

再考：米国の景気後退タイミング

金融市場では米国で長短金利が逆転し景気後退が近づいてきたという議論が盛んに行われています。国家の経済活動への介入が少なく金融市場が効率的な米国では景気後退期を除けば株式市場は上昇を続けてきました。株式市場の先行きを見通すには次に景気が後退する時期を見定めることが益々重要になってきました。

景気後退の先行指標

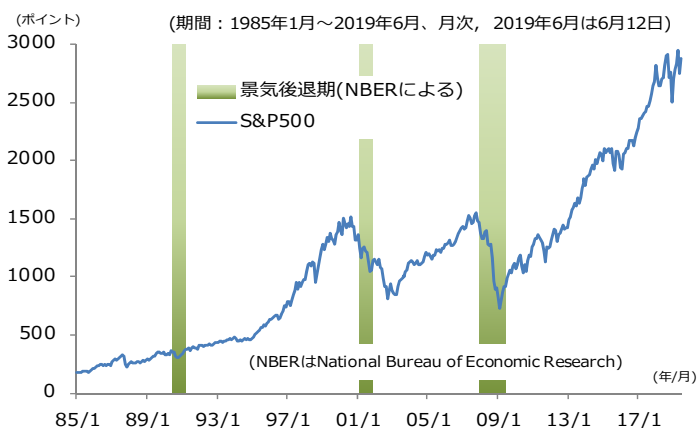
米国経済は7月まで拡大を続ければ景気拡大の最長記録を更新します。また、S&P500指数はリーマン危機後の底値から4倍ほどまで上昇してきました。これまでの米国株式はある意味で米国のマクロ経済を正確に反映してきました。景気が後退すれば株価は大幅に調整しましたが景気拡大が続く間は株式市場も上昇を続けました（図表1）。米国では日本や欧州諸国と異なり国家の経済活動への介入が少なく金融市場が効率的なことがその背景にあると考えています。

そのため、米国株式の先行きを見通すためには次の景気後退がいつ訪れるかを予想することが極めて重要だと考えています。景気後退の有効な先行指標と考えられるのが長短金利差と失業率です。米国では10年金利が3ヵ月金利を下回ったり、失業率が底打ちして程無くすると景気後退期を迎えました（図表2,3）。現時点では、依然として失業率に底打ちの兆しは見えませんが、長短金利は既に逆転しています。米国経済に景気後退が訪れるタイミングについて次の3つのシナリオを描いています。

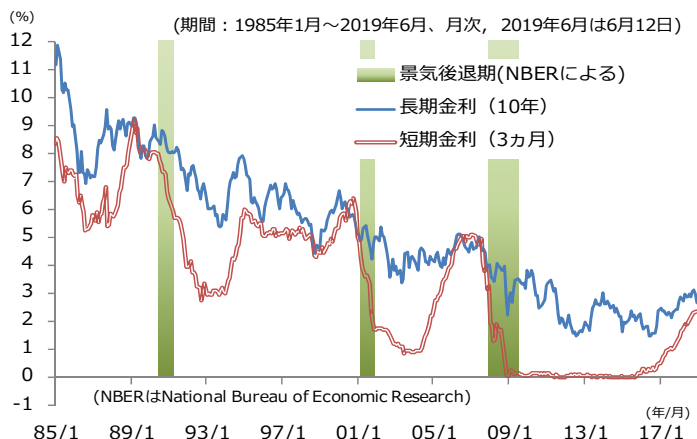
① 早期後退シナリオ

トランプ大統領が早期に中国からの約3000億ドルの輸入品に対する関税を最大25%まで引上げ、ファーウェイを筆頭とする中国のテクノロジー企業への禁輸を厳格化する一方、中国側もレアアースの輸出規制などの報復措置を拡大させるシナリオです。米中が全面的な貿易戦争に突入すれば米中のみならず世界経済が大きなダメージを被ることになりそうです。この場合、米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げを進めても既に手遅れで、景気減速に歯止めがかからず、2020年の早い時期にも景気後退に陥る可能性があります。

図表1 S&P500と景気後退期



図表2 長短金利と景気後退期



図表3 失業率と景気後退期



(図表1~3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当たっては、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。

② バブルシナリオ

米中の覇権争いは継続するものの6月末に対中3000億ドルの輸入関税上げが回避・延期される一方、FRBが予防的な利下げを行うシナリオです。98年にFRBがアジア危機を理由に利下げに転じたことが2000年まで続くITバブルを招いたと考えられています（図表4）。今回もFRBが引締まった国内の雇用環境を横目に通商面のマイナス面を補おうと利下げに踏み切り、金融市場に流動性が供給されれば、ITバブルと同様の道筋を辿ることも考えられます。FRBが政権中枢からの圧力で必要以上の利下げを行ったり、大統領選を控えて大規模なインフラ投資が実行されればこのシナリオの可能性が高まると思われます。ITバブルがはじけた2000年に景気後退を迎えたように、このシナリオでは2,3年後には景気後退期を迎えると考えられます。

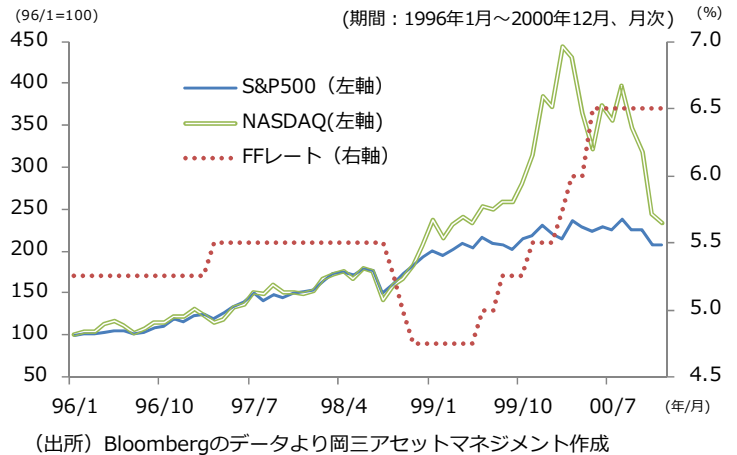
③ 拡大長期化シナリオ

対中3000億ドル関税の結末に関わらず、FRBが景気を上手にコントロールし、熱く（バブル）もなく冷め（早期後退）もしないぬるま湯（Goldilocks）経済が継続するシナリオです。トランプ大統領の対中強硬姿勢に歯止めがかかり、FRBが本来の手腕を発揮すれば、景気拡大が今後3~4年間続く可能性もあります。FRBのパウエル議長が株式市場の大幅下落を食い止める「パウエル・プット」が長期間継続するシナリオです。

3つのシナリオの実現性

マクロ現象面では米国経済が景気後退に陥る前には2つの道筋を辿ることが通常です。一つはFRBの積極的な利上げが景気を殺してしまうことで、二つ目は実体経済や金融市場の何らかの余剰（エクセス）がはじけることです。FRBは昨年12月を最後に利上げサイクルに終止符を打ち、足元で不動産、企業の

図表4 アジア危機・ITバブル時の米国株式とFFレート



図表5 3つのシナリオにおける株式市場の動き

シナリオ	株式市場の動き
早期後退	株価は既にピークを過ぎ、上下を繰り返しながら緩やかに下落し、弱気相場へ
バブル	トランプ大統領の言動に一喜一憂しながらも、昨年9月の高値を抜き、来年に向けて上昇
拡大長期化	今後3~4年間、上下を繰り返しながら緩やかに上昇

設備・人員、家計の負債などにも余剰は認められません。このような環境で景気後退のきっかけになると考えられるのはトランプ大統領の通商政策による供給・需要サイドのショックです。70年代にオイルショックが物価上昇を通して景気後退を招いたように、今回は関税引上げで輸入物価が上昇することが景気後退のきっかけになる可能性があります。一方、通商政策を巡る不透明感から企業が一齐に投資を手控えたり、個人の購買意欲が大きく減退することが景気後退の原因になる可能性も否定できません。

各シナリオにおける株式市場の動きは図表5の通り予想しています。尚、各シナリオが実現する確率はほぼ3分の1ずつと考えています。

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。

皆様の投資判断に関する留意事項（2019年5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×購入回数×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。