

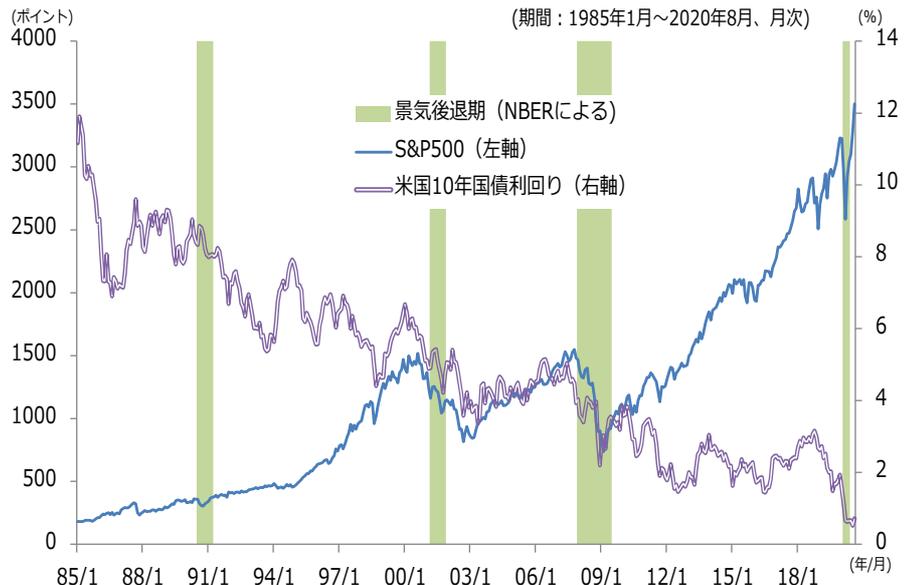
米国経済：史上最短の景気後退か？

コロナ禍による米国経済の急減速にもかかわらず、S&P500は史上最高値の更新を続けています。今回の景気後退が経済封鎖（ロックダウン）の解除にあわせて4-6月期に底打ちしていれば、後退期間は史上最短となり、足元の株価上昇を正当化することも考えられます。逆にコロナ感染の収束がおくれ、景気が底這いを続けたり、回復しても二番底を付けることになれば株価上昇の持続性に疑問を持たざるを得ません。過去の景気後退のパターンと比較することを通して今回の景気後退の長さ、株式市場の先行きを考えてみました。

S&P500は最高値を更新

コロナ禍による米国経済の急減速にもかかわらず、S&P500は史上最高値の更新を続けています。1985年以降のS&P500は米国経済が景気後退を迎えると大幅に調整しました（図表1）。月末の株価で比較すると、2000年のITバブル崩壊後は30カ月で約45%下落し、リーマン危機時は16カ月で約53%下落しました。一方、本年2月に始まった景気後退でのS&P500の調整は3カ月で約20%にすぎません。4-6月期の実質GDPは瞬間風速で-31.7%（前期比年率）とリーマン危機時の同-8.4%を大きく下回ったにもかかわらず、これだけの軽傷で済んでいます。これがいわゆる「ウォールストリート（株式市場）とメインストリート（実体経済）の分断（デカップリング）」と呼ばれる現象です。足元の上昇相場が持続するかどうかは今回の景気後退がいつ終わるか（既に終わっているか）にかかっていると考えています。今回の景気後退が経済封鎖（ロックダウン）の解除にあわせて4-6月期に底打ちしていれば、後退期間は史上最短となり、足元の株価上昇を正当化することも考えられます。逆にコロナ感染の収束がおくれ、景気が底這いを続けたり、回復しても二番底を付けることになれば株価上昇の持続性に疑問を持たざるを得ません。市場参加者、企業、消費者は今後のマクロ経済環境をどう描いているのでしょうか？

図表1 S&P500と米10年国債利回り



NBER: National Bureau of Economic Research（全米経済研究所）、直近の景気後退は2020年2月から5月までと仮定

（出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

市場参加者、企業、消費者が織り込むマクロ経済見通し

株価が高値更新を続けている背景には、株式市場の参加者が景気後退は既に終了し、年後半から来年にかけて回復から拡大に向かうと考えていることがあると思われます。逆に、国債市場の参加者は景気回復に対して警戒的な見方を持っているため、10年国債利回りは歴史的な低水準で推移していると思われます（図表1）。金融市場の中でも株式市場と国債市場では分断が生じていると考えられます。

一方、企業の景況感を示すISM製造業景況指数は既に景気の拡大と後退の境界を示す「50」を上回っています（次頁図表2）。過去においてもISM製造業景況指数が50を上回るのは景気後退が終わるタイミングとほぼ同じでした。企業の購買担当者や経営者は米国経済は既に底を打ち、回復局面に入ったと考えていると判断できます。

<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。

ストラテジストの眼

逆に、依然として底這いを続ける消費者信頼感指数は景気の底打ちにはしばらく時間がかかることを示唆しています（図表2）。

金融資産の価格、景気指標は2つの異なるメッセージを発していますが、どちらが正しいのでしょうか？過去の景気後退時のパターンと比較して考察してみましょう。

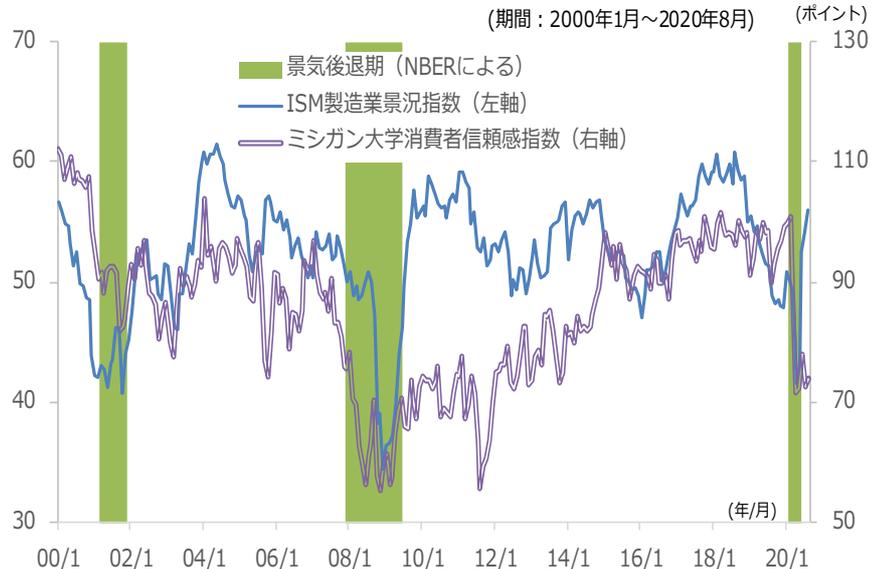
過去の景気後退パターンから考察

これまでの景気後退は景気・インフレの過熱を背景にFRB（連邦準備制度理事会）が利上げを重ねることによって、または資産市場のバブルがはじけることによって引き起こされました。利上げが行き過ぎれば、企業の資金調達金利が上がり経済活動は失速します。リーマン危機時には有価証券運用に失敗した銀行のバランスシートが棄損し、貸出態度が引き締まり、企業や家計への資金供給が滞ったため景気後退が長期化しました。1969年以降の景気後退は平均12ヵ月続き、リーマン危機時は18ヵ月続きました（図表3）。一方、今回の景気後退は経済封鎖によって経済活動が強制的に止められたことが原因だったため、今後、コロナ感染がある程度抑制され、経済活動が元に戻ってくれば、速やかに景気後退から脱却することが可能だと考えています。過去と異なりインフレが抑制されているため、FRBは利上げではなくむしろ金融緩和を強化しています。7-9月期には既に回復局面入りしている可能性もあります。

米国株式市場の見通し

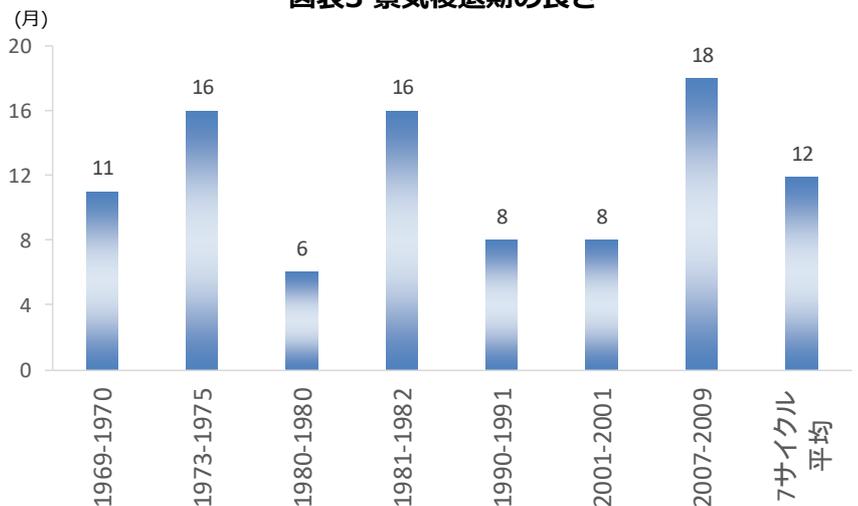
こう考えると、今回の景気後退が史上最短の景気後退となり、「株式市場と実体経済の分断」もある程度正当化されると考えることが可能です。非伝統的な金融緩和は株式市場の追い風になりますが、コロナの

図表2 企業景況感と消費者信頼感



NBER: National Bureau of Economic Research (全米経済研究所)、直近の景気後退は2020年2月から5月までと仮定
(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

図表3 景気後退期の長さ



(出所) NBERのデータより岡三アセットマネジメント作成

感染が秋以降に再度拡大し、経済活動が再度麻痺するようなことになればこの見方を改めなければなりません。もうしばらく米国株式は堅調な展開を続けると予想していますが、米国株式のバリュエーションは既に割高な水準にあり、これまでに上昇を牽引してきたメガテクノロジー株の業績が市場予想に届かないケースが続出するようなことがあればリスク要因になると考えています。

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3.85%(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。

<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)