

運用キャリア30年超の
ファンドマネージャーが教える

金利を見れば 投資はうまくいく

【日本編】

About the economy,
investments and interest rates

堀井正孝
Masataka Horii

はじめに

「金利」を知れば、 投資に役立つ

今までと何かが違うぞ、日本経済

日本では、2023年5月8日からCOVID-19（新型コロナウイルス感染症）が5類感染症へ移行し、日常生活が戻りましたが、どうも以前とは様子が違います。

身近では、値上げに次ぐ値上げ、人手不足でサービスが低下、ローン金利の上昇など、出費が増えた、値上げはいつまで続くの？と不安に思いませんか。

日経平均株価は、2024年3月に40,000円突破、7月11日には42,222円の史上最高値更新しましたが、肌で感じる景気とギャップを感じませんでしたか。

2024年7月31日に利上げ決定すると、8月5日に日経平均株価は前週末比▲4,451円と大暴落、米ドル円はたった1日で10円近く円高に……驚きませんでしたか。焦りませんでしたか。

「金利」は、下落を察知か

金利の変化は、何かを知らせるサインです。

株価が上昇し続ける中、当初、上昇していた長期金利が、2024年7月頃から上昇を止め、低下し始めていました。気づいていた方は、株価最高値更新や利上げの発表に警戒感を抱いたはずです。

日本経済の大転換、金利のある時代に

日本は、ここ数十年続いた超低金利（ほぼゼロ％）時代から、プラス％の時代に戻ろうとしているのです。今までとは違います。歪みもギャップも、イレギュラーな動きも出てくるでしょう。だからこそ、「金利」という軸を作り、予測や判断に役立てていただきたいのです。

「金利」は金融市場の「炭鉱のカナリア」である

炭鉱労働者にとって、カナリアは一種の警報（アラーム）で、坑道に3羽のカナリアを連れていき、1羽でも鳴き止んだら、ガスの発生等「なんらかの変調・危険」があると察知しました。

金融市場の変調を知らせてくれるのが「金利」だと、私は確信しています。

経済の中心は「金利」

そんな単純なことではありませんが、「金利」が動いたから、2024年8月5日、株価と為替が動きました。

米国の金利が世界経済を、日本の金利が日本経済を動かし、各国の金利が変わることで影響を受け合います。だから、日本を含め世界各国が米国の動向に注目するのです。

金利を見れば、景気が分かる

金利の見方、使い方さえ習得すれば、「金利」は、景気と言う漠然としたものを具体化してくれるツールとなり、景気を考える上で、誰よりも頼りになる存在です。

今、日本で起こっていることは、決して特異な事態ではありません。「金利」を見れば、今起きていることの背景が、今の景気が、日銀（日本銀行）の気持ち、これからの課題が分かるはず。

景気には四季がある

景気の善し悪しは、今日明日で区切ることはできませんが、景気には、日本の四季のように、春・夏・秋・冬があるのです。「金利」が動いて、季節を教えてください。

金利を、投資に活かす

季節ごとに、効率の良い投資先があります。大切な資金を増やすため、是非「金利」を投資に役立ててください。

本著は、「日本編」のタイトルとおり、できる限り、日本の金利と経済に絞りました。そんなに言うなら、日本なら身近だし、これから役に立つかもしれないし、「金利」を学んでみようかなと思っただけなら幸いです。

なお、『改訂版 金利を見れば投資はうまくいく』（2022年6月）では、米国を中心に金利と経済を詳しく説明しています。本著と合わせてお読みいただければ、金利の見方、米国の役割、米国と日本の違いなどさらに理解を深めていただけると存じます。

はじめに

「金利」を知れば、投資に役立つ 2

今までと何かが違うぞ、日本経済 2

「金利」は、下落を察知か 3

日本経済の大転換、金利のある時代に 3

「金利」は金融市場の「炭鉱のカナリア」である 3

経済の中心は「金利」 4

金利を見れば、景気が分かる 4

景気には四季がある 4

金利を、投資に活かす 5

〈読み替え・略語 一覧〉 18

第 1 章

景気と金利の関係

1	金利とは？	20
①	お金が動くとき、金利が誕生	20
②	「インフレ」で、100万円の価値が 1年後に減っているかも	22
i	インフレーション (inflation)、略して「インフレ」	
ii	デフレーション (deflation)、略して「デフレ」	
iii	インフレ率 (物価上昇率)	
2	覚えるべき3つの金利	24
①	短期金利：政策金利	24
i	政策金利とは中央銀行に支払う金利	
ii	金融政策とは政策金利の変更	
②	長期金利：10年国債利回り	26
i	「債券」とは、期間・利率を定めた資金調達の一つ	
ii	10年国債利回りは10年の基準金利	
③	社債利回り	27
i	社債と国債は発行体の違い	
ii	流通利回りの差は、信用力の差	
iii	格付けは信用力の通信簿	
iv	社債スプレッド (%) = 社債利回り - 国債利回り	
3	日銀 (日本銀行) の役割	30
①	日銀の立ち位置は？	30
i	長期金利との関係	
ii	短期金利との関係	

② 日銀が景気をコントロール	32
i 資金供給 (QE)	
ii 資金吸収 (QT)	

4 経済の中心にあるのが「金利」.....34

① 2つの景気サイクル	34
i 金融政策サイクル (5年)	
ii 信用サイクル (10年)	
iii ちなみに、米国の景気サイクル	
② 金融政策サイクルには四季がある	38
i 四季の特徴	
ii Point 1：長期金利は、短期金利の先を行く景気の「バロメーター」	
iii Point 2：長短金利差は、景気の「先行指標」	
iv Point 3：長短金利差がマイナスになったら冬接近	
③ 切り離せない米国の影響	46
i 全ては米国から始まる	
ii 米国の景気サイクルの特徴	
iii 為替が日本に連れてくる米国の影響	
④ 銀行が融資するか、それが信用サイクル	54
i 信用サイクルの4つの局面	
ii 社債スプレッドで分かる信用リスク	
iii 金融政策サイクル+信用サイクル=10年に1度の危機	
iv 景気後退のサインは、社債スプレッドの拡大	

第2章

日本の金融政策を 振り返る ～今を知る一番の近道～

1	歴史は繰り返されるのか	64
2	① 円高が呼んだバブル (1980年～1990年)	68
	① 米国：1980年代前半 ネックとなった「米ドル高」	68
	② 日本：1981年～82年 「米ドル高・円安」の恩恵 (①a春)	69
	③ 日本：1982年 貿易摩擦で、短期金利高め誘導 (①a夏)	69
	④ 米国：1985年 プラザ合意で「米ドル安」	70
	⑤ 日本：1985年 許されなかった貿易一人勝ち (①a秋)	70
	プラスα：経常収支に変化あり	71
	⑥ 日本：1986年～87年 円高不況に (①b冬)	74
	i 計5回もの利下げ	
	ii 商品を進化させた円高デメリット	
	iii 低インフレという円高メリット	

- ⑦ 米国：1987年2月 ルーブル合意で、米ドル買いへ75
- ⑧ 日本：1987年 バブル誕生 (①b春)75
- i 金(カネ)余りの日本
 - ii 天井知らずの株高、不動産高
- ⑨ 米国：1987年10月 ブラックマンデー76
- i グリーンスパンFRB議長就任で、引き締め開始
 - ii 1987年10月19日 ブラックマンデー(暗黒の月曜日)
- ⑩ 日本：1988年～89年
金融政策サイクルを逸脱 (①b夏)77
- i 金融政策サイクルを逸脱
 - ii バブル膨張
 - iii 日銀がバブル退治に目標変更
 - iv 計5回の利上げ
- ⑪ 日本：1990年
遅すぎ&急激過ぎた利上げ (①b秋)78
- i 金融政策サイクルを逸脱で、株価暴落
 - ii 金利は警告していた

3 ② 何度もの危機で、繰り返す冬 (1991年～2007年)82

- ① 日本：1990年～97年 繰り返す冬82
- i 1990年 バブル崩壊・信用サイクル悪化 (②c冬)
 - ii 1991年 「株安、円安、原油高」の逆風 (②c冬)
 - iii メキシコ通貨危機で、1995年 短期金利低め誘導 (②c'冬)
 - iv 1997年 アジア通貨危機で、景気減速 (②c'秋)
- ② 日本：1998年～2007年 正常化へ2度失敗86
- i 1998年 利下げへ (②d冬)
 - ii 1999年 米ドル買い介入で、MB拡大 (②d春)
 - iii 2000年 金融政策正常化へ1度目のトライ (②d夏)
 - iv ITバブル崩壊で、2001年 ゼロ金利政策ふたたび (②d'冬)
 - v 2006年 金融政策正常化に2度目のトライ (②d'夏～秋)
 - vi 金利も警告していた

プラスα：長期金利が上昇する春、ショック到来92

- i タテホ・ショック (①b 春)
- ii 資金運用部ショック (②d 春)
- iii VaRショック (②d' 春)
- iv 米国地方銀行相次ぎ破綻 (第4章参照)
- v カリフォルニア州オレンジ郡破綻

**4 ③ もう失敗できない日銀
(2008年～2024年)**94

① 米国：2008年「リーマンショック」勃発
米ドル安へ94

② 日本：2008年～13年 日米の危機 (③e冬)95

- i 2008年 利下げ開始
- ii 2011年 東日本大震災で、超円高へ

③ 日本：2013年～16年
異次元緩和を宣言 (③e冬～春)95

- i 2013年1月 インフレ目標の導入 (③e冬)
- ii 2013年3月 異次元緩和開始 (③e冬)
- iii 2016年1月 マイナス金利の導入 (③e冬)
- iv 2016年9月 YCCの導入、実は金融引き締め (③e夏)

④ 日本：2018年 フォワードガイダンス導入 (③e秋)99

⑤ 日本：2018年～19年
金融政策正常化へ動き出す (③f)103

- i 2018年10月 シャドー金利低下 (③f 冬)
- ii 2019年10月 国債買入額を縮小 (③f 夏)
- iii 2019年12月 COVID-19を確認 (③f 秋)

⑥ 日本：2020年～24年現在
コロナショックから急回復、正常化へ (③f')104

- i 2020年 金融緩和を強化 (③f' 冬)
- ii 2020年5月～21年 MB急拡大 (③f' 春)
- iii 2024年 金融政策正常化へ本格始動 (③f' 夏)

第 3 章

日本の金利が動き始めた！

1	季節は春から夏へ、動き始めた日本の金利	110
	① 2023年4月、日銀、新体制発足	110
	② 2023年7月、YCCを修正	112
	③ 無風だった2024年3月会合	114
	④ 2024年4月会合 円安が加速	116
	プラスα：なぜ円安なのか？ 実質金利から説明	117
	i 名目金利と実質金利	
	ii 実質金利の差	
	iii 円安をやめるか、金利上昇か	
2	夏の気配感じるも、早くも秋か？	120
	① 2024年7月会合 変わり始めた日銀のスタンス	120
	② 2024年8月5日、株価大暴落	122
	③ 利上げ後に景気後退の過去	124
	i 利上げ後に景気後退	
	ii 米→欧→日のタイムラグ	
	④ 短い夏、早くも秋か？	126
	i 長期金利低下で秋の気配か	
	ii 金は冬が短いことまで知っているのか	

プラスα：住宅ローン金利を考える時代が来た	130
i 金利はどこまで上がるのか？	
ii フォワード金利で分かる、将来の変動金利水準	
iii 変動金利と固定金利の関係	
iv フォワード金利を観察しよう	
v リスクプレミアムは、 リスク享受のご褒美か、リスク回避の保険料か	

第4章

どうする日銀

1 利上げは、続くのか？	140
① 長期国債買い入れ減額が始まった	140
② カネ余りが終了	142
③ 銀行の預金獲得競争が始まる	144
2 課題1：利上げとQTで、 米銀破綻の現実	146
① 2023年3月、米国で見られた銀行不安	146
② 破綻を招いた春の評価損と預金流出	148
③ 日本の銀行は大丈夫か？	150
3 課題2：誰が日本国債を 買うのか？	152
① 国債発行が急増	152

② 国債は日銀へ	153
③ 誰が日本国債を買うのか?	154
④ 頼りにならない海外投資家	156

4 課題3：CDSは警告する、 悪い金利上昇

① 良い金利上昇と悪い金利上昇	158
② ギリシャショックとトラスショック	159
i ギリシャショック	
ii トラスショック (英国)	
③ トランプショックは、問題なし	162
i トランプショックは、良い金利上昇	
ii 債務上限引き上げ問題は、悪い金利上昇	
④ 日本のCDSは、大丈夫か?	164
⑤ 短期金利「命」の日本	166
i 日米の財政に明暗か	
ii 利払い費増の米国	
iii 統合政府で負担減の日本	
iv 住宅ローンも短期金利「命」	

第5章

世界から日本を考える

1 まず、米国のサイクルを確認

① ワールド・ダラー (WD) から見た米国	172
i WD = 米国内ドル + 海外ドル	

ii WDで季節が移り変わる米国 冬へ	
② 長短金利から見た米国	176
③ 信用サイクルから見た米国	178
i 米銀の融資姿勢から見る信用サイクル	
ii 企業のレバレッジ状況	
④ 米国のメインシナリオ：早めの春	183
i 米国の今：短い冬の始まり	
ii 米国のこれから：短い冬→春へ	
⑤ 米国のリスクシナリオ：信用サイクルの悪化	188
i 気になる米国の商業向け不動産	
ii 信用サイクル悪化 → 大幅利下げ → 米ドル安	
2 日本	
① 日本の信用サイクル	192
i 企業収益から見る信用サイクル	
ii 銀行株が語る信用サイクル	
② 今の日本の金融政策サイクル	194
i 為替ありきの日本	
ii 長短金利差から見える金融政策サイクル	
iii 日本の金融政策サイクルの今を考える	
③ 世界から見た日本（メインシナリオ）	200
i メインシナリオのポイント	
ii 2024～2025年 米国は短い冬へ、日本は夏トライも秋へ	
iii 2025～2026年 世界的に春	
iv 2027年～ 歴史は繰り返されるのか？	
④ 世界から見た日本（リスクシナリオ）	204
⑤ 投資環境スコアで確認	205
i 投資環境スコアを作成～自動的に総合判断	
ii ボトムの予測 ～投資環境スコアは過去の危機を見破れたのか	
プラスα：チェックシートで米国を確認	212

第6章

投資に活かす

1	預金だけの時代は終わった	216
	① 資産運用は苦手、という意識が大事！	216
	② 預金ではダメですか？	218
	i 利上げでも、預金金利はそれほど上がらない	
	ii 「インフレ」でお金の価値が下落	
	iii 何もしないこともリスクの1つ	
	③ ギャンブル・投機・投資の違い	220
	④ 自分にあった投資スタイルを見つける	222
2	投資の心得	223
	① なぜ、「長期」投資が有効なのか	223
	i 時間が味方の長期投資	
	ii 長期投資は、チャンスを逃さない	
	② 時間分散投資	225
	③ ポートフォリオ分散投資	226
	i 投資における4つのリスク	
	ii ベース資産を築く	
	iii 何をベース資産にするべきか	
	④ ポートフォリオを考えよう	230
	⑤ 実は理想的？ 日銀のポートフォリオ	232
	プラスα：豪ドルは新興国経済に連動する	234
	i 商品市況の下落は、新興国には▲、先進国には+	
	ii オーストラリアは、先進国&資源産出国	
	iii 類似の働き	

3 景気に合わせた ポートフォリオの構築 236

① 景気循環と市場の関係 236

- i 景気減速期：経済指標や企業業績の悪化が鮮明となる局面
- ii 景気回復期：経済指標や企業業績が底打ちする局面
- iii 景気拡大期：経済指標や企業業績の回復が鮮明となる局面
- iv 景気成熟期：経済指標や企業業績が頭打ちする局面

プラスα：インフレ率 体感温度はもっと高い？ 242

- i インフレ率、なぜ低い？
- ii インフレターゲットは、利上げを急がない理由
- iii インフレ局面は、なぜ株高？

② 金融政策サイクルとポートフォリオ 246

- i 2024～2025年 冬のポートフォリオ事例
米国は短い冬へ、日本は夏トライも短いサイクルで秋～冬へ
- ii 2025～2026年 春のポートフォリオ事例
世界的に春になる時
- iii 2027年～ 夏のポートフォリオ事例
インフレ懸念から世界的に利上げへ
- iv 2028年～ 秋のポートフォリオ事例
実りの秋、ただし、冬支度も忘れずに

プラスα：「金」が輝く時 250

おわりに 金利のある世界にようこそ！ 252

円債がベース資産だった時代 252

ゼロ金利は資産運用難の時代 253

資産運用の必要性 254

本著を感謝のしるしに 255