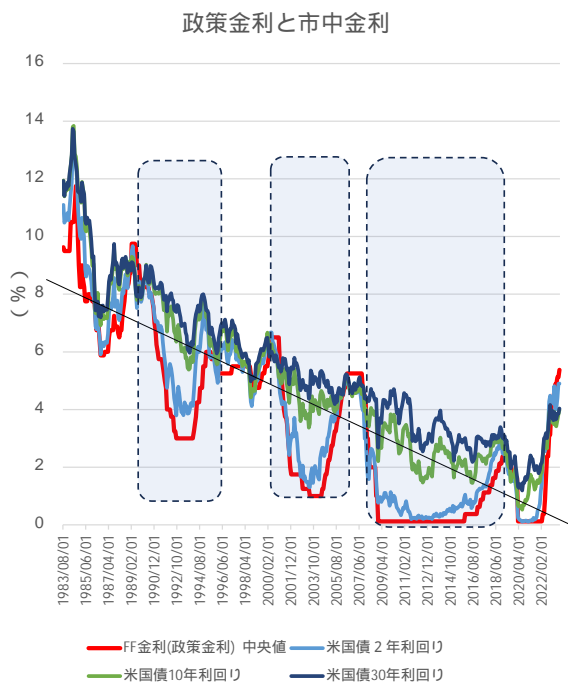
発行体のビジネスモデルが長期にわたり安定した債券であれば、超長期債(20-30年)についても、投資対象として検討できる

- 逆に、不安定性が高いと考えられる戦略は、利息収入などのキャリー収益が小さく、デレッションの長い(価格変動の大きい)債券を、利下げによる価格上昇期待で購入する債券投資。典型的なのは、25年超の米国ストリップ債投資など。
- 超長期債(20-30年)については、非常に長期にわたる安定収益を目標とする場合には、投資対象として検討できる。ただし、発行体のビジネスモデルが長期にわたり安定した債券を想定すべき(例: 公益性の堅い無線通信インフラ企業などは、ハイテク系の同格付け企業よりも社債投資では検討しやすい)。

当面の米国経済の足腰の強さにはパウエル議長も言及しており、数年後以降の将来にインフレ率の低下や金融政策の正常化が完了していれば、逆に米国経済は正常な成長・回復過程にのり、米国債のイールド・カーブも順イールドに転換し長期債の利回りが短期を上回っている可能性もある。金利低下による「買わないリスク」といったトレンドと時価変動に乗ったストーリーに対しては、冷静な判断が必要だ。

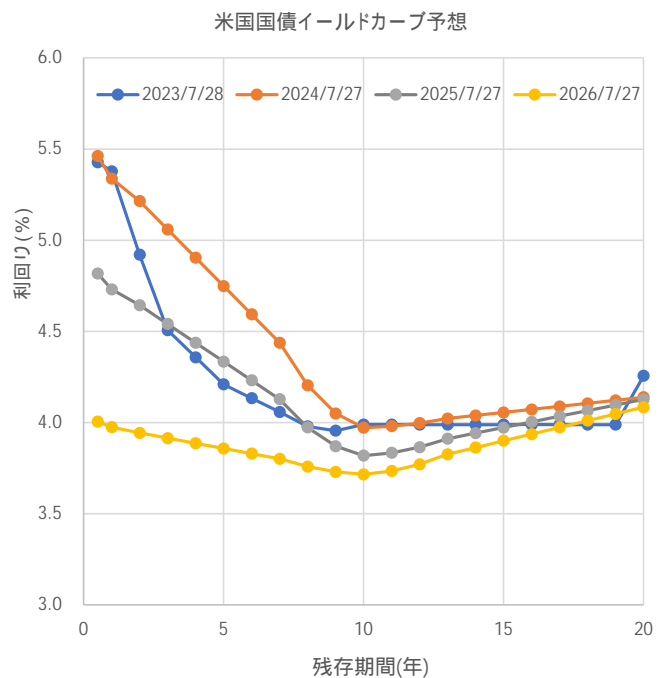
以上

図表 13 政策金利と長短米国債利回りとの関係



出所: Bloomberg のデータをもとに、5バリュアセットで作成

図表 14 弊社のイールド・カーブ予想



出所: Bloomberg のデータをもとに、5バリュアセットで作成

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義をお客様に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、誠実義務、利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

ムーディーズ・インベスターズ・サービスについて	S&P グローバル・レーティングについて	フィッチ・レーティングスについて
<p>格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス(以下「ムーディーズ」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)</p>	<p>格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング(以下「S&P」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング株式会社(金融庁長官(格付)第5号)</p>	<p>格付会社の呼称について 格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号)</p>
<p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。</p>	<p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.spglobal.com/ratings/jp/index)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」(https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered)に掲載されております。</p>	<p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.fitchratings.com/ja)の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」(https://www.fitchratings.com/ja/regulatory)の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。</p>
<p>信用格付の前提、意義及び限界について ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。</p>	<p>信用格付の前提、意義及び限界について S&P グローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものではありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものではありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。S&P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合のみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。</p>	<p>信用格付の前提、意義及び限界について フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明についてはフィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。</p>

この情報は、2022年8月10日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

Disclaimer

本資料は、5VA が本資料を受領されるお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

開示事項

本資料の作成及び配布は 5 バリュアセット株式会社（以下、5VA）が行っております。

5VA では調査部門の活動（リサーチレポート作成、リサーチ情報の伝達を含む）に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA はリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチレポートが公開される前後 3 か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリスト（以下、同アナリスト）は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

免責事項

本資料内で 5VA が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性を客観的に検証しておりません。本資料内で 5VA 以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性について 5VA は一切責任を負いません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。

5VA は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる保証も表明しておりません。また、5VA は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点において 5VA が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、本資料に含まれる情報は金融市場や経済環境の変化等のために最新の内容ではない可能性があることをご認識ください。5VA では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、5VA は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。資料内に出所を明記した時価が掲載されている場合であっても、その価格で取引可能であったこと/あることを保証するものではありません。

本資料の作成にあたり、5VA では本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮しておりません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものであるとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならず、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。5VA は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象(直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況) についても一切の法的責任を負いません。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあり得ます。5VA では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことがありますが、いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、5VA 及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様と5VA 並びにその社員との間で、利益相反が起こりうることに留意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があったとしても、5VA では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright 5VA Co., Ltd. All rights reserved.

本資料は5VAの著作物であり、著作権法により保護されております。

5VAの書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

〒100-0005 東京都千代田区丸の内1丁目4-1

丸の内永楽ビルディング 20階

5バリューアセット株式会社 調査部

(金融商品仲介業者 近畿財務局第437号)

この書面は金融商品仲介業者（以下、弊社）が所属金融商品取引業者等の委託を受けて行う金融商品仲介業に関し、広告又は広告類似配布物をお客様にお渡しする場合に一緒にお渡しする書面です。お取引前に下記内容をご理解くださいますよう、お願い申し上げます。

広告等補完書面（金融商品取引法 66 条の 10（広告等の規制）に基づく表示

金融商品仲介業者の商号 **5 バリュースセット株式会社**

登録番号：近畿財務局長（金仲）第 437 号

楽天証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 195 号

加入する協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

東海東京証券株式会社 金融商品取引業者 東海財務局長（金商）第 140 号

加入する協会：日本証券業協会一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融
商品取引業協会、一般社団法人日本 STO 協会

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 165 号

加入する協会：日本証券業協会一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人金融
先物取引業協会、一般社団法人日本暗号資産取引業協会、一般社団法人
投資顧問業協会

【手数料等について】

商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（例えば、国内の金融商品取引所に上場する株式（売買単位未満株式を除く。）の場合は約定代金に対して所属金融商品取引業者等ごとに異なる割合の売買委託手数料、投資信託の場合は所属金融商品取引業者等および銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等）をご負担いただく場合があります（手数料等の具体的上限額および計算方法の概要は所属金融商品取引業者等ごとに異なるため本書面では表示することができません。）。債券を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます（購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。）。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、または異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて所属金融商品取引業者等ごとに決定した為替レートによるものとします。

【リスクについて】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況（財務・経営状況含む。）の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ（元本欠損リスク）、または元本を超過する損失を生ずるおそれ（元本超過損リスク）があります。

なお、信用取引またはデリバティブ取引等（以下「デリバティブ取引等」といいます。）を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額（以下「委託保証金等の額」といいます。）を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ（元本超過損リスク）があります。

上記の手数料等およびリスク等は、お客様が金融商品取引契約を結ぶ所属金融商品取引業者等（上記記載）の取扱商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

(202204 159) (2016年5月) 0390900204