

# 株式・社債と国債がデカップリング

足元で米国株式・社債市場と米国債市場は異なった景気見通しに基づいた展開を続けています。株式・社債市場は相対的に強気の景気見通し、国債市場は弱気の見通しを前提にしているようです。どちらの見通しが見通しを実現するかを見極めるには今後のISM製造業景況指数の動きに注目する必要があると考えています。

## 株式・社債と国債がデカップリング（異なる動き）

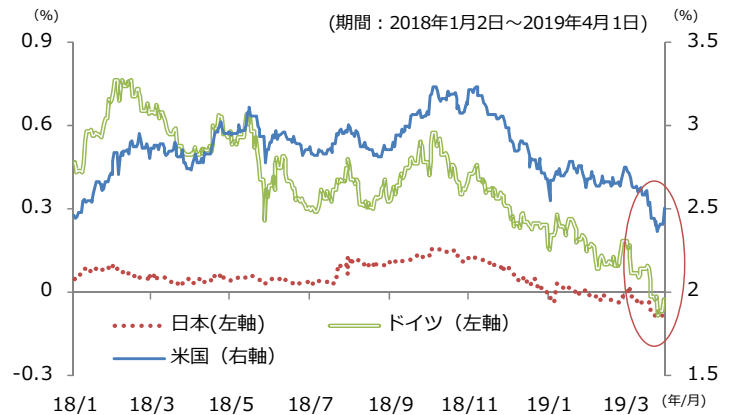
主要先進国では10年国債利回りが大幅に低下しています（図表1）。米国では連邦準備制度理事会（FRB）が2019年の経済成長率見通しを下方修正し、今年の想定利上げ回数がゼロに引き下げられるとともに資産縮小停止時期の前倒しが発表されました。欧州では欧州中央銀行（ECB）が経済成長率見通しを下方修正し、利上げ開始時期を来年に後ずれさせるとともに貸出条件付き長期資金供給オペ（TLTRO）の再開を発表しました。これらの動きを受けて国債市場の参加者は景気に対する弱気な姿勢を一気に強めました。一方、株式市場は足元で上値がやや重くなっているものの年初来の高値圏で推移し、ハイイールド社債の対国債スプレッドは安定的に推移しています（図表2）。株式・社債市場の参加者は国債市場の参加者ほど景気に対して悲観に振れていないことがわかります。

## 市場の解釈

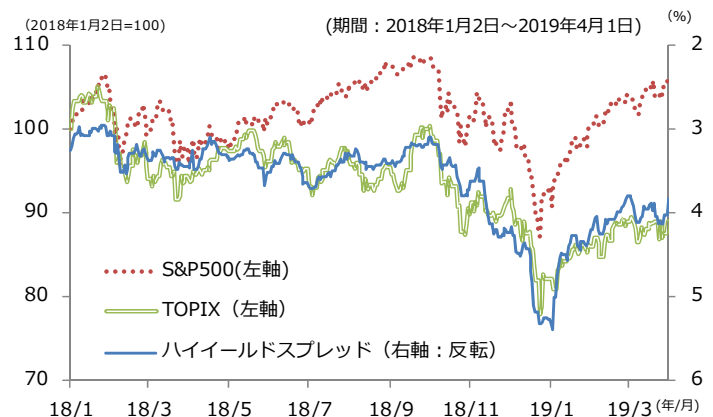
金利の大幅低下に対して市場からは「質への逃避」、「欧州経済の日本化」、「FRB首脳が唱える“New Normal”に沿った動き」など様々な解釈が聞こえてきます。いずれの解釈が正しくても、米国長期金利が2%に向かって下がり続けることは米国経済がこのまま景気後退に突入することを示唆すると思われる。長短金利差（10年-3ヵ月）の逆転をとらえて景気後退が近づいたと考える向きもあります（図表3）。

一方、株式・社債市場では、米中通商摩擦や企業収益に対する不安が既に十分払拭されたとは考えられませんが、一部では足元で低迷する経済や業績不安よりも将来の景気の持ち直し、企業業績の改善を先取りする動きが始まっていると解釈しています。

図表1 日米独の10年国債利回りの推移



図表2 日米株式と米国社債市場の推移



図表3 米国の長短金利差と景気後退期



（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。

# ストラテジストの眼

## 景気・金融市場の先行き：2つのシナリオ

今後数カ月で、景気の先行きに対する株式・社債市場の強気の見通しと国債市場の弱気な見通しのどちらが実現するのでしょうか？ その答えを導くにはISM製造業景況指数の動きに注目する必要があると考えています。これまでISMの水準とS&P500の勢い（24カ月移動平均からの乖離幅）はほぼ同方向に動いてきました（図表4）。景気・金融市場の先行きについては次の2つのシナリオを描いています。

### A) ISMが現水準を維持または上昇

米国の実質GDP成長率が2%を下回る水準に向かって減速しても景気拡大が今後数年間続くシナリオで、株式・社債市場の見通しが実現する展開です。市場コンセンサスは実質GDP成長率が18年の2.9%から19年、20年に減速してもそれぞれ2.4%、1.9%を維持すると予想していることを考慮すれば、足元の金利低下は行き過ぎだと思われます。今後、長期金利が一時的に上昇し長短金利差はプラスに戻ると予想しています。この場合、株式市場は早晚戻りを試す展開に移行すると考えられます。しかし、市場センチメントが回復するには中国経済の持ち直しや米中の企業収益（例えばリビジョン指数）の底打ちを確認する必要があると考えています（図表5）。

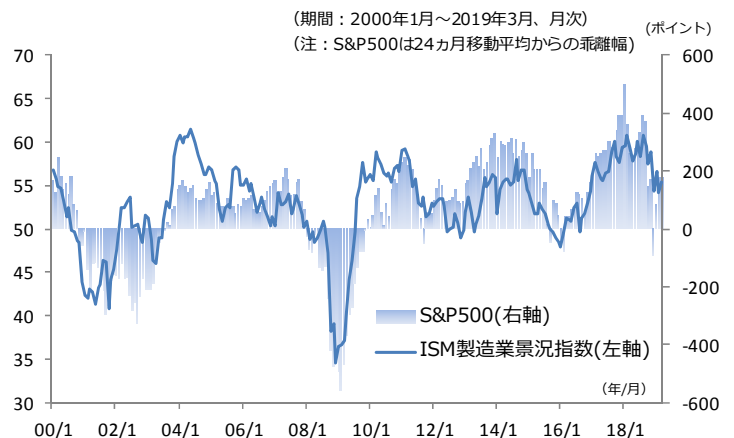
### B) ISMが50を下回る水準に向けて低下

米国経済がこのまま景気後退入りするシナリオです。米中協議が決裂したり、中国経済が年央以降も減速・失速を続け、国債市場の弱気な見通しが実現する展開です。この場合は長期金利の低下が続き、文字通り長短金利の逆転が景気後退を先取りしたと判断されることとなります。過去の米国景気の後退局面と同様に今回も株式市場の大幅調整は避けられません。

## 各シナリオの実現確率

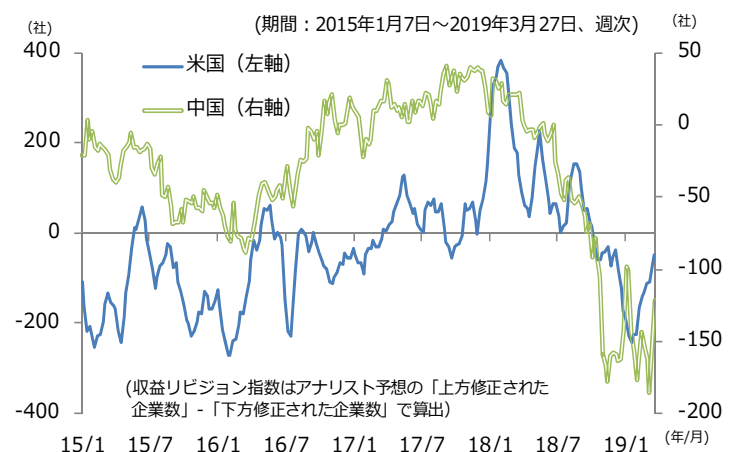
A)のシナリオが実現する確率を80%、B)の実現確率を20%と見ています。A)のシナリオはさらに2つのパターンに分類することができます。1つ目は数日間

図表4 ISM製造業景況指数とS&P500



(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5 米国・中国の収益リビジョン指数



(出所) Refinitivのデータより岡三アセットマネジメント作成

長短金利差がマイナスになってもアジア通貨危機を受けたFRBの利下げによって長短金利差がプラスに戻った1998年のパターンです（前頁図表3の赤丸）。その前後のFRBのハト派転換が2000年3月まで続いたテクノロジーバブルを招いたとも言われています。2つ目は景気が加速も失速もしない低温経済（Goldilocks）に近い環境が実現し、株式市場は大きく上昇も大きく下落もしない状態が継続するパターンです。

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

## 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3.78%(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)