

「政策バブル」の予感

NYダウは足元で史上最高値圏で推移していますが、市場参加者の間ではバブルを懸念する声があがっています。ISM製造業景況指数の見通しからは、少なくとも2022年中盤までは米国景気の拡大が続くと考えられ、それまでに米国株式が大幅に調整する可能性は低いと思われます。しかし、中長期の視点からはそろそろ「政策バブル」が崩壊した後に何が起こるかを想像し、株式市場の「終わりの始まり」を意識した運用を心掛ける時期にきていると考えます。

バブルの予感

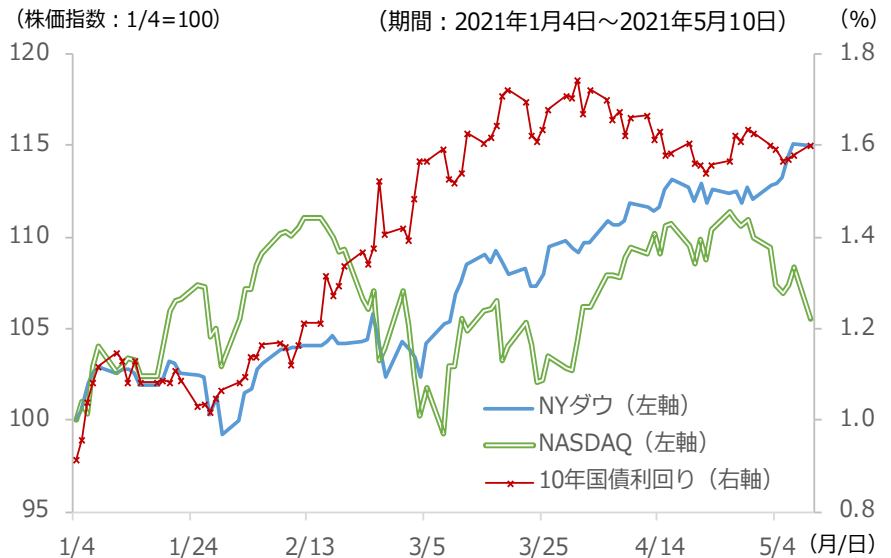
NYダウは足元で史上最高値圏で推移しています。これまでの金融・財政政策の大盤振舞いに加えて、ワクチン接種が進んだことで消費者や企業の経済活動が再開し、財・サービスへの需要が拡大するとの見通しが背景です。しかし、ここに来て市場にはバブルを懸念する声があがっています。NYダウが最高値で推移する一方、金利上昇に弱いとされる成長株を多く含むNASDAQは4月末以降、下落しています（図表1）。その他にも金融市場のそこかしこでバブルの予感が広がっています。

- アルケゴス・キャピタルの投機ポジションの解消に伴いクレディスイス、野村証券などが100億ドル（1.09兆円）を超える損失を計上
- FINRA（金融取引業規制機構）によれば株式の信用売買に伴う3月末にマージンデット（証拠金債務）が8220億ドルまで拡大し、リーマン危機前の4000億ドルを大幅に超過
- 1-3月期のゴールドマンサックスのROE（自己資本利益率）がクレジットバブル時以来の30%超え
- 4月末時点で1400億ドルを超える500社超のSPAC（特別買収目的会社）が合併相手を探索中
- 年明け以降、個人投資家の個別株式や仮想通貨への投機ポジションが拡大

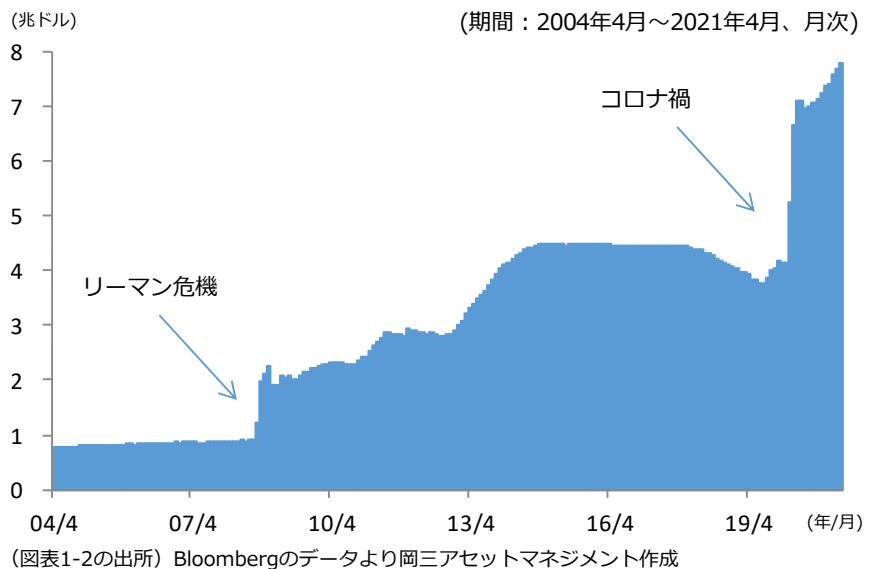
金融・財政の「政策バブル」

「バブル」は弾けて初めてバブルだった

図表1 米国の主要株価指数と長期金利



図表2 FRBのバランスシート



とわかるものです。しかし、現在の株式市場がバブルなら、それを形容する最も適切な表現は「政策バブル」だと考えます。コロナ禍を背景にFRB（連邦準備制度理事会）はリーマン危機後を上回るQE（量的緩和）を通して金融市場に大量の流動性を供給しました（図表2）。バイデン

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

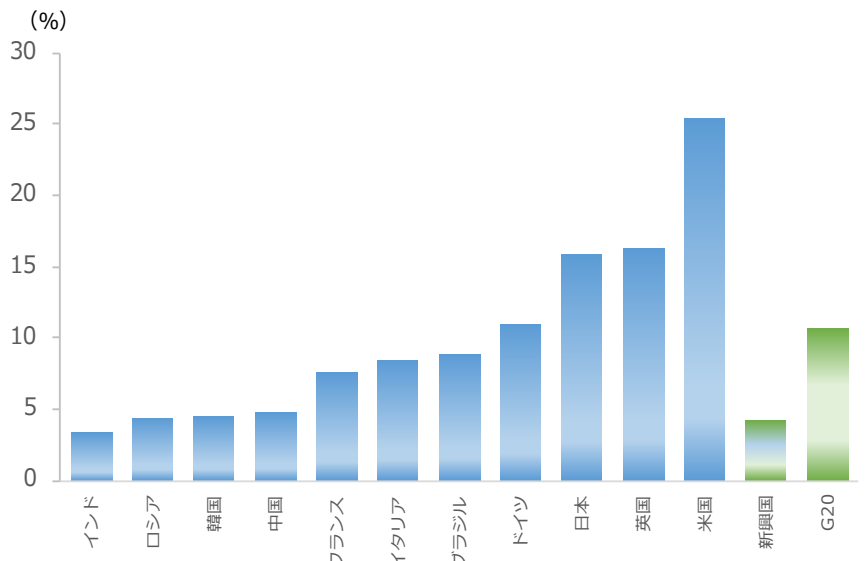
■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客



政権は1.9兆ドルの米国救済計画を成立させると、4月以降、8年2兆ドルのインフラ投資を中心とする雇用計画や10年1.8兆ドルの家族計画を矢継ぎ早に打ち出しました。IMF（国際通貨基金）は米国のコロナ禍の財政支援がGDP（国内総生産）の25%を超えると推計していますが、4月以降の追加景気対策は含まれていません（図表3）。

しかし、これらの大盤振舞いがいつまでも続くと考えるのは危険です。財政支援を永遠に続けられれば米国政府は市場の信頼を失うことになり、FRBもいずれかのタイミングで金融政策の正常化（QEの減額・終了、利上げ）に着手することになるでしょう。

図表3 コロナ対策の財政支出（GDP比）



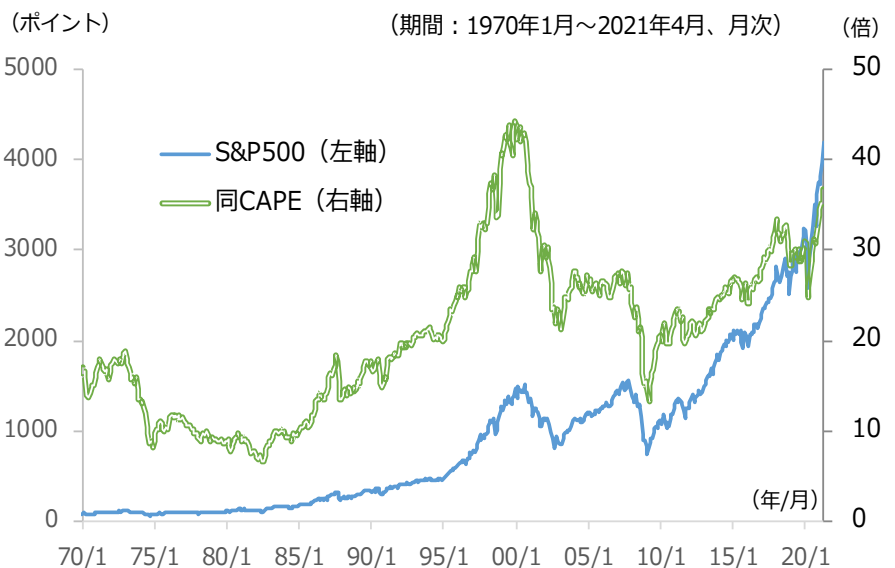
（出所）IMF「Fiscal Monitor, April 2021」のデータより岡三アセットマネジメント作成

注目された「イエレン発言」

折しも先週の講演会で前FRB議長のイエレン財務長官は「景気過熱を防ぐためには金利上昇が必要」と発言しました。議会で増税法案を通しやすくするための方便とも考えられますが、本来、FRB議長が為替市場、財務長官が政策金利に触れることはタブーと考えられてきました。イエレン氏はその後「中銀の政府からの独立は尊重される。これは予想でも提案でもない」と火消しに回りましたが、図らずも前FRB議長が金融政策の正常化を意識していることを露呈する格好となりました。

もちろん、利上げがすぐに株式市場のバブル崩壊につながるとは限りませんが、S&P500はリーマン危機後の2009年3月の大底から6倍以上に上昇しています。景気循環調整後の株価収益率（CAPE）は36倍を超え、リーマン危機前の水準を上回り、ITバブル時に迫っています（図表4）。足元で一部の仮想通貨の上値は重くなり、SEC（証券取引委員会）はアルケゴスのようなファミリーオフィスやSPACに対する規制を強化する姿勢を鮮明にしています。

図表4 S&P500の景気循環調整後株価収益率（CAPE）



（出所）エール大学、Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

当面の市場見通し

FRBはゼロ金利政策の解除が2024年以降になることを想定しています。バイデン政権の雇用計画や家族計画はこれから議会審議が本格化し、早くても夏以降に始まる息の長い政策になると考えられます。S&P500のモメンタム（勢い）は米国内のビジネスサイクルを示すISM製造業景況指数に連動することが知られています。これまで同指数は景気拡大と後退の境となる50を一度上回ると、その後2、3年は高

＜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。

# ストラテジストの眼

水準を維持しました（図表5）。同指数は2020年6月に50を超えたことから、少なくとも2022年中盤までは米国経済の拡大が続くと予想され、それまでにS&P500が勢いを失い、大幅に調整する可能性は低いと考えます。ここまで上昇してきた米国株式がさらに上昇を続けるかどうかは景気の持続性が最大の焦点になると考えられます。

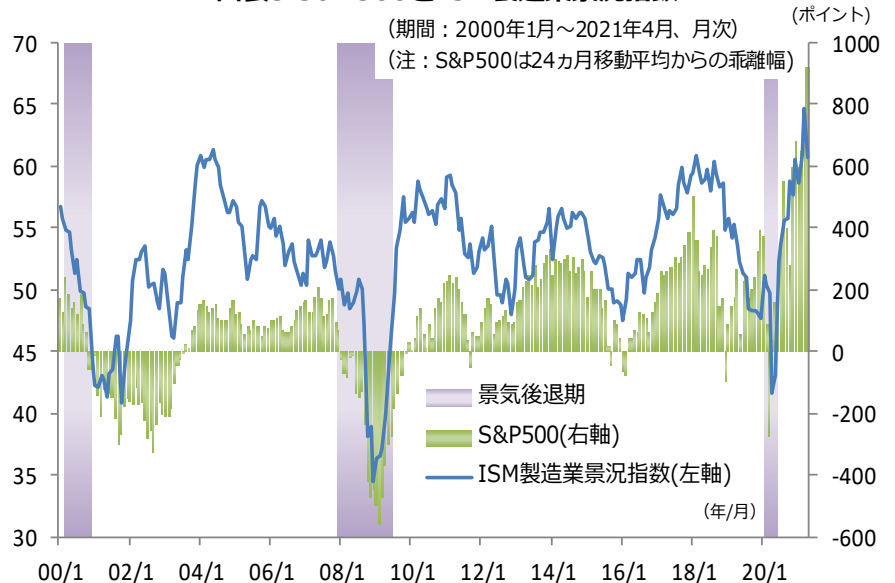
一方、短期的には景気指標や企業収益の改善スピードはピークを迎えつつあります。実際に発表された景気指標を市場の事前予想と比較した経済サプライズ指数は足元でプラス圏で推移しているものの、低下基調をたどっています（図表6）。これは市場の事前予想が高まってきたことを示しています。今後、経済活動の再開を受けて同指数が上昇に転じるか、ある程度の回復は既に市場に織り込まれ、マイナス圏に落ち込むかが当面の焦点になりそうです。

## 株式市場の「終わりの始まり」

悲観論者は次のように考えています。追加支援策が成立せず、これまでの景気刺激策の効果が頭打ちになれば、「財政の崖（政府支出の縮小）」によって景気失速を招く可能性があり、FRBの金融政策がインフレに対して「behind the curve」になれば長期金利が急上昇し、株価の下押し要因になります。

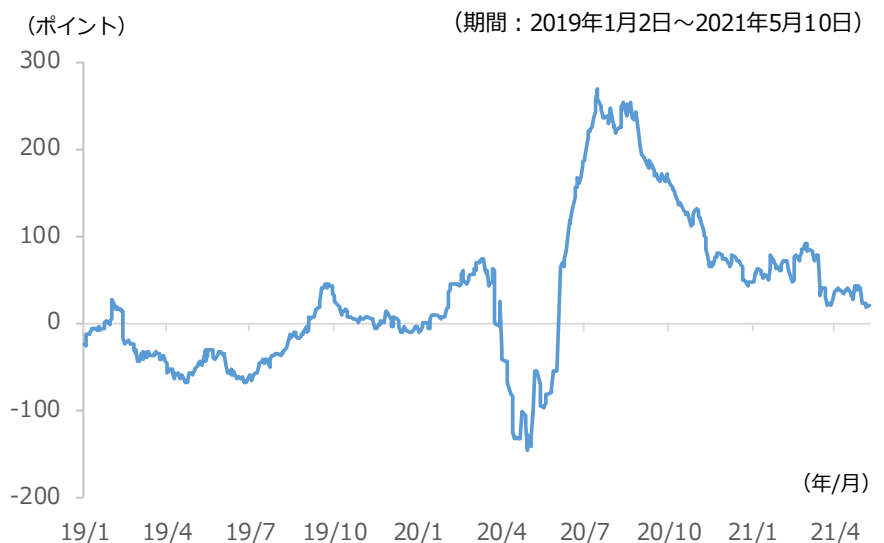
伝統的に「ウォール街のパーティ」では一定の時間が経過し、宴もたけなわになるとFRBがパンチボウル（フルーツ入りアルコール飲料のボウル）を片付けて参加者に退場を促してきました。しかし、今回はコロナ禍による脆弱なマクロ環境下でFRBも政府もパンチボウルを片付けられない状態が続いています。その結果、パーティは夜半を過ぎても盛り上がったままです。「音楽が鳴っている間はダンスを踊り続ける」のが市場参加者の性

図表5 S&P500とISM製造業景況指数



注：景気後退期はNBER（The National Bureau of Economic Research）による、直近の景気後退は2020年2月から5月までと仮定

図表6 経済サプライズ指数



（図表5-6の出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

（さが）です。しかし、中長期的な視点からはそろそろ「政策バブル」が崩壊した（パンチボウルが片付けられた）後に何が起こるかを想像し、株式市場の「終わりの始まり」を意識した運用を心掛ける時期にきていると考えます。

以上（ストラテジスト）

### <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

## 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。

## &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)