

情報提供資料

**TDAMフォワード・ルッキング・リサーチ**

債券運用部 チーフ・ストラテジスト兼ファンドマネージャー 浪岡 宏

2021年12月16日

～利上げ開始局面での業種選択～

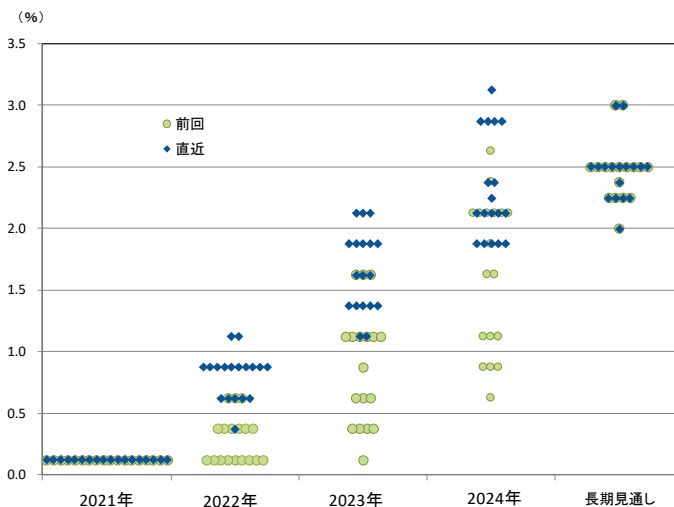
12月14-15日に、米国でFOMC（公開市場委員会）が開催され、メンバーの政策金利見通しが示された（グラフ①）。

市場予想以上にタカ派化し、全体的に上方にシフトしていることがうかがえる。

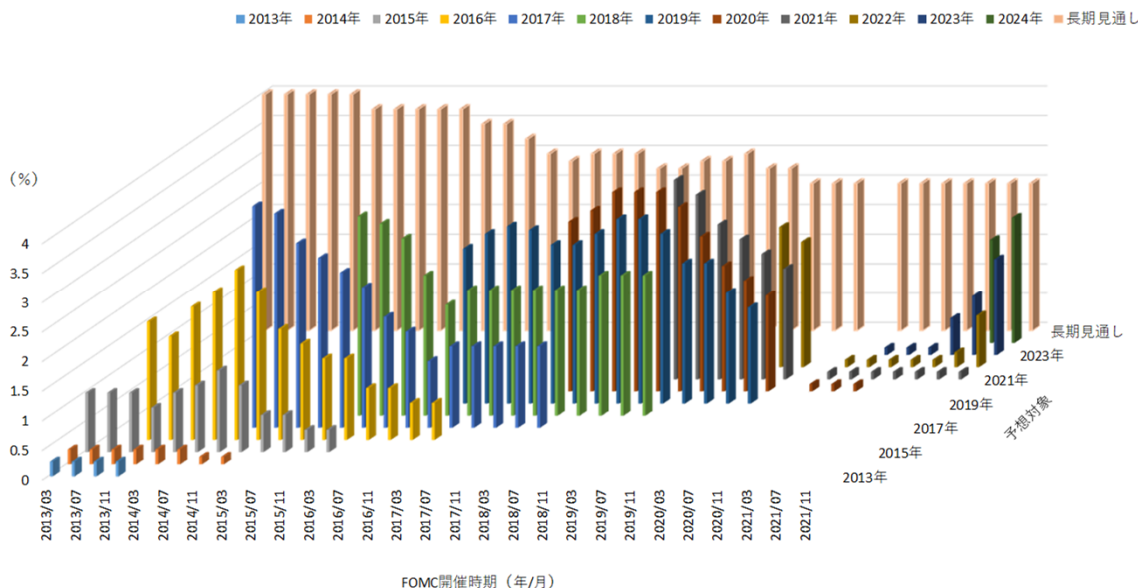
おそらく来年以降、政策金利は引き上げられていこう。そのうえで、これまで見通しがどのように変遷してきたか、概観することは参考になるだろう（グラフ②）。

政策金利の引き上げにおいて、最終目標として意識されることが多い「長期見通し」が低下してきていることがうかがえる。

FOMCメンバーの政策金利見通し（前回比較）（グラフ①）



FOMCメンバーの見通しの変遷（グラフ②）



期間：2013年3月～2021年12月（四半期データ）

**（次頁に続く）**

出所：FRB、BloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、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、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。

しかし、低下しているとは言えども、2.5%である。1回の引き上げが0.25%とすると、これから9.5回の引き上げが予想されていることになる。

筆者自身は、利上げしている間にも長期見通しが低下し、政策金利は2.5%まで到達せずに利上げが終わるとみている。もっとも、それでも来年から利上げ局面がスタートするとの見方に変わりはない。

直近過去4回の利上げ局面の前半に、日本株ではどのような業種の株価が先導したのか、あるいは出遅れたのか、リターンのランキング表を作成した。利上げ局面を前半と後半に分けているのは、景気の状態が前半と後半ではかなり異なる傾向があるためである。今回は前半に着目した。結果をみると、常に上位あるいは下位にランキングされる業種はなかった(表①)。

ただ、気にかかることは直近2回の利上げでは、ディフェンシブ業種(景気変動に業績が左右されにくい業種で、電力・ガス、医薬品、食料品、水産・農林業などが該当する)が上位に入っている点である。特に前回(2014年からの利上げ局面前半)については、市場参加者にとってサプライズイベントの発生が多かった2016年が部分的に計算期間に含まれていることも影響しているだろう。

2022年は、新型コロナウイルスの動向が引き続き懸念されるなか、日本では参院選、米国では中間選挙、中国では5年に1度の党大会、ヨーロッパではフランスの大統領選挙、と主要イベントが目白押しだ。2016年ほどではなくともサプライズイベントが発生しかねないだろう。

このようななかで利上げ局面を迎えるということを踏まえると、ディフェンシブセクターへもバランスよく投資を行っておくことがよいのではないかとみている。

直近4回の利上げ局面前半の日本株の業種別リターン上位5業種と下位5業種(表①)

順位	2014年からの利上げ局面前半	2004年からの利上げ局面前半	1999年からの利上げ局面前半	1994年からの利上げ局面前半
1	水産・農林業	石油・石炭製品	情報・通信業	証券・商品先物取引
2	その他製品	鉄鋼	証券・商品先物取引	機械
3	食料品	水産・農林業	サービス業	繊維製品
4	繊維製品	海運業	卸売業	パルプ・紙
5	化学	鉱業	電気機器	ゴム製品
~~~~~				
29	証券・商品先物取引	パルプ・紙	陸運業	銀行業
30	不動産業	空運業	不動産業	食料品
31	海運業	電気機器	倉庫・運輸関連	医薬品
32	鉄鋼	証券・商品先物取引	ガラス・土石製品	金属製品
33	鉱業	情報・通信業	電気・ガス業	電気・ガス業

期間：利上げ開始を行ったFOMCが含まれる月の前月末から利上げ局面として分類したうえで、利上げ局面を前半と後半にわけ、今回の分析では前半に特化して作表している。利上げ局面の前半と後半では景気の状態が異なると考えられたため、このような方法を用いている。

1994年からの利上げ局面前半：1994年1月末～1994年7月末(月次データ)

1999年からの利上げ局面前半：1999年5月末～1999年11月末(月次データ)

2004年からの利上げ局面前半：2004年5月末～2005年6月末(月次データ)

2014年からの利上げ局面前半：2014年11月末～2016年5月末(月次データ)

注：1997年の利上げは1回の利上げにとどまったことから、利上げ局面として扱っていない。