



# 適温 (Goldilocks) 経済は復活するか？

昨年FRBによる3回の利下げによって米国経済が景気後退に陥る可能性が低下し、株式市場は再度上昇基調に入りました。新型コロナウイルスの世界経済への悪影響は予断を許さない状況です。一方、それによってFRBが早期に金融引締めに向かう可能性は低下しました。適度な成長と安定したインフレによってもたらされる「適温 (Goldilocks) 経済」は株式などのリスク資産にとっては望ましい環境になると考えています。

## 米国株式市場は高値を更新

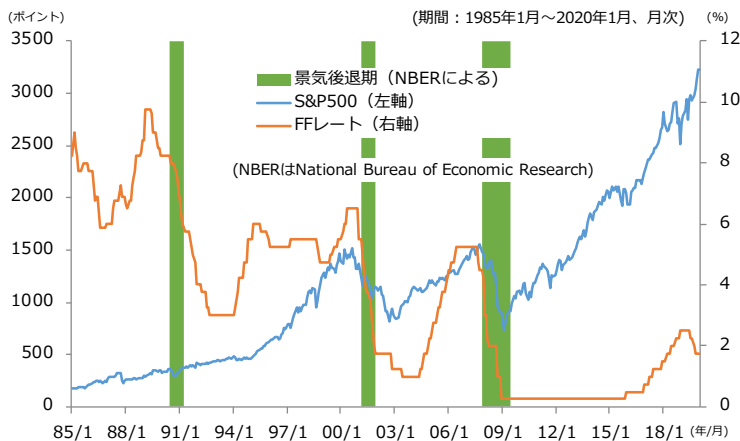
米国の景気拡大は最長記録の更新を続け、米国株式は2009年3月の底値から4倍以上に上昇しました(図表1)。米国株式市場が成熟期入りしたと考えられるなか、2018年12月の時点で市場はFRB(連邦準備制度理事会)の9回の利上げが米国経済の景気後退時期を早めたと判断し、株価は急落しました。しかし、2019年初頭にFRBが金融政策のスタンスを引締めから緩和に転換し、市場はその後3回の「予防的利下げ」によって米国経済が景気後退に陥る可能性が低下したと判断し、株式市場は再度上昇基調に入りました。

もちろん、足元で新型コロナウイルスの世界経済への悪影響は予断を許しません。新型コロナウイルスの拡大が本格化した後の主要金融市場の動きをみると、原油価格や米国債利回りは景気減速を織り込んで低下する一方、景気や企業収益の先行きに強気な米国株式市場は新型コロナウイルス拡大前の水準まで回復しています(図表2)。現時点でどちらの見方が正しいかを判断することはできませんが、金融市場がこのように分断(デカップル)されていることも市場の先行き見通しを不透明にしています。

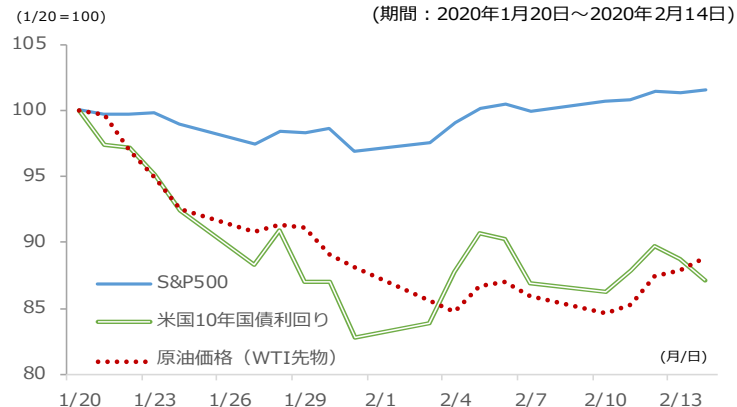
## 「予防的利下げ」の歴史

FRBは1990年代に二度「予防的利下げ」を行いました。1995年はメキシコ危機、1998年はアジア危機などの外的ショックが米国経済に波及することを防ぐために予防的な利下げに動きました(図表3)。いずれのケースでも利下げ後に株式市場は上昇を続け、グリーンズパン議長による1996年12月の「根拠なき熱狂」という発言や1998年以降の「ITバブル」につながりました。一方、10年国債利回りは予防的利下げ前後に上昇に転じました。これらの経験からは、株式市場は今後も上昇を続けることが想定されますが、10年国債利回りは構造的な低インフレ環境を背景に1990年

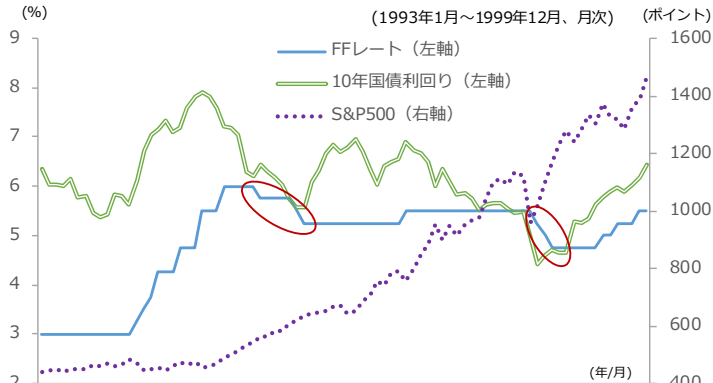
図表1 米国株式市場とFFレート



図表2 新型コロナウイルスの拡大(1月20日)以降の金融市場



図表3 1990年代の米国市場



(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。

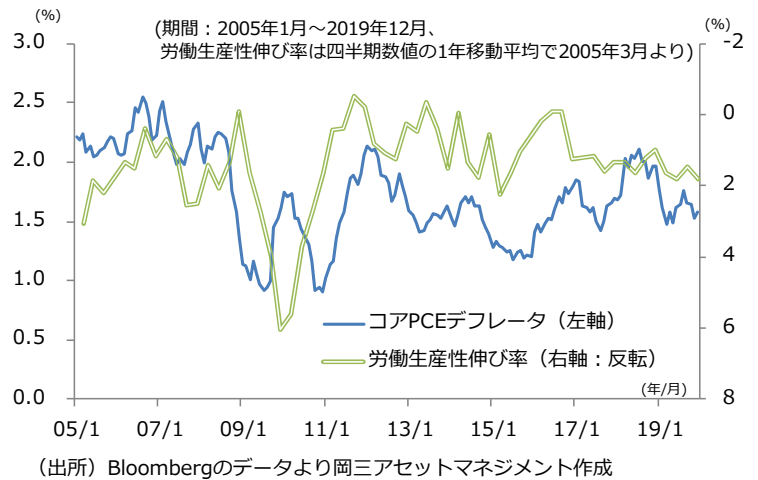
代のケースほど上昇しないと見ています。一般的にはフィリップス曲線を前提とした循環的なインフレ加速も想定されますが、構造的に下向きの力が強く作用している可能性があります。近年、AI、ロボット、IoTなどの先端技術によって経済全体の労働生産性（生産量/労働投入量）の伸び率が加速していると考えられます。その結果、労働市場が引き締まり賃金が上昇しても、生産がそれを上回って増加するため、需給の観点からインフレ圧力がかかりにくくなっています。これまでも労働生産性の伸び率が高まればFRBが重視するインフレ指標であるコアPCEデフレータが低下する傾向がありました（図表4）。また、アマゾン、ウーバーなどの新しいビジネスモデルによって身の回りの価格が下がりやすくなっています。そのため、FRBが金融引締めめに転じるのはかなり先になると思われます。

### 金融市場の見通し

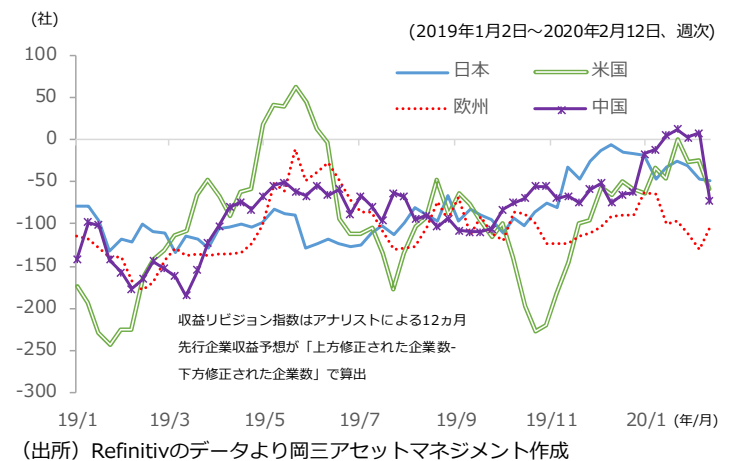
新型肺炎の拡大を受けて株式市場は初動(イニシャルリアクション)で下げて、その後上昇に転じましたが、今後は経済や企業収益への悪影響を丹念に分析するステージに入っていくと思われまます。企業側は1-3月期以降の業績に楽観的な見通しを持てる状況にはなく、日米中でアナリストの企業収益予想は下方修正されています（図表5）。そのため、世界の株式市場ではもうしばらく神経質な展開が継続すると予想しています。

中国の1-3月期の実質GDP成長率は大幅に減速することが予想されていますが、2003年のSARS（重症急性呼吸器症候群）時には感染終息後に成長率はV字回復に向かいました。2020年を通して考えれば、米中通商摩擦が緩和し、米中経済を中心に世界経済が回復に向かうメインシナリオを維持しています。主要国の金融政策を俯瞰すれば、FRBの「予防的な利下げ」に加えてECB（欧州中央銀行）、BOJ（日本銀行）はQE（量的緩和）を続けています。加えて、今回の新型肺炎によって早期に金融引締めに向かう可能性は著しく低下しました。今年FRB、ECBともこれまでの金融政策の検証を行い、従来にも増してハト派的（金融引締め後に後向き）になることが想定されます。

図表4 米国：生産性の伸びとコアPCEデフレータ



図表5 主要国の収益リビジョン指数



このように経済が適度に成長しインフレが安定する「適温 (Goldilocks) 経済」が続けば、中銀が金融引締めを遅らせ、長期金利も上がりやすくなると思われまます。このような状況は株式などのリスク資産にとっては望ましい環境になると考えています。新型肺炎の悪影響が急拡大し、世界経済が後退に向かう最悪のシナリオを回避できれば、株式市場は一進一退を続けながらも時として高値を更新する展開が続くと予想しています。尚、メインシナリオではありませんが、1998年以降と同様に主要国の株式市場がバブルに向かって突き進んでいく可能性があることには留意したいと考えています。

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3.85%(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2.09%(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0.0132%(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。

## &lt;本資料に関するお問い合わせ先&gt;

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)