

# ストラテジストも「レジーム・チェンジ」！

トランプ氏の政策への期待を背景に、昨年11月以降、先進国で長期金利が上昇しました。2017年は、世界中でさまざまなレジーム・チェンジ（ものごとを考える上での基本的な考え方や枠組みの変更）が起こる年になると予想されます。

このような環境下、我々ストラテジストも、投資対象とする株式市場を選択する際の考え方（レジーム）を変えていく必要があると考えています。

## 2016年までの投資ストラテジー

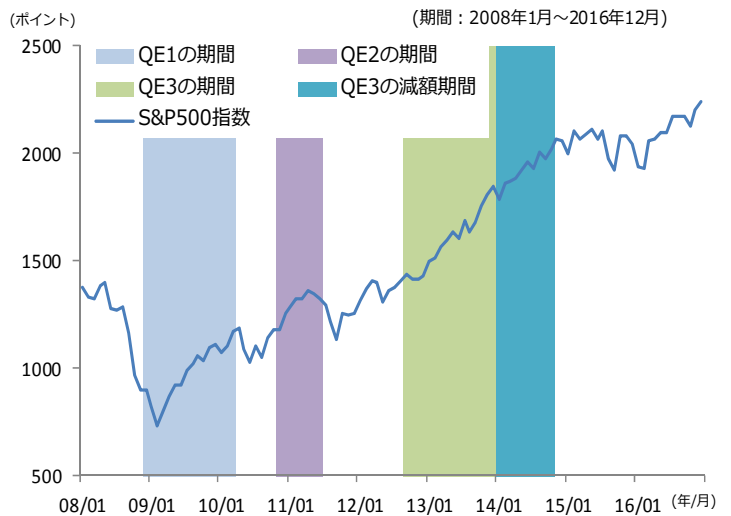
元米財務長官であるローレンス・サマーズ氏が描いた「長期停滞：Secular Stagnation」の世界では、成長率が継続的に停滞し、企業の投資意欲や個人の消費意欲が消沈し、金利は低下傾向をたどってきました。量的緩和やマイナス金利など、極めて緩和的な金融政策を繰り返しても、民間部門の経済活動を刺激することはできませんでした。实体经济からの資金ニーズが高まらなかったため、非伝統的な金融緩和策によって供給された流動性は金融市場に滞留し、株式などのリスク資産の価格を押し上げる結果となりました。

米国の連邦準備制度理事会（FRB）は、リーマンショック以降の2008年12月から2014年10月にかけて、MBS（不動産担保証券）や国債を大量に買い入れる「量的緩和」を行いました。金融市場の機能回復や、経済、労働市場の回復を目的に、QE1からQE3まで、3期間に分けて実施されました。この間、金融市場では、QEが行われていた間は債券が売られ（金利は上昇）、株式が買われたことが窺われます（図表1,2）。

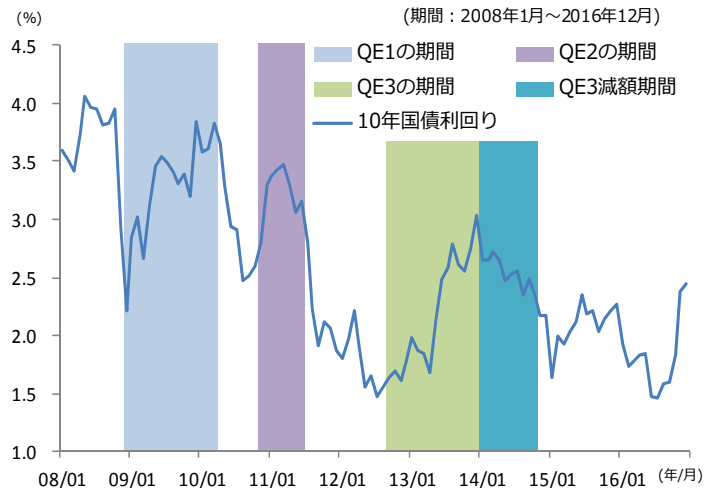
また、同期間の日米株式のパフォーマンスを比較すると、米国で積極的にQEが行われていた期間は米国株式のパフォーマンスが日本株式を上回りました。しかし、2012年12月に日本で「アベノミクス」が始動し、日銀が「黒田バズーカ」と呼ばれる量的・質的金融緩和を始めると、一転して米国株式の優位性が失われました（次頁の図表3）。

つまり、リーマンショック後の長期停滞期には、「中央銀行が金融緩和を始めるタイミングで株式を買う」、「非伝統的な金融緩和を行う国の株式を買う」ことが、有効な投資ストラテジーとして機能してきたと考えられます。

図表1 米国 | 量的緩和と株式市場



図表2 米国 | 量的緩和と国債利回り



(注) QE1は2008年12月～2010年3月に約1兆7000億ドルのMBS、国債、エーゼンシー債、QE2は2010年11月～2011年6月に6000億ドルの国債、QE3は2012年9月～2014年10月に約1兆6000億ドルのMBS、国債を買入れた。ただし、QE3では、2014年1月より毎月の買入れ額の減額を開始。

(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。

### 金利サイクル・インフレサイクルが復活

しかし、昨年11月の米大統領選以降、世界の金融市場の地合いが大きく変わりました。トランプ氏の政策によって、米国を中心に経済活動が刺激され、インフレが進行すると期待が高まってきたためです。

今後、トランプ政策への期待が現実となり、金融市場を取り巻く世界経済が正常化に向かえば、リーマンショック後に底這いを続けてきた先進国の金利やインフレが本格的に上昇に転じると思われます。そうなれば、金融市場が景気・金利・インフレの動向に素直に反応する時代（次頁の図表6：「アセット・アロケーションのイメージ」をご参照）が戻ってくると予想されます。

### 2017年はレジーム・チェンジの年に

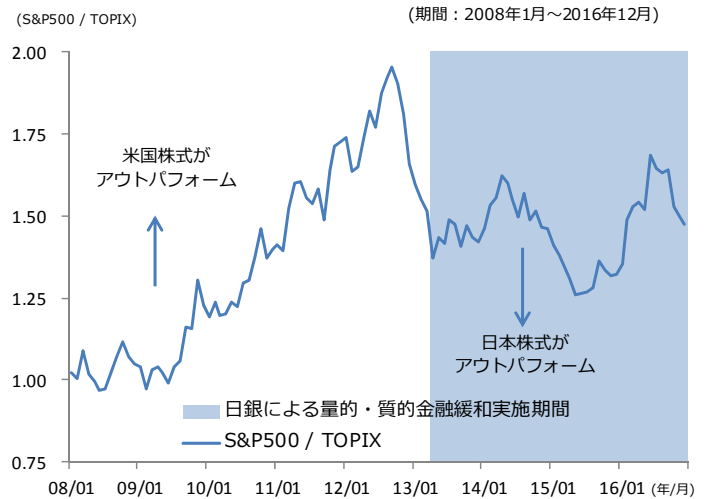
トランプ氏の大統領就任を控え、米国の長期金利が大幅に上昇しています。同氏が掲げるインフラ投資と減税の政策ミックスが景気を刺激し、国債の増発を招くとともに、インフレを加速させるとの思惑が高まったことが背景にあります。

2017年以降にトランプ氏の政策が実行に移され、さまざまなレジーム・チェンジ（図表4）が実現すれば、我々ストラテジストも、投資ストラテジーの基本となる考え方を根底から見直す必要があると考えています。

### 2017年の投資ストラテジー

2017年に、債券から株式への「グレート・ローテーション」が本格化する可能性が高まってきました。また、世界の株式市場の中では、金融緩和を行う国ではなく、財政政策によって景気を回復、拡大させ、その結果として金利が上昇する国の株式市場のパフォーマンスが、相対的に優位に立つ局面に転換すると考えられます（図表5）。

図表3 日米株式市場の相対パフォーマンス



（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 経済・市場環境のレジーム・チェンジ

	2016年まで	2017年から
金利	低下傾向	上昇傾向
成長政策	金融政策	財政政策
規制環境	規制強化	規制緩和
物価環境	デフインフレ	インフレ
貯蓄・投資バランス	貯蓄>投資	投資>貯蓄

図表5 ストラテジストのレジーム・チェンジ

	2016年まで	2017年から
選好される資産	デフレに強い安全資産 (債券など)	インフレに強い成長資産 (株式・実物資産など)
投資すべき株式市場	金融緩和が行われる国	景気が拡大し、 金利が上昇する国

#### <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。

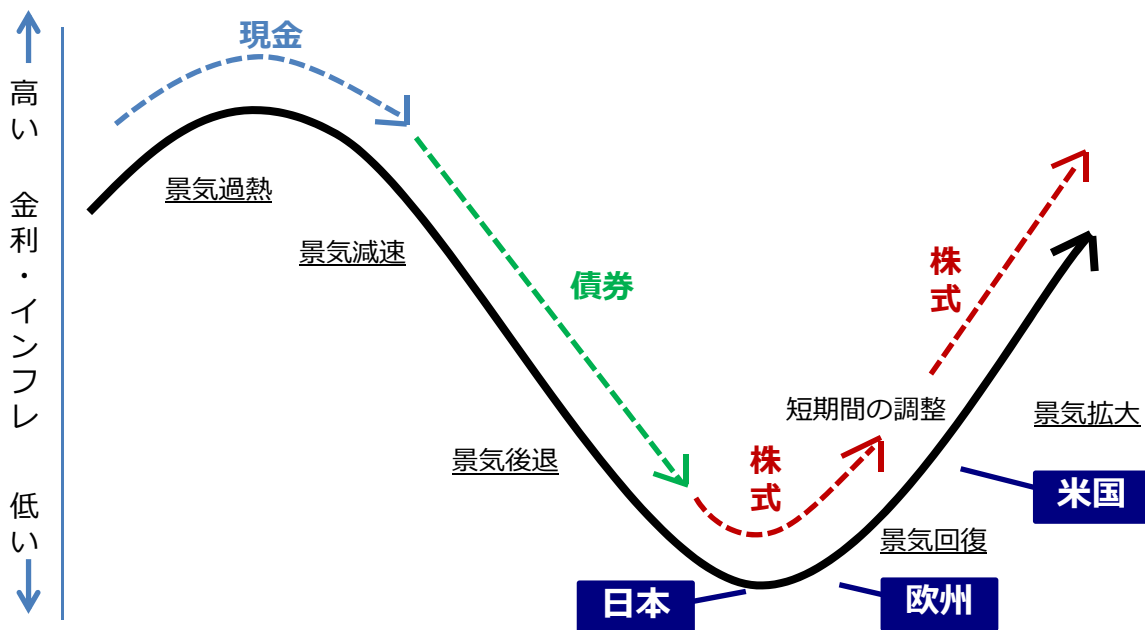
# ストラテジストの眼

図表6の「アセット・アロケーションのイメージ」にあてはめれば、欧州や日本では、根強いデフレ（物価の下落）やデイスインフレ（物価の低迷）懸念を背景に、いまだにサイクルの底から完全に抜け出すことができていません。一方、米国ではトランプ期待を背景に、一足先にインフレ、金利ともに上がり始めたと考えられます。

米国の株式市場は、景気回復の初期に見られる「流動性相場」から本格的な景気拡大期に見られる「業績相場」に移行する間の短期的な調整期に入る可能性はありますが、トランプ政策が実現に向かう過程で、堅調な相場展開に移行すると予想します。一方、欧州では流動性が株式市場を下支えすることが期待できますが、政治面の不透明感とあわせて考えれば、市場の「力強さ」はやや米国に劣ると考えます。日本は金利・インフレサイクルが株価を押し上げるというよりも、トランプ・トレード（米国金利の上昇とドル高円安）の恩恵を受ける形で上昇が続くと考えています。

2017年からの投資戦略としては、「債券よりも株式、金融緩和が行われる国よりも景気が上向き、金利も上昇傾向を示す国の株式に強気の姿勢で臨む」ことが有効だと考えています。

図表6 アセット・アロケーションのイメージ



(注) 上記はイメージ図であり、実際の投資成果を示唆するものではありません。

(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

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。

## &lt;本資料に関するお問い合わせ先&gt;

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）