

ストラテジストの眼 Vol.9 再考、米国経済が景気後退に陥るタイミング -日米株式市場の先行きを占う-

日本や米国の株式市場は、トランプ米大統領のロシアゲート事件などを受けて、値動きの荒い展開となっています。しかし、このような時こそ基本に立ち返り、マクロ経済の先行きを冷静に分析して投資戦略を再検討する必要がありますと考えます。

米国株式市場は、リーマン・ショック後に概ね上昇基調を維持してきたことから、現在のバリュエーションは割高な水準に達していると言われていています。しかし、景気サイクルから考えれば、米国株式市場のピークは、まだ先と思われます。一方、米国株式市場に依存する部分が少なくない日本の株式市場についても、米国株式の上昇に伴ってもう少しばら上り基調が継続すると考えます。

割高との見方もある米国の株式市場

米国株式市場の代表的な指数であるS&P500指数は、リーマン・ショック後の底値をつけた2009年3月以降の8年間でおよそ3倍に上昇しました（図表1）。この間、米国経済は景気後退を経験していません。相場格言では「相場は絶望の中に生まれ、懐疑の中で育ち、楽観の中で成熟し、ユーフォリア（幸福感）の中で消えていく」と言われますが、最近、米国株式市場がユーフォリアに近づいてきたという意見が、頻繁に聞かれるようになりました。

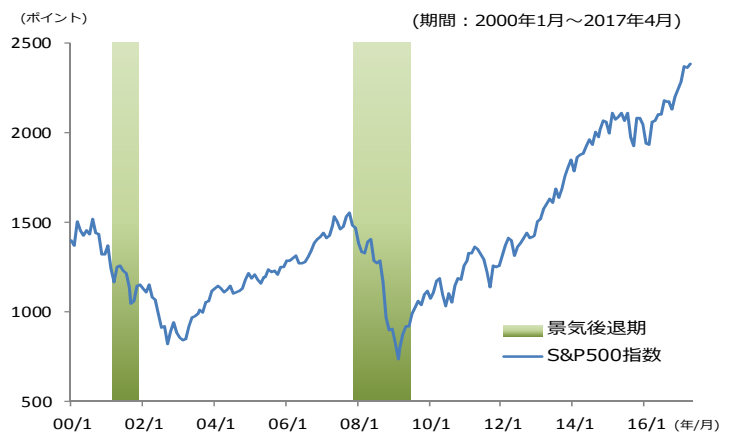
企業収益と株価の関係を示すバリュエーションも、割高な領域に入ってきたと言われます。ノーベル経済学賞を受賞したイェール大学のロバート・シラー教授が提唱する、景気サイクル調整後のPER（CAPE：Cyclically Adjusted Price Earnings）が29倍を超え、2000年代初頭のテクノロジーバブル以来の水準に高まってきました（図表2）。

米国の景気後退の有無が重要に

しかし、過去の景気サイクルと米国株式市場の関係を冷静に分析すると、異なる絵が見えてきます。

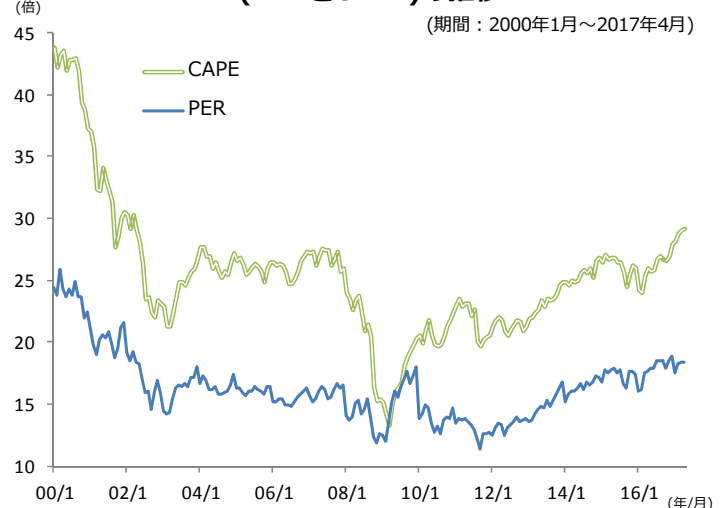
2000年以降、S&P500指数が20%を超えて下落する局面では、米国経済が景気後退期に陥っていました（図表1）。換言すれば、米国が景気後退に陥らなければ、株式市場が持続的な下落局面となる可能性は低いと考えられます。

図表1 米国株式市場（S&P500指数）の推移



(注) 景気後退期はNBER(米National Bureau of Economic Research) による
(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表2 米国株式市場のバリュエーション
(PERとCAPE)の推移



(注) CAPE：景気サイクル調整後のPER
(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あたっては、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、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

長短金利の逆転が景気後退の先行指標

また、2000年以降、10年国債金利から3カ月金利を引いた長短金利差がマイナス（逆イールド）にならなければ、米国経済が景気後退を迎えることはありませんでした（図表3）。この間、マイナスの長短金利差が景気後退の先行指標であったことがわかります。連邦準備制度理事会（FRB）が積極的に利上げを行って短期金利が上昇すると、経済活動が抑制され、経済の体温と考えられる長期金利が低下し、長短金利差がマイナスに転じるものと考えられます。

2015年12月に米国は利上げサイクルに入りました。これまでに3回利上げが行われましたが、長短金利差は依然としてプラス圏にあります（図表3）。FRBは年内にあと2回、来年も数回の利上げを想定しているものと考えられます。また、完全雇用に近い環境で、トランプ政権が減税を行ったりインフラ投資を積極化させることによって、労働市場がさらにひっ迫すれば、インフレが加速し、来年以降、FRBの利上げスピードが加速する可能性があると思われれます。

次の景気後退は2019年以降に

その結果、米国の長短金利差は2019年以降にはマイナスとなり、その後に米国経済が景気後退に陥る可能性が高まると考えます。2009年6月に始まった今回の景気拡大は、2019年6月でちょうど10年を迎えます。戦後の景気拡大期は平均で4.9年、最長で10年続いたことを考えれば、2019年以降の景気後退はありうるものと思われれます。この前後に、米国株式市場が大幅な調整局面になる可能性が高いと考えられます。逆に言えば、現時点でバリュエーションが高くても、景気サイクルの観点からは、米国株式市場は上昇を続ける（少なくとも大幅に下落することはない）と予想されます。

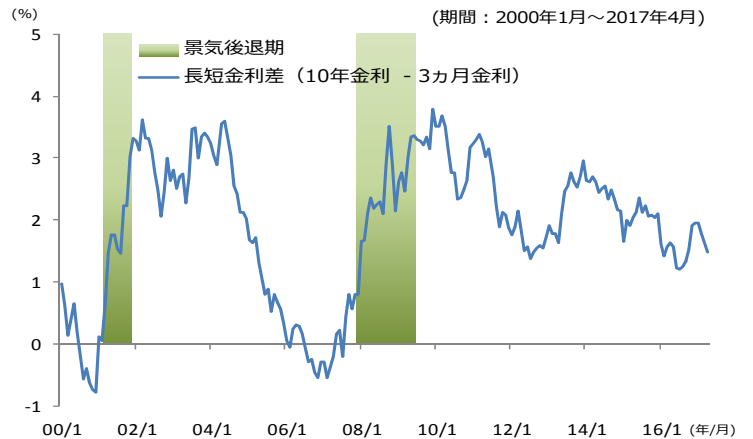
日本の株式市場については、米国株式市場の影響を色濃く受けてきました。米国株式にアウトパフォームした2005年の小泉首相の郵政解散前後や、米国株式が上がっても日本株式が上がらない時期（2010-2012年頃）などもありましたが、テクノロジーバブル後の2000-2002年頃や、リーマン・ショック前後の2008年頃は、米国株式市場の下落と同様に日本株式も下落しました（図表4）。前述のように、景気サイクルの観点から、当面は米国株式の上昇基調が予想され、それに伴って国内株式市場もしばらく上昇基調を継続すると予想されます。

以上（作成：投資情報部）

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

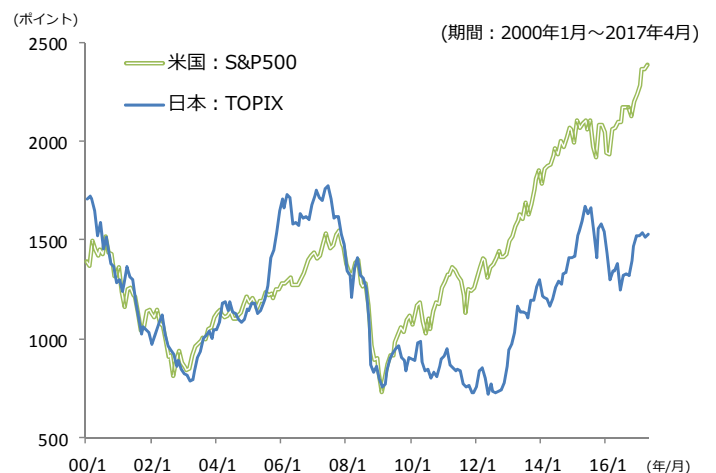
■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

図表3 米国の長短金利差の推移



(注) 景気後退期はNBER(米National Bureau of Economic Research)による
(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表4 日米の主要な株価指数の推移



(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

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に帰属します。

【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、各ファンドの配分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3.78%（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2.052%（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0.01296%（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>

カスタマーサービス部 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）