



株式市場のボラティリティ(変動性)を考える

1月まで低下傾向をたどってきた株式市場のボラティリティ(変動性)は2月に急上昇しました。その背景には適温(Goldilocks)経済の終わりを想起させる環境変化があったと考えています。市場参加者は以前よりも高まった株式市場のボラティリティに慣れていく必要があると考えています。米国株式市場のボラティリティの先行きについて2つのシナリオを描きました。

上昇に転じたボラティリティ

2017年から2018年1月まで低下傾向をたどってきた日米株式市場のボラティリティは2月に急上昇し、その後も高まった水準で推移しています(図表1)。ボラティリティ指数に連動するクオンツ(数量モデル)ファンドの売りが株価下落に拍車をかけたとも言われています。1月までボラティリティが歴史的な水準まで低下してきた理由として、市場では次に挙げるような様々な原因が取り沙汰されています。

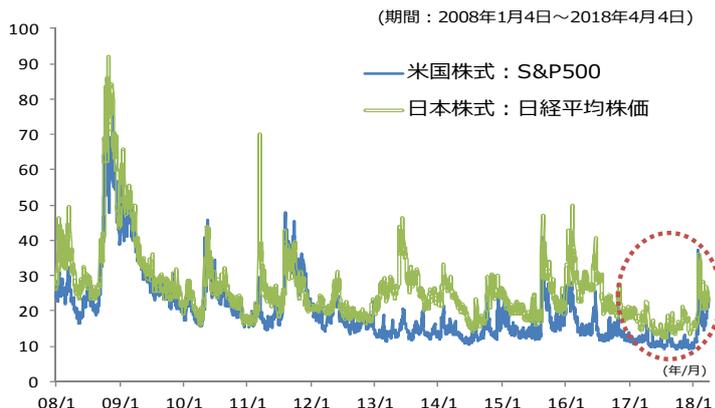
- リーマン危機以降、先進国では景気が過熱もせず失速もしない適温(Goldilocks)経済が続き、景気サイクルの振れ幅が縮小した(図表2)。
- 各国中央銀行の量的緩和を通して供給された莫大な流動性が金融市場を安定させた(図表3)。
- パッシブ(インデックス)運用が拡大し、市場で過剰な売買が抑制され、値動きが安定した。
- 日本株式については、日本銀行が上場投資信託(ETF)の買入れを通じて、実質的に相場を下支えしてきた。

2017年にはトランプ大統領の誕生を受けて適温経済が終わるとの思惑が一時的に浮上しましたが、実際に転換点を迎えるのは、次のような環境変化が明確になった本年2月まで持ち越される形となりました。

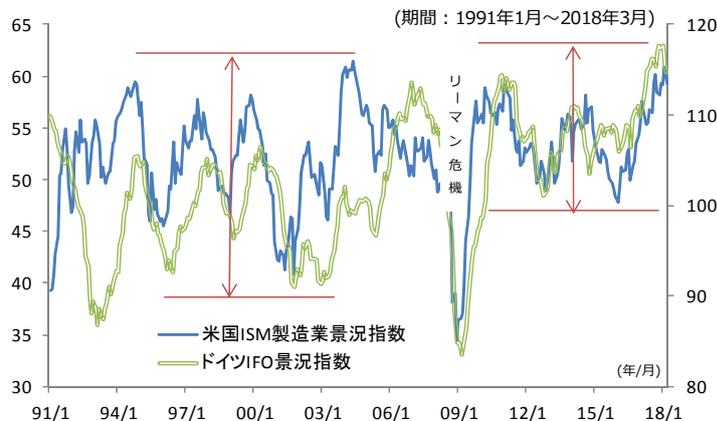
- 米国を筆頭に各国の景気拡大が本格化し、インフレ加速の兆しが見え始めた。
- その結果、各国中央銀行の量的緩和の終了や米連邦準備制度理事会(FRB)の利上げスピードの加速が視野に入ってきた。

また、3月に入るとトランプ政権の「米国第一」の通商政策や対立的な安全保障政策が世界の経済活動や金融市場の変動性を高めると考えられるようになりました。

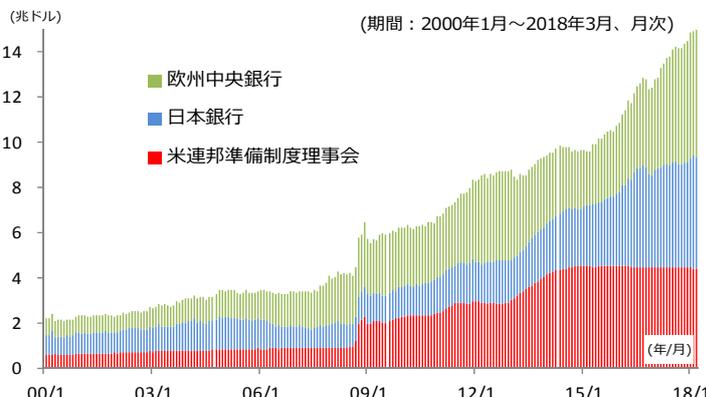
図表1 日米株式市場のボラティリティ指数



図表2 景気サイクルの振幅



図表3 主要中央銀行のバランスシートの推移



(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。

「適温経済」後の株式市場

これまでに、経済活動、インフレ、金融市場の変動性を抑制してきた「適温経済」が終焉を迎えたと判断しています。そのため、今後はボラティリティ指数が1月以前の水準に再び低下することはないと考えています。逆に40を上回る水準で高止まる可能性も低いと考えます。市場参加者は以前よりもやや高まった現在の水準のボラティリティに徐々に慣れていく必要があると考えています。

今後のボラティリティの動きを占う上では、次の点に注目する必要があると考えています。

- トランプ政権の保護主義的な通商政策が世界の経済活動、貿易を下押しすることにならないか？
- 同政権の対立的な安全保障政策によって北朝鮮やイランの地政学リスクが高まらないか？
- その結果として、欧州経済の勢いがピークアウトし、中国経済が構造的な減速傾向を示すなか、世界同時景気拡大が腰折れしないか？
- FRBの利上げやその他主要中央銀行の金融政策正常化のスピードが速まらないか？
- ボラティリティ指数に関連するクオンツファンドの売りが継続するか？

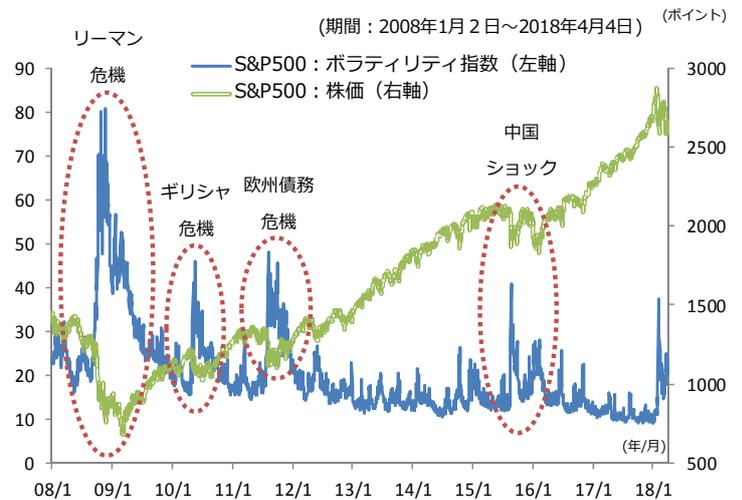
今後の見通し（シナリオ）

これまでは、リーマン危機、中国ショックなど株式市場が大幅に調整した局面でボラティリティは上昇してきました（図表4）。株式市場やボラティリティの先行きについては、次の2つのシナリオを描いています。現時点ではシナリオ1が実現する確率を70%、シナリオ2が実現する確率を30%と見積もっています。

シナリオ1

貿易戦争や米朝、イランを取巻く地政学リスクへの懸念が杞憂に終わり、米国で適温経済が終わっても、健全な経済成長が続き、金融引締めも緩やかに進められる。株式市場は再度高値を目指す展開に回帰し、ボラティリティは現在の水準を挟むレンジ内で安定的に推移すると思われます。

図表4 S&P500のボラティリティ指数と株価



図表5 株価指数（S&P500）の推移と景気後退期



（注）景気後退期はNBER（National Bureau of Economic Research）による（図表4-5の出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

シナリオ2

市場が懸念している米中間の貿易戦争や地政学リスクの高まりが現実となり、米中のみならず世界中で経済活動や貿易が失速し、米国経済が景気後退局面を迎える。米国株式は20%を超えて下落する「ベアマーケット」を迎え（図表5）、ボラティリティも欧州債務危機のレベルを上回った状態がしばらく続くと思われます。

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率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>

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)