

トランプ・ラリーの持続性

昨年11月の米大統領選挙以降、世界の金融市場では、いわゆる「トランプ・ラリー」が続いています。「トランプ・ラリー」は明確な定義のない漠然とした概念ですが、ここでは、トランプ氏の経済政策によって米国経済が拡大するとの期待が高まり、米国で株価や金利が上昇し、米ドルが対円で買われ、その結果、日本株式も上昇する一連の動きを「トランプ・ラリー」ととらえ、今後予想されるシナリオを考えてみたいと思います。

理想買いの「第1ステージ」と「第2ステージ」

昨年11月8日の米大統領選挙後、12月中旬までの「第1ステージ」では、米国株式、米国金利、ドル、日本株式の全てが上昇しました。12月中旬に米連邦公開市場委員会（FOMC）において政策金利の引き上げが決定されると、材料出尽くし感などから上値の重い展開に移行しました。

その後、米大統領就任式を経て、2月9日にトランプ大統領が「驚異的（Phenomenal）な税制プランを発表する。」と発言すると、米国株式は再び上昇基調に入りました（第2ステージ）。株式投資家の間で減税への期待が高まった一方、債券投資家は政策の実現性や実効性に依然として懐疑的なことから、長期金利は上昇しにくく、ドル円レートや日本株式は動きの乏しい相場展開が続きました（図表1,2）。

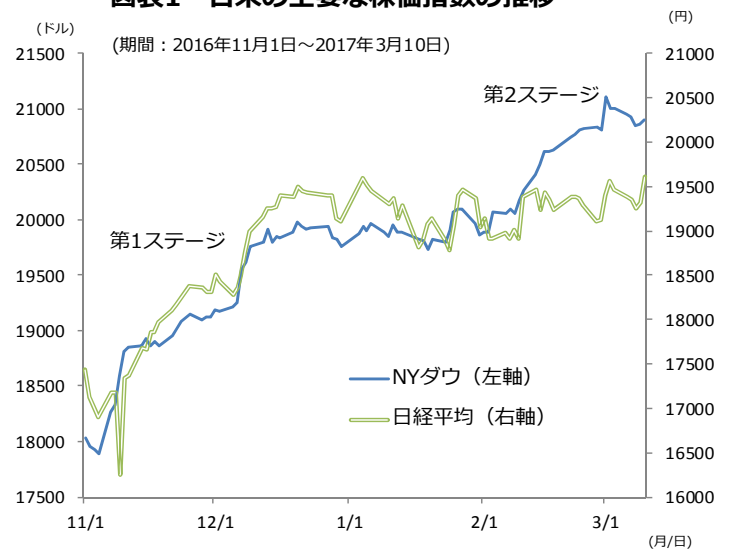
「トランプ・ラリー」は息の長いストーリーに

トランプ大統領は、2月28日に行われた議会演説で政策の詳細には言及しませんでした。演説の内容は投資家の期待をつなぐものだったと思われます。

同氏の政策を金融市場との相性で考えれば、内向き・保護主義的な経済・移民政策は「負の政策」に、企業や個人の自由な経済活動を促進し、成長率を押し上げる減税・インフラ投資・規制緩和は「正の政策」に分類されます。

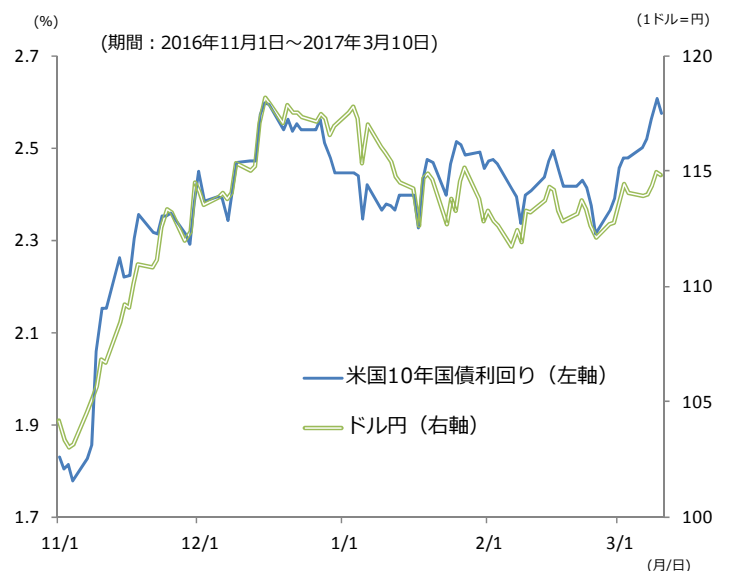
今後、「正の政策」の実現へ具体的な道筋が示される過程や、実行に移される過程、そして実際に景気を押し上げる段階まで、トランプ・ラリーは継続すると考えています。ただ、減税は8月以降、インフラ投資は来年以降に実施されると考えられており、トランプ・ラリーは緩やかな、息の長いストーリーになると考えられます。

図表1 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

図表2 米国10年国債利回りとドル円レートの推移



(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<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で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。

3回目の米利上げを受けて一旦、調整の可能性も

今回の金融引締めサイクルでは、1回目の利上げ(15年12月)と2回目の利上げ(16年12月)の前後に、米国株式や米国金利は調整局面を迎えました(図表3)。同様に3月のFOMCの前後に、短期筋が利益確定の売りの動きを強める可能性があると思われます。

2009年から概ね上昇基調を続けてきたS&P500指数のバリュエーションは、リーマン・ショック前を上回る水準まで高まってきました(図表4)。また、足元のFF金利先物市場は、ほぼ100%の確率で3月のFOMCで利上げが行われることを示しています。3月14-15日のFOMCで利上げが行われれば、2月に始まったと考えられる「第2ステージ」が一旦、終了する可能性が考えられます。

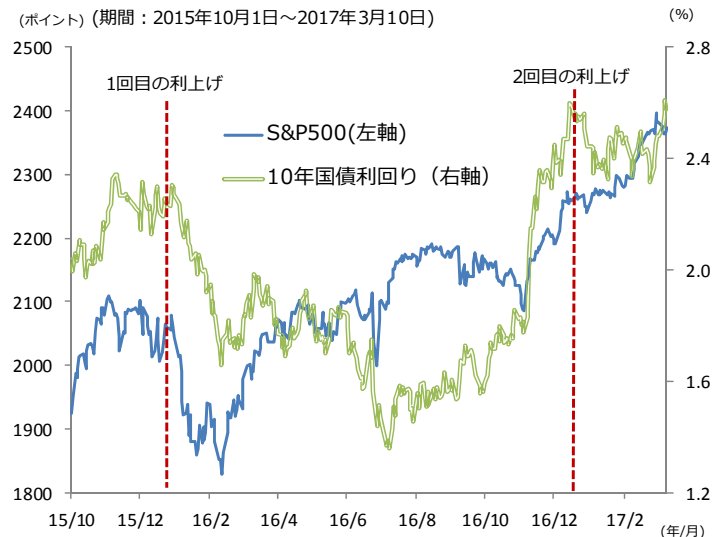
政策の具体化による第3ステージ (2017年秋頃まで)

ホワイトハウスが議会共和党との調整をこなし、税制改革の具体策(個人所得税・法人税の引き下げ、国境税調整、海外留保利益の国内送金への低率課税、特定セクターを優遇した税制の廃止など)が徐々に明らかになる過程で、再び期待が米国株式を上向かせると予想しています。この「第3ステージ」は、減税策や規制緩和の大枠が見えてくる8月頃から新予算年度入りする10月頃まで継続すると考えます。

その過程では、米国金利やドルも上昇し、日本株式も同様に上昇に転じると予想しています。「第3ステージ」におけるリスクは、トランプ氏の議会との折衝が進まず、当初想定されていた「正の政策」が実行に移されないことや、企業の経営者が政策の不透明感を嫌気し、「アニマル・スピリット」を後退させてしまうことだと考えます。

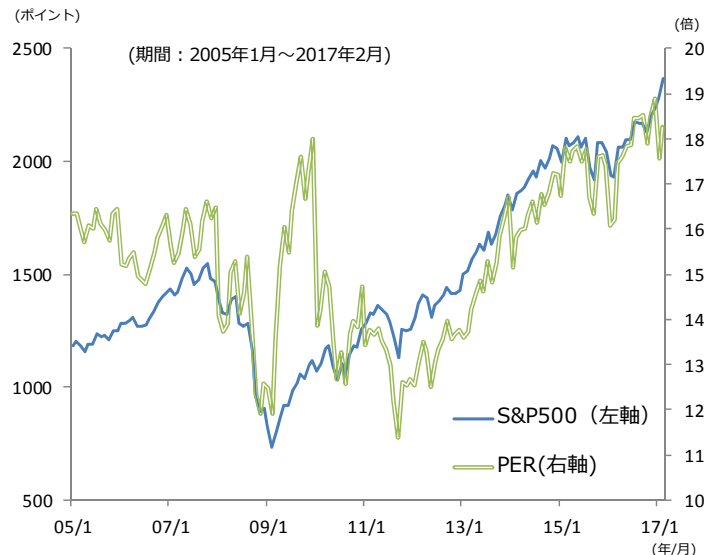
一度、大方の政策が発表されると、材料出尽くし感やそれまでに進んできた金利上昇やドル高が経済や企業収益に与える悪影響を織り込む形で、米国株式は再度調整局面に入ることが予想されます。

図表3 利上げ時のS&P500指数や10年国債利回りの動き



(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 S&P500指数とPER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

<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。

現実買いの第4ステージ（2017年冬～2018年頃）

実際に法律が施行され、予算が実行に移され、その効果によって米国の成長率が引き上げられる過程で、企業の売上げが拡大し、米国株式は期待先行から業績に裏付けされた上昇相場に移っていきと考えています。この間、米連邦準備制度理事会（FRB）は利上げを続けると考えられるほか、トランプ政策がドル高をもたらすと考えられ、ドルや日本株式も上昇基調をたどると予想しています。この「第4ステージ」は、中短期的な上下動を繰り返しながらも、2018年の下期まで続くことが期待されます。

「トランプ・ラリー」のその後

その後は、トランプ大統領の経済政策の限界に注目が集まり、米国株式は下落局面に入ると考えられます。トランプ氏がお手本にするとされるレーガノミクスは、1986年までの実績で考えれば、インフレを抑えることには成功したものの、米国のマクロ経済指標を改善させることはできず、財政赤字を大幅に拡大させる結果となりました。

同様に、トランプ氏のインフラ政策は、一時的に需要を創出することはできても、米国経済の潜在的な成長率を高めることは難しいと考えられます。国境税調整や移民排斥は、国内に雇用を呼び戻し、貿易赤字を縮小することはできても、生産性の向上を阻害し、インフレを加速する懸念があります。その結果、FRBの利上げスピードが速まれば、2009年以降、9年間拡大を続けてきた米国経済が、景気後退に入る時期を早めてしまう可能性があると考えます。

歴史的に、FRBが積極的に利上げを行うことによって短期金利が上昇する一方、経済の体温と言われる長期金利が低下して長短金利差がマイナスに転じると、米国は景気後退期となりました（図表5）。米国株式は、米国経済が後退する前後で大幅に下落してきました（図表6）。

このシナリオによれば、「トランプ・ラリー」が一巡する2018年以降に、景気後退を織り込む形で米国株式が下落するか、それを食い止めるためにドルが大幅に切り下げられる可能性があると考えています。いずれの場合も、この局面は日本株式市場にとって向かい風になることが予想されます。

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>

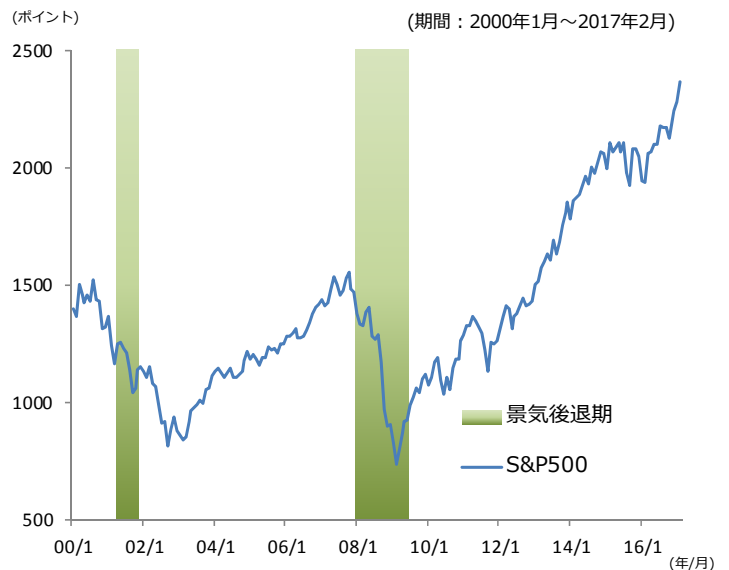
■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願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

図表5 米長短金利差の推移



(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表6 S&P500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。

<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）