

FRB利下げ開始後の金融市場

7月末に米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げを行えば、金融市場は大きな転換点を迎えることとなります。過去の利下げ局面を振り返り、今後の金融市場の動きを予想しました。鍵となるのはこの利下げが「予防的」と判断されるか、近い将来に米国経済が景気後退入りし「手遅れ」と判断されるかという点です。

7月末の利下げを織り込み始めた市場

市場参加者の焦点は今週末の米中首脳会談と7月末の米連邦公開市場委員会（FOMC）にあたっています。米中首脳会談については「新たな関税引上げを棚上げし協議を継続する」ことがほぼ市場コンセンサスになっています。FOMCについては、先物市場では年内2-3回の利下げが織り込まれ、大方の市場参加者は7月末に利下げが行われると予想しています。7月末にFRBが利下げに転じれば、リーマン危機前の2007年9月以来となり、世界の金融市場は大きな転換点を迎えることになりそうです（図表1）。

ここでは、1990年以降の4回の利下げ局面で最初の利下げ前後の金融市場の動きを振り返ってみました。

過去4回のパターンを探る

1990年以降にFRBが利下げに転じたのは、メキシコ危機の米国経済への波及を防ぐための95年、アジア・ロシア危機の国内経済への伝播を予防するための98年、ITバブル崩壊後の2001年、クレジットバブルの崩壊が始まった2007年でした。図表2~6は過去4回の利下げ開始月の前後12カ月の各市場の動きを示したものです。

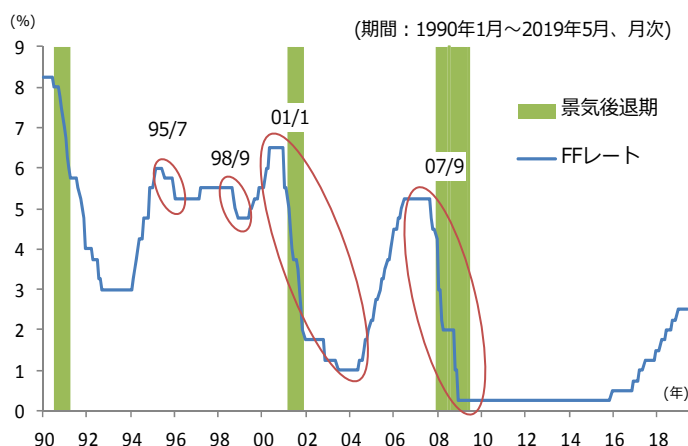
➤ FFレート（図表2）

利下げ開始後のFFレートの軌道は概ね2つに分類されます。国外の逆風を水際で食い止めるために「予防的」な利下げに踏み切った95、98年のケースでは利下げは短期間で終了しました。一方、01、07年の利下げは期間も長く、下げ幅も大きくなりましたが、景気後退を防ぐことはできませんでした。その意味で市場は後者の利下げを「手遅れ」と判断しています。

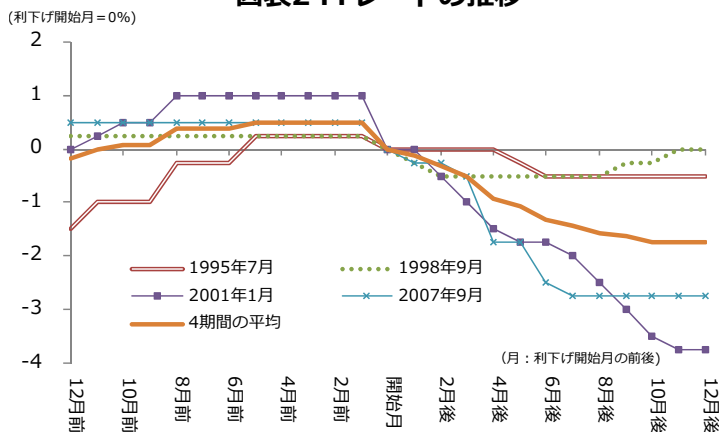
➤ 米国株式：S&P500（図表3）

95、98年の「予防的」利下げのケースで株価は上昇しましたが、01、07年の「手遅れ」のケースでは株価は下落しました。

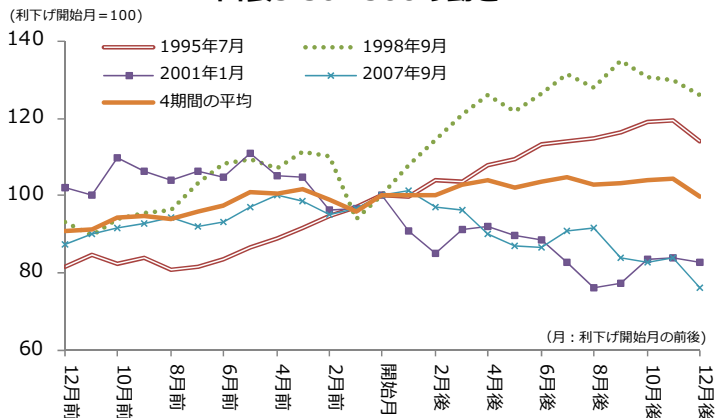
図表1 FFレートの推移と利下げ開始月



図表2 FFレートの推移



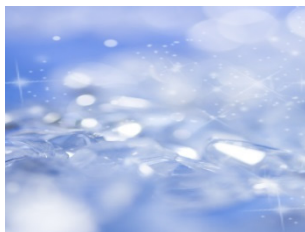
図表3 S&P500の動き



（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。



➤ 日本株式：TOPIX（図表4）

米国株式と同様、「予防的」利下げのケースでは上昇、「手遅れ」のケースでは続落しました。

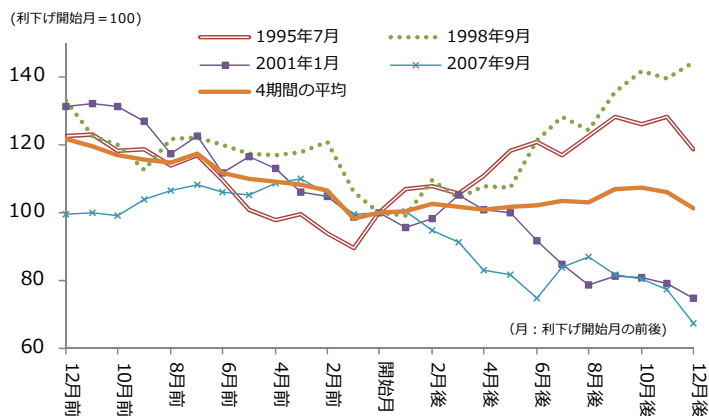
➤ クレジット：ハイイールド社債利回り（図表5）

ハイイールド社債利回りの対米国債スプレッドは「予防的」利下げでは縮小（債券価格は上昇）しましたが、「手遅れ」のケース、特にリーマン危機後は大幅に拡大（債券価格は下落）しました。

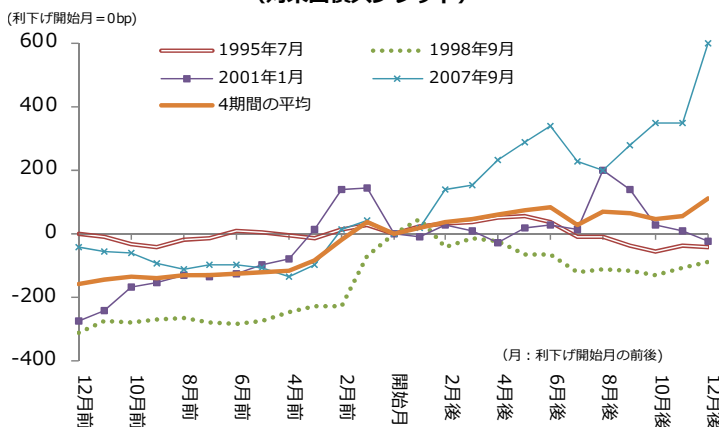
➤ 米国10年国債利回り（図表6）

「予防的」と「手遅れ」の違いを明確に判別することはできませんが、4期間の平均を見ると利下げ開始直後は低下し、6か月目には上昇に転じました。

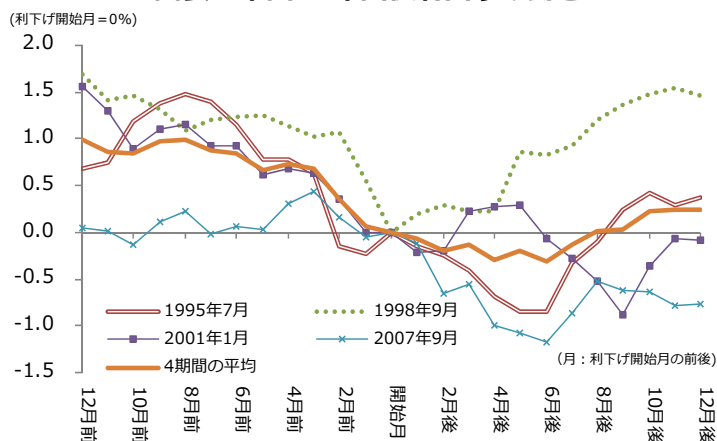
図表4 TOPIXの動き



図表5 ハイイールド社債利回りの動き
(対米国債スプレッド)



図表6 米国10年国債利回りの動き



以上（作成：投資情報部）

（図表4-6の出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

今後の市場見通し

今後の金融市場の動きは、7月末にも予想される利下げが市場に「予防的」と判断されるか「手遅れ」と判断されるかに大きく依存すると思われます。「予防的」と判断されれば日米株式、クレジットは上昇を続けませんが、逆に「手遅れ」と判断され、米国経済がこのまま景気後退に向かえば日米株式、クレジットは下落に転じると思われます。

S&P500が足元で史上最高値圏で推移していることは、市場が「予防的」シナリオを織り込みにかかっていることを示しています。言い換えれば、市場は週末の米中首脳会談で第4弾の関税引上げが見送られ、7月末のFOMCで利下げが行われることを織り込んでいると考えられます。しかし、最終的にこの利下げが「予防的」だったか「手遅れ」だったかを判断するには、今後3-6か月ほどのマクロ経済指標を丹念にチェックしていく必要があります。その際には、直近52.1まで低下してきたISM製造業景況指数が上昇に転じるか、50を下回って低下を続けるかが有効な判断材料の1つになると考えています。

＜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。

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、借入金等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。