

# 低ボラティリティは嵐の前の静けさ？ －ジャクソンホールにおける中央銀行首脳のスピーチが焦点に－

## 当レポートの主な内容

- ・世界中の金融市場におけるボラティリティの低下を受けて、「市場は将来に慢心している」、「嵐の前の静けさ」などの様々なコメントが聞かれます。
- ・ジャクソンホールにおける中銀首脳のスピーチによって、金融政策の正常化が加速するとの見方が強まれば、一時的なボラティリティの上昇が予想されます。
- ・ただ、リーマンショックや欧州債務危機級の大幅な変動率の上昇は、当面、起こりにくいと思われれます。

## 世界中でボラティリティが低下

金融市場では、「ボラティリティ」は資産価格の変動の大きさを表します。「恐怖指数」とも呼ばれ、投資家の心理を表すとも言われています。

過去を振り返れば、日経平均株価のボラティリティは、リーマンショック（08年9月）、ギリシャ危機（10年5月）、東日本大震災（11年3月）、欧州債務危機（11年8月）、米連邦準備制度理事会（FRB）による量的緩和縮小の示唆：テーパー・タントラム（13年5月）、人民元ショック（15年8月）、中国経済のミニクラッシュ（16年2月）など、大きなイベントが発生したときに上昇しました。

ここ数カ月、日米の株式市場のみならず（図表1）、米国債市場、為替市場、原油市場でもボラティリティが低下しています（図表2）。

※括弧内は、ボラティリティの上昇がみられた主な時期を示しています。

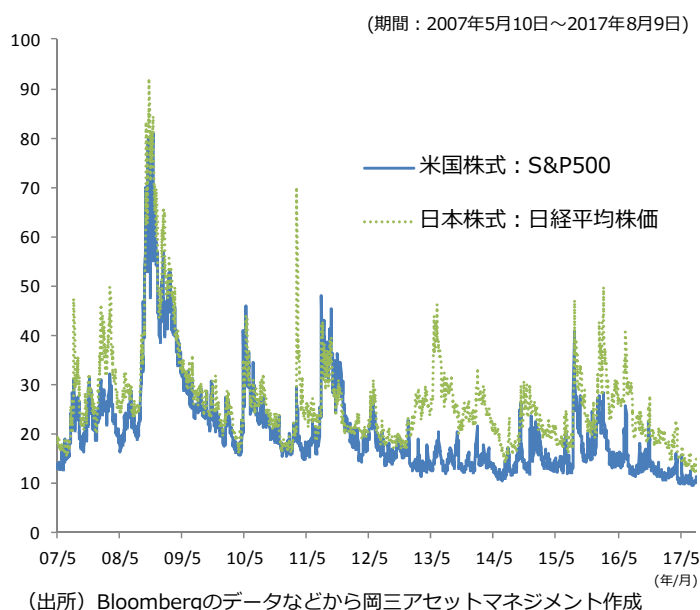
## ボラティリティ低下の理由と将来への示唆

ボラティリティ低下の理由として、市場では様々な憶測が飛び交っています。

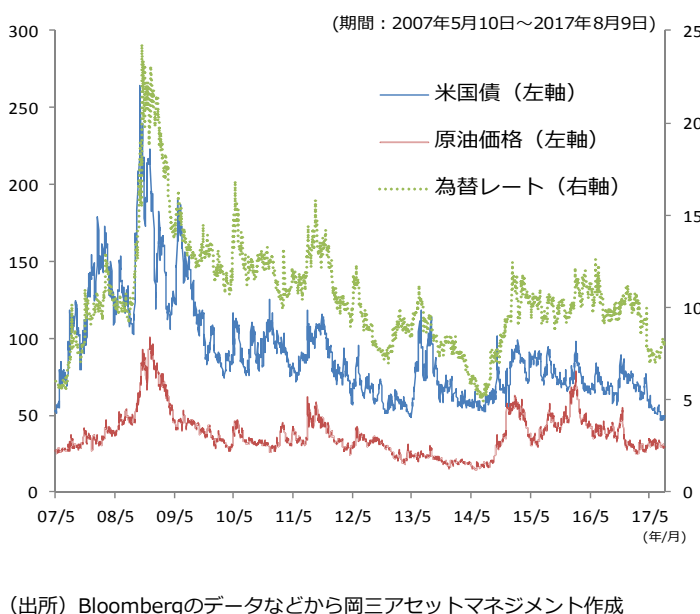
- 各国中央銀行の量的緩和で莫大な流動性が市場に供給されている。
- パッシブ（インデックス）運用が拡大し、売買高が縮小している。
- ここ数年、景気サイクルの振れ幅が縮小する（次頁の図表3）とともに、以前よりも低成長の適温（Goldilocks）経済が続いている。
- 日本株式については、外国人投資家が売買を手控え、日本銀行が上場投資信託（ETF）の買入を通じて、実質的に相場の下値を支えている。

市場には、足元のボラティリティ低下を捉えて、「市場は将来に慢心している」「嵐の前の静けさ」といった意見も聞かれます。

図表1 日米株式市場のボラティリティの推移



図表2 その他市場のボラティリティの推移



## <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。

一般的に、ボラティリティは株価などの下落時に上昇すると考えられているようです。実際、インプライド・ボラティリティ（オプションのプレミアムから算出される変動率）が低水準で推移したあと、株価の下落とボラティリティの上昇が生じた時期がみられました（図表4）。しかし、12年12月から13年4月までのアベノミクス初期の株価上昇時には、ボラティリティも上昇しました（図表4の赤囲み部分）。足元の低いボラティリティが、必ずしも今後の相場の方向性を示すものではないと考えられます。

### 次の焦点はジャクソンホール

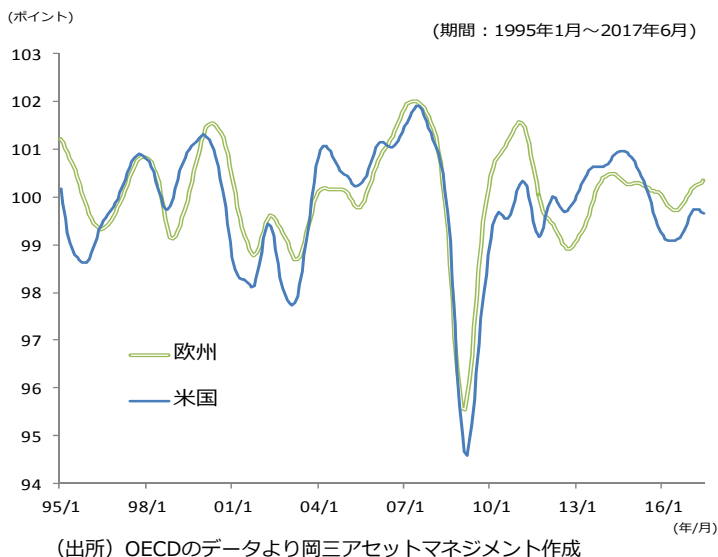
将来のボラティリティを占うにあたって、当面の焦点になるのは、8月24-26日に米国ワイオミング州ジャクソンホールで開催される年次経済シンポジウムだと考えています。

この会議で、主要中央銀行の総裁から金融政策の正常化を加速するコメントが相次げば、市場参加者は金融市場から流動性が引き揚げられると考え、ボラティリティの上昇を連想する可能性があります。しかし、市場参加者は、FRBと欧州中央銀行による今後の金融政策正常化（債券買入額の減額、中止、利上げなど）の道筋を既に十分認識して（織り込んで）いると思われます。これまでの米国の金融政策とボラティリティの関係を振り返っても、13年5月のテーパー・タントラム、15年12月のFRBの利上げ時に米国株式のボラティリティはほとんど上昇しませんでした。テーパー・タントラム時は、米国債と日本株式のボラティリティが上昇しました（前頁の図表1,2）。

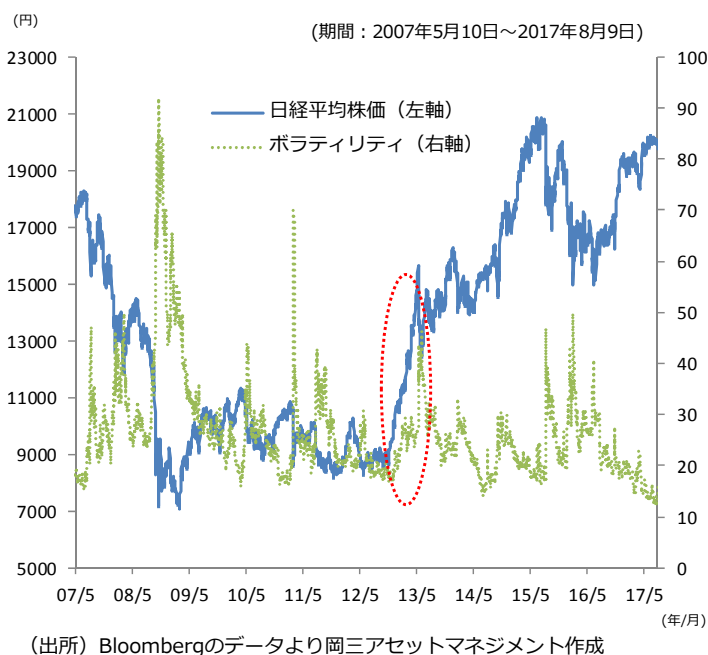
中期的に、欧米で金融政策正常化の動きが本格的に始まれば、ある程度、ボラティリティが上昇することが想像されます。しかしその場合も、そのときのマクロ経済や企業業績次第ではありますが、それほど大幅な上昇にはならないと考えられます。

日米株式市場とも、次にリーマンショックや欧州債務危機級の大幅なボラティリティの上昇を見るのは、米国で金融政策の正常化や引締めが進み、米国経済の次の景気後退が視野に入り、米国株式に先導されて世界の株式市場が下落に転じるときだと思われます。

図表3 OECD景気先行指数の推移



図表4 日経平均株価とボラティリティの推移



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。

## 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2.052%（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0.01296%（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>

カスタマーサービス部 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）