



金融市場の不均衡とジャクソンホール

世界の金融市場に大きな不均衡が生じるなか、本日から始まるジャクソンホール会議における米連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長の発言に注目が集まっています。不均衡がどのような形で解消に向かうかを見定めるには、同議長の次の一手に注目する必要があると思われます。

世界の金融市場に不均衡

現在、世界の金融市場では大きな不均衡が発生していると考えています。極めて好調な米国株式市場とそれ以外の市場との間の不均衡です。米国株式市場は世界一強と言われる米国経済を背景に1月の高値を抜く勢いで上昇してきました。4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.1%と潜在成長率を大きく上回り、同時期のS&P500構成企業の前年比増益率は25%を上回りました。最先端のIT企業に加えてオールエコノミーの先行指標と考えられるダウ輸送株指数も高値を更新しています。一方、米国の国債市場では10年国債利回りは2.8%台まで低下してきました（図表1）。国債市場は足元の国内経済の勢いに疑問を呈しているようです。新興国通貨はアルゼンチン、トルコを筆頭に4月以降下げ足を速めています。新興国の金融資産が軟調に推移することは米国資産の魅力が高まったことの裏返しと捉えることもできます。また、世界景気に敏感に反応する商品市況も低下基調が続いています（図表2）。

このような市場の不均衡はいずれは強気筋が弱気に傾くか、弱気筋が強気に収斂するか、または双方が中間点に歩み寄ることによって解消に向かうと考えられます。今後数カ月の世界の金融市場を占うにあたっては、この不均衡がどんな形で解消に向かうかが重要な鍵になると思われます。

ジャクソンホール会議

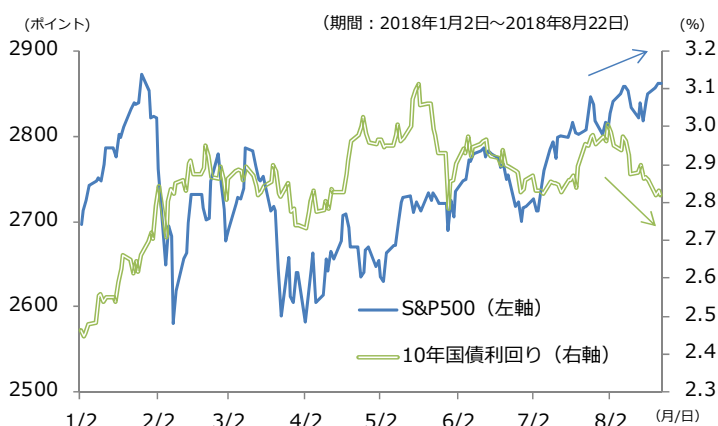
折しも、米国ワイオミング州で本日から3日間の予定でジャクソンホール会議が開催されます。市場参加者は、この会議でFRB議長がどのような発言を行うか、そしてその発言がFRBの金融政策を通して金融市場の不均衡解消にどのような影響を与えることになるかを見守っています。

米国の金融政策に関して、株式市場は米国経済や米国企業の収益はこれまでの利上げ、今後4回程度の利上げに十分耐えられると見ているようです。国債市場はこのペースで利上げが進むと米国経済は早晚減速に向かい、将来的には景気後退を迎える可能性が高まると考えているようです。そして、新興国市場や商品市況はこれまでの利上げで既に悲鳴を上げ始め、今後の利上げは新興国市場に壊滅的な打撃を与える可能性があるかと危惧しているかも知れません。

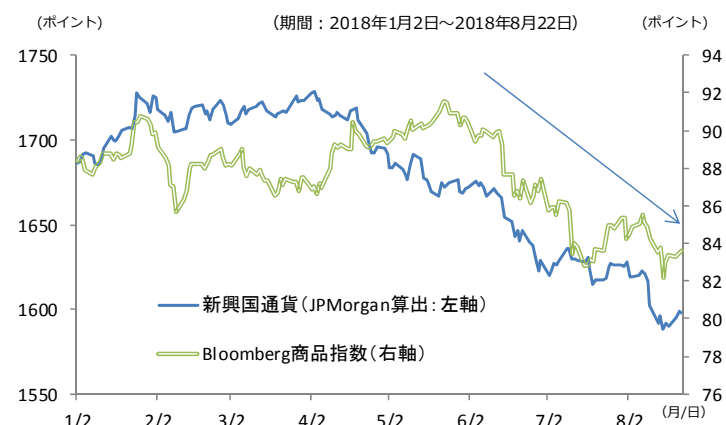
＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■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。

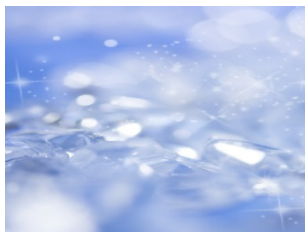
図表1 米国株式と10年国債利回り



図表2 新興国通貨と商品市況



(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



このような局面で、2015年末以降の利上げ回数は7回を数え、2017年10月にバランスシートの縮小に着手したFRBの次の一手に市場が注目しています。

FRBが想定通りに利上げを進めても、株式市場が受ける影響は限定的で、国債市場でも従来の予想通りイールドカーブのフラット化が段階的に進むと思われます。一方、利上げの継続は新興国からの「資金逃避」を加速させ、最悪の場合は1997年のアジア危機が再来する可能性があります。逆に今後、FRBが利上げをストップしたり速度を緩めれば、新興国は息を吹き返し、株式市場では上昇速度が増し、国債市場ではフラット化の動きが減速するかも知れません。

このような環境で直近、低金利を好むトランプ大統領という伏兵が登場しました。本来「国内の雇用最大化と物価安定」を至上命題とするFRBが海外要因やトランプ大統領からの圧力で利上げをストップすれば、市場が「FRBはイールドカーブに遅れた（Behind the Curve）」と判断し、長期金利が急上昇することも懸念されます。

長期見通しへの影響

ジャクソンホール会議におけるパウエル議長の発言は株式市場の長期的なシナリオにも影響を与えることになりそうです。次の3つのシナリオを考えています。

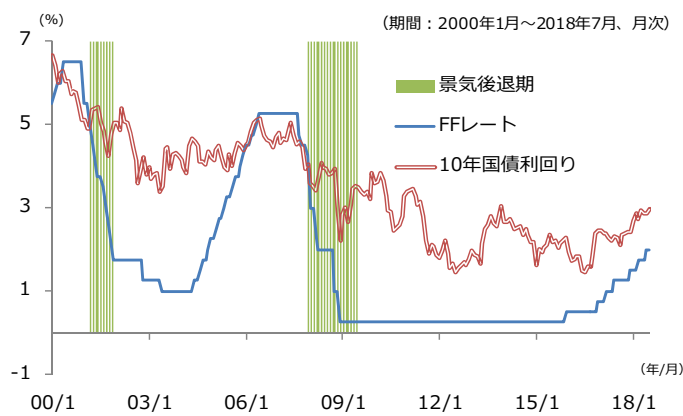
➤ シナリオ1（従来通りのシナリオ）

FRBが自らの判断に基づいて利上げを進めれば、2019-20年には長短金利差がマイナスとなり景気後退局面に入り、株式市場も大幅調整を迎えます。しかし、それまでは株式市場は緩やかな上昇を続けると考えられます（図表3）。

➤ シナリオ2（弱気が強気に収斂するシナリオ）

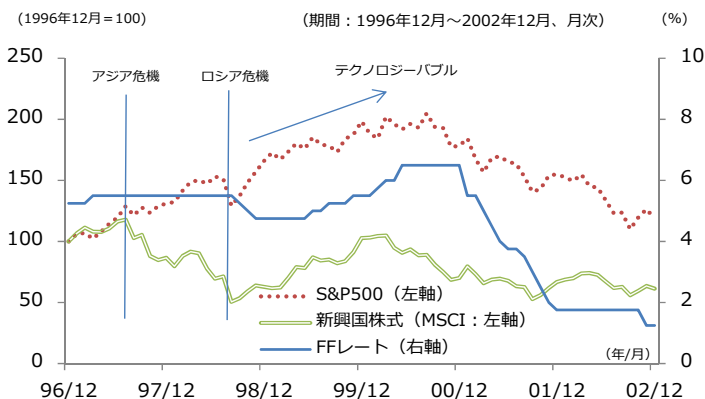
FRBが海外要因やトランプ大統領の圧力を受けて利上げ速度を緩めれば、1997-98年のアジア・ロシア危機時にFRBが利下げを行ったことがその後のテクノロジーバブルを膨らませたように、株式市場で再度バブルが発生する可能性があります（図表4）。このシナリオが実現するには市場がFRBはイールドカーブに遅れたと判断しないことが大前提となります。

図表3 米国の長短金利と景気後退期



(注) 景気後退期はNBER (National Bureau of Economic Research) による

図表4 アジア・ロシア危機時のFFレートと株式市場



(注) MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。(図表3-4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3（強気が弱気に収斂するシナリオ）

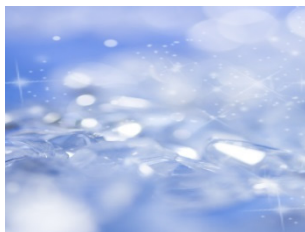
FRBが政府からの独立性を主張するために敢えて必要以上に利上げスピードを速める場合は、イールドカーブのフラット化が速まり、シナリオ1よりも早期に米国経済が景気後退入りし、株式市場が調整を迎える時期が前倒しになると考えられます。

金融市場がこれらのシナリオ通りに動くとは考えていませんが、足元で新興国市場の混乱が続き、トランプ大統領が本来禁じ手の金融政策に対する横やりを入れようとするなか、当面、通常の状態以上にFRBの金融政策を注意深く見守る必要があると考えています。

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)