

IMFやFRBの成長見通しが下方修正されるなか、株式・クレジット・商品市場は上昇基調を続けています。長短金利差が一時的にマイナスになるなか、投資家は当面景気後退の可能性やこれらの市場のピークを意識した投資判断を行う必要があると考えています。

景気のピークが意識される市場環境

国際通貨基金（IMF）は2019年の米国の成長率予想を2.5%から2.3%に下方修正し、連邦準備制度理事会（FRB）も2019年、2020年の実質GDP成長率見通しを2.3%から2.1%、2.0%から1.9%にそれぞれ下方修正しました。米国債市場では長短金利差（10年-3カ月）が3月に一時的にマイナスになり、米国経済が景気後退入りするタイミングが意識され始めました。

一方、株式、クレジット、商品市場は、弱気に振れたこれらの景気見通しを横目に年末年始に底を打ち、足元まで上昇基調を辿ってきました（図表1）。このように景気のピークが意識される市場環境では、当面各市場のサイクルやピークを付けるタイミングに注目した投資判断が必要になると考えられます。

株式・クレジット・商品市場の動き

過去には米国景気がピークを打つ（景気後退期入りする）前後に株式、クレジット、商品市場もピークを打ちました（図表2）。また、一般的に「クレジット→株式→商品」の順にピークを打つと考えられています。

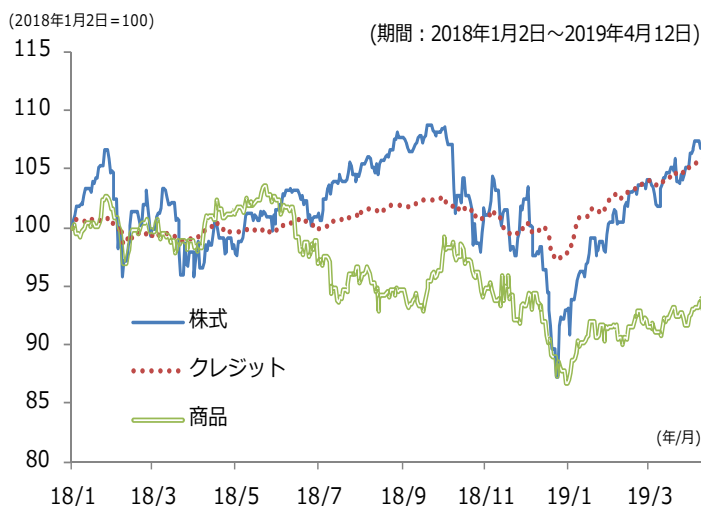
景気拡大が進み金利が上昇するなか、企業が負債で資金調達して事業規模を拡大すれば企業の利払い負担が拡大し、クレジット市場の上昇が止まります。景気拡大が後半戦に入っても支払い能力より収益成長を重視する株式市場は上昇を続けますが、景気の過熱とともにコストが上昇しマージン低下が鮮明になれば株式市場も下落に転じます。その後もエネルギーや産業メタルなど商品への実需が続く限り商品市場の上昇は続くと考えられています。

図表2では大きなトレンドを捉えることはできますが、中短期の市場サイクルを確認することはできません。次頁の図表3では株式、クレジット、商品市場のサイクルを捉え、ピークを付ける順番を見極めることを目的に、1985年以降の各月末におけるその後12カ月の騰落率をグラフにしてみました。

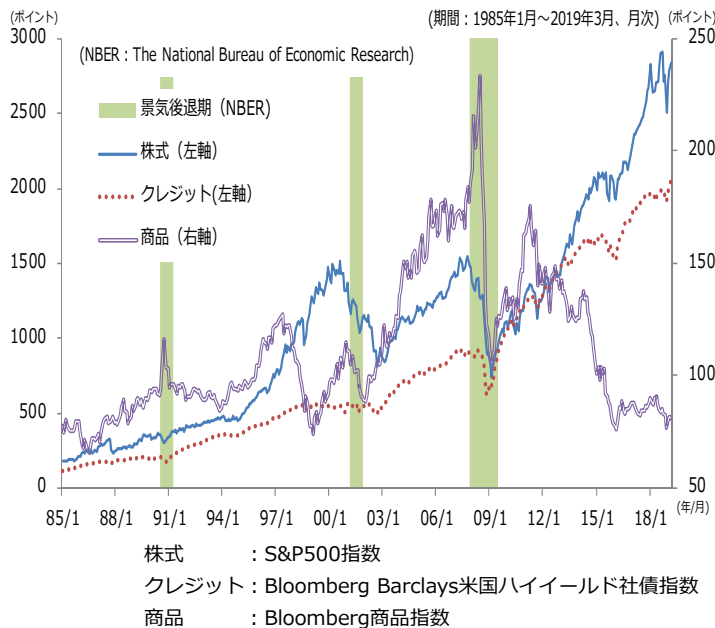
<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■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。

図表1 株式・クレジット・商品市場の推移（短期）

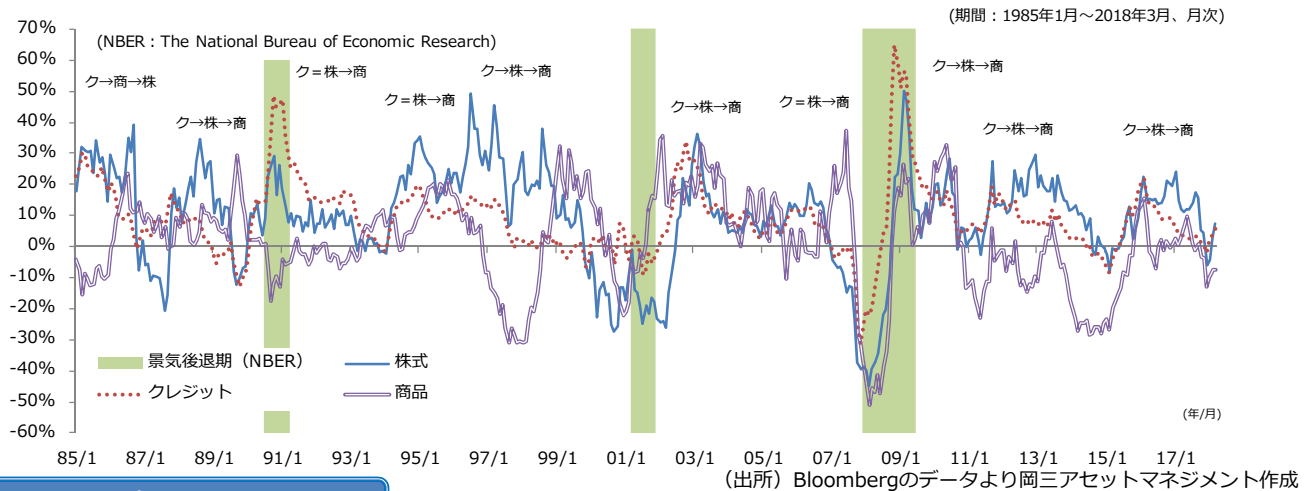


図表2 株式・クレジット・商品市場の推移（長期）



(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

図表3 株式・クレジット・商品市場の12ヵ月騰落率（ピークを付けた順番）



過去の騰落率:ピークを付けた順番

3つの市場を比較すると、クレジット（ハイイールド社債）が最も安定し、株式と商品の値動きは相対的に大きかったことがわかります。3市場とも2000年のITバブル崩壊後、2008年のリーマン危機後に騰落率がマイナスとなりましたが、商品は90年の景気後退期、98年のアジア危機時にもマイナスに落ち込みました。原油を中心とする商品は現物・先物の需給の他にOPECの政策の影響を色濃く受けてきました。1998年、2014年の増産後に商品市場は下落しました。騰落率がピークを付ける順番は例外もありますが概ね“クレジット→株式→商品”の順でした（図表3）。

今後の投資戦略：注目されるクレジット市場

長短金利差は4月以降プラスに転じましたが、依然として景気後退の可能性は完全に払しょくされていません。メインシナリオでは当面景気後退期入りは想定していませんが、米中協議が決裂したり中国経済が軟着陸しなければその限りではありません。このような環境では当面景気後退の可能性やこれらの市場のピークを意識した投資判断を行う必要があると考えています。

過去の実績が将来の指針になると仮定すれば、まずは3市場のうち最初にピークを迎えるクレジット市場に注目する必要があると思われます。これまでハイイールド社債の対国債スプレッドはFFレート上昇の後を追い、銀行の貸出態度指数の上昇（引締め）にあわせて拡大しました（図表4：\*）。現在のFFレートは歴史的には低水準にとどまっていますが、2015年12月から既に9回引き上げられました。貸出態度指数も依然として低水準にとどまっていますが、1月に急上昇しました。トランプ大統領の通商摩擦に過剰に反応した可能性もあります。クレジット市場の先行きについては、景気後退のタイミングにもよりますが、企業債務の拡大やFFレートの上昇を背景に中長期の視点ではやや警戒的に見えています。また、過去においてクレジットの次にピークを付けた株式がピークを迎えるのはしばらく先になると考えています。

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（2019年3月末現在）

## 【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、各ファンドの分配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1.991088%（税抜1.8436%）程度

※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、借入金利息等を投資信託財産から間接的に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。