

トランプ政策なしで米国経済は大丈夫か？ -強気を継続するFOMCや株式市場、弱気に傾く債券市場-

当レポートの主な内容

- ①トランプ米大統領が掲げてきた減税やインフラ投資などの景気刺激策が年内に実現する可能性が、足元で急速に低下してきました。ただ、連邦公開市場委員会（FOMC）や株式市場は、景気に対して強気の姿勢を維持していることが窺われます。
- ②トランプ政策なき米国経済の行方を見極め、今後の株式市場や債券市場の動きを占う上で、ISM製造業指数の動きなどが注目されます。

トランプ政策による景気刺激効果は後ずれへ

金融市場では、トランプ大統領が掲げてきた減税やインフラ投資などの政策が経済成長率を押し上げるとの思惑が、急速に後退しています。ロシアゲート問題などを背景に、立法府である上下両院で主流派を占める議会共和党との交渉が滞っていることが原因とみられます。減税案やインフラ投資を盛り込んだ来年度の予算案の成立は冬以降に持ち越され、これらの政策の効果が実際に出てくるのは、2018年以降になると思われます。

FOMCは強気の景気見通しを維持

雇用者数の伸びが鈍化し、インフレ指標として注目されるコアPCEデフレーターが2%を継続的に下回るなか、先週のFOMCでは利上げが行われ、保有資産縮小の道筋も示されました。FOMCにおける2017年のGDP成長率予想はやや上方修正され、イエレン議長は強気の成長見通しを維持しました（図表1）。

一方、市場参加者の米国経済に対する認識は、二極化しているものと思われます。経済に比較的強気な株式市場が高値圏で推移する一方、経済に弱気な債券市場では、FOMCを受けて10年国債利回りが低下しました。

株式市場の先行きを占う上では、企業の経営者や購買担当者の景況感を示すISMの製造業指数が鍵になると考えられます（図表2）。

弱気派が真っ先に取り上げる指標として、自動車販売台数が挙げられます。昨年末に1800万台に乗せた年率換算の販売台数は、足元で1650万台前後で推移しています（図表3）。しかしこれは、リーマン危機後のpent-up需要で販売が嵩上げされた部分が剥げ落ちる過程の健全な調整だと思われます。中期的には、徐々に均衡状態である1550万台(*)に収斂し、急激な下落は回避できると予想しています。

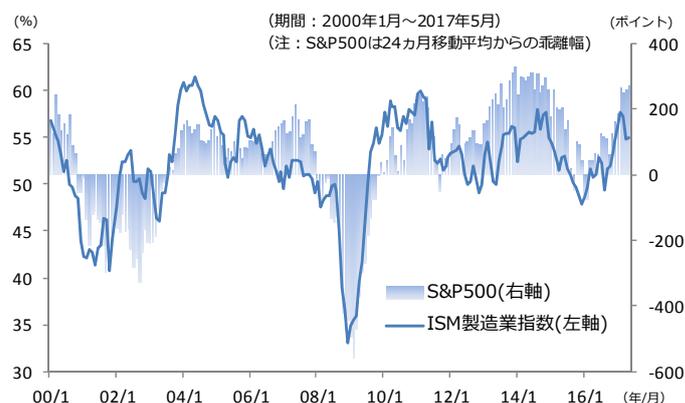
*全米の自動車保有台数2.6億台の5%が毎年買い替えられて1300万台、一人1台保有する成人2.5億人が毎年1%増えて250万台、あわせて1550万台。

図表1 FOMCにおけるGDP成長率見通し

	2017年	2018年	2019年	長期
6月時点	2.2%	2.1%	1.9%	1.8%
3月時点	2.1%	2.1%	1.9%	1.8%

(出所) FRBの資料より岡三アセットマネジメント作成

図表2 ISM製造業指数と株式市場(トレンドからの乖離)の推移



図表3 全米自動車販売台数の推移



(図表2,3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。

また、「経済の血液」とも言われる、商業銀行の事業会社向け貸出しの伸びが鈍化していることも懸念されています。トランプ政策の先行き不透明感によって、企業が新規投資を躊躇していると考えられます。ただ、貸出しの伸びは、ISM製造業指数の動きを1,2年程度遅れて追従する遅行指数であることが分かります(図表4)。足元の貸出し鈍化は、2015年のISM指数の低下を反映したものだとも考えられます。

今後、トランプ政策がどの程度実現するのかについて明確になっていけば、2016年に上昇したISM指数を追いかける形で、貸出しの伸びが上昇に向かう可能性があると考えています。銀行の貸出し姿勢は、大規模・中堅企業、小規模企業向けとも足元で緩和に向かっています(図表5)。少なくとも、貸手である銀行は、貸出しに積極的になっていることが窺えます。

製造業の出荷・在庫バランスからは、米国の在庫環境はしばらく健全な状態が続くと考えます。在庫の伸びと出荷の伸びを示す点が45度線の下に位置しており、米国の製造業が、出荷の伸びが在庫の伸びを上回る健全な環境にあると考えられるためです(図表6)。2010年以降、在庫の伸びが出荷の伸びを上回り、45度線を超えていく段階でISM指数は下向きに転じました(図表6の■)。直近の点(■)が45度線を超え、ISMが下向きに転じるには時間がかかると考えられます。

ISM製造業指数は上向きに転じると予想

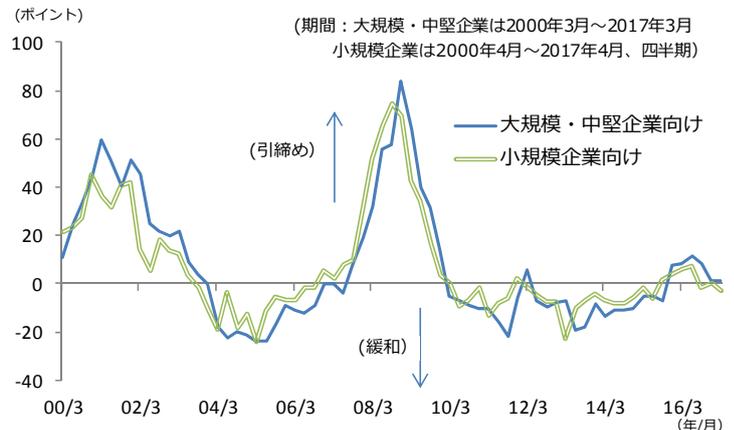
現在、ISM製造業指数はピークからやや低下した水準で推移しています(前頁図表2)。今後、同指数が本格的に下向きに転じ、景気拡大と後退の境界である50を下回るか、または、踊り場から再度上昇に転じるかを見極める大切な局面に入ってきました。

在庫循環の先行きなどを考えれば、企業の生産活動が活発化し、ISM製造業指数も上向きに転じると予想されます。その結果、「トランプ政策なき米国経済」は元気を取り戻し、米国株式市場も緩やかながら上値を追う展開がしばらく継続すると考えています。長期金利はこの動きにあわせて上昇に転じることが見込まれますが、物価の上昇が進まなければ、低位にとどまることも想定されます。この場合、株価の上昇と債券価格の上昇(金利は低下)が同時進行する「ぬるま湯経済」(Goldilocks Economy)がしばらく継続することになると考えられます。

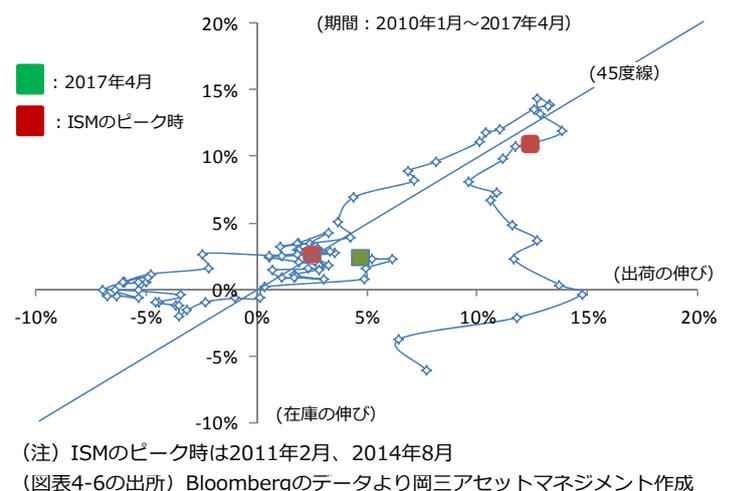
図表4 ISM製造業指数と商業銀行貸出しの伸び



図表5 銀行の貸出姿勢 (FRBの上席貸出担当者調査)



図表6 製造業の出荷・在庫バランス



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。

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）