



米国株式は「心配の壁：Wall of Worry」を登れるか？

インフレ懸念の高まりを受けて米国株式は上値の重い展開を続けるなか、金融市場のそこかしこにバブルの予兆が見えてきました。しかし、2009年3月にリーマン危機後の大底を付けた米国株式はマクロ経済、金融政策に関わる数多くの懸念材料を乗り越えながら、コロナ禍まで「心配の壁」を駆け上がりました。コロナ禍でリセットされた米国株式が新たな「心配の壁」を登れるかどうかを見極めるには「インフレ」が鍵を握ると考えています。

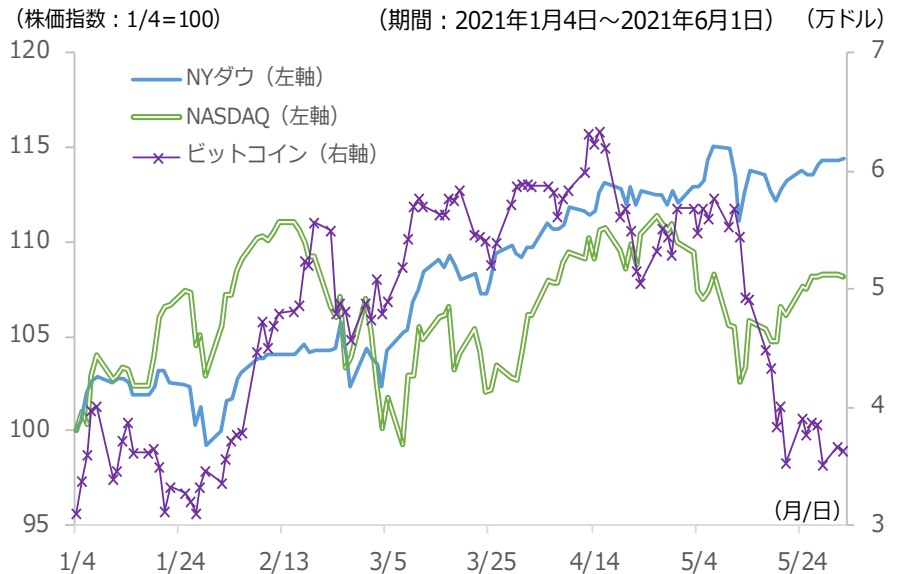
インフレ加速で株式市場に不安

4月のコアCPI（消費者物価指数）が前年比+3.0%まで上昇したことを受けてFRB（連邦準備制度理事会）の金融政策の正常化が前倒しされるとの思惑が高まり、米国株式は上値の重い展開を続けています（図表1）。2013年5月にFRBのバーナンキ議長がQE（量的緩和）縮小の可能性を示唆すると、米10年金利が急上昇し、金融市場が混乱に陥った「テーパタントラム」の再来も懸念されています。FRBのパウエル議長は足元の高インフレは一時的（Transitory）で長期的には安定に向かうとの見通しを示し、現在の緩和的な金融政策をしばらく継続する姿勢を維持しています。一方、市場にはQEの縮小（テーパリング）が夏にも発表され、年明けに開始されるとの見通しが台頭しています。インフレに対するFRBの楽観的な見通しが正しいければ長期金利は安定し、米国株式が適温（Goldilocks）相場に戻ることが考えられます。逆にFRBがインフレの加速に後手に回った(Behind the Curve) と判断されれば長期金利は急上昇し、1994年のように株式市場が変調することも考えられます。

バブルの予兆

そんな中、金融市場のそこかしこにバブルの予兆が見えてきました（図表2）。もちろん、金利の上昇がすぐにバブルの終焉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。ノーベル経済学賞を受賞したエール大学のシ

図表1 米国株式市場とビットコイン



(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2 バブルの予兆

項目	内容
投資銀行の損失	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、野村證券などの投資銀行が100億ドルを超える損失計上
マージンデット	FINRA（金融業規制機構）によれば株式の信用売買に伴うマージンデット（証拠金債務）がリーマン危機前の水準を超過
投資銀行の高収益	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期以来の30%乗せ
SPAC	4月末時点で時価総額1400億ドルを超える500社超のSPAC（特別買収目的会社）が合併相手を探索する中、SPAC指数は2月以降低迷
個人投資家の投機	個人投資家の短期売買で株式市場の一部銘柄やビットコインが乱高下（図表1）

(出所) 各種報道より岡三アセットマネジメント作成

ラー教授が提唱する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。

<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。



「心配の壁」 (Wall of Worry)

しかし、株式市場は景気拡大が続き、企業収益が伸びている間は大きく調整しないと考えられます。S&P500は2009年3月以降、FRBが金融政策を徐々に正常化する過程で短期的な浮き沈みを繰り返しながらも2020年のコロナ禍による景気後退まで上昇基調を続けました。マクロ経済的には2011年の欧州危機、2015年の中国危機、2018年のトランプ通商摩擦をこなし、金融政策についても、テーパータントラム、QE減額、QE終了、ゼロ金利解除、バランスシートの縮小等、数多くの懸念材料を乗り越えながら上昇基調を維持しました(図表3)。金融市場はこの動きを「S&P500は『心配の壁: Wall of Worry』を駆け上った」と表現しています。

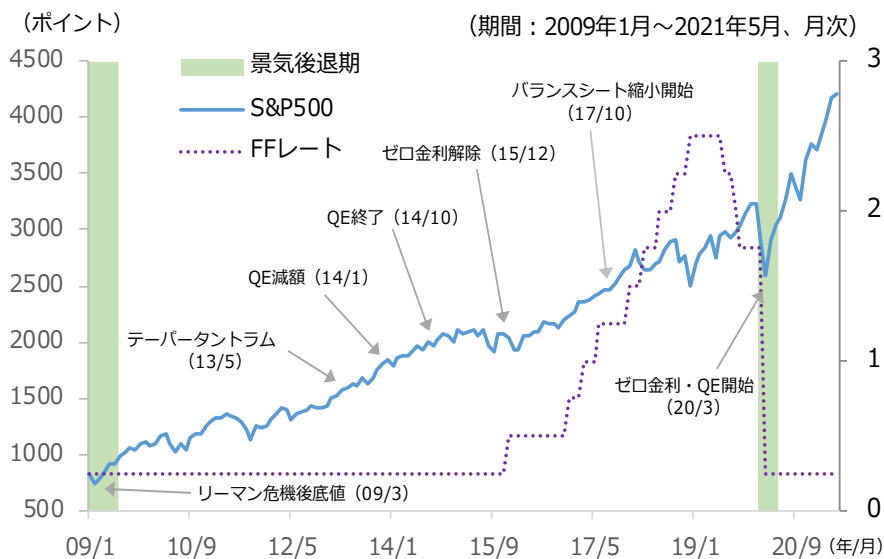
「インフレ」が焦点に

コロナ禍でリセットされた米国株式が新たな「心配の壁」を登れるかどうかを見極めるには「インフレ」が鍵を握ると考えています。これまで米国の景気後退は金融危機が行き過ぎたFRBの利上げによってもたらされました。そして、FRBに利上げを迫るのがインフレだからです。4月のコアCPI、コアPCEデフレータはとも約3%まで上昇し、FRBが目標とする2%を大幅に上回りました。これはコロナ禍か

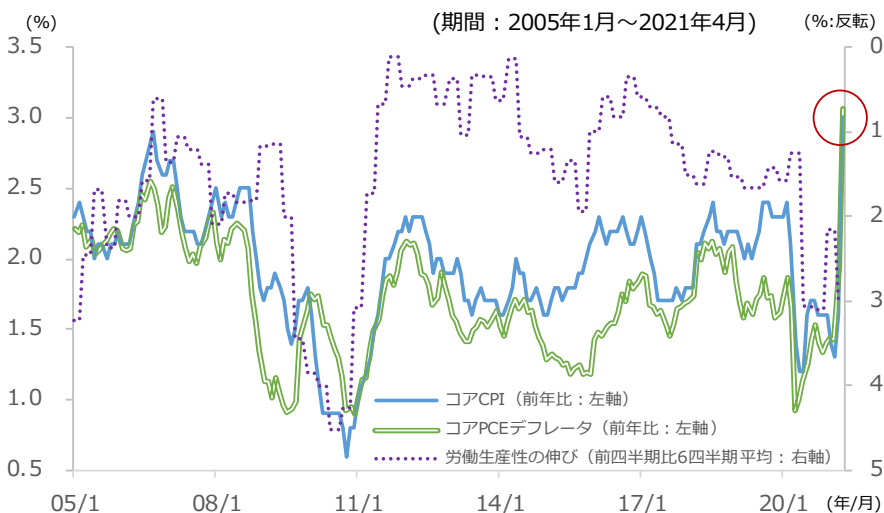
ら解放された消費者によるモノやサービスへの需要が急回復し、供給がそれに追いつけない「供給制約」が原因だと考えられます。しかし、供給制限が永遠に続くとは考えられず、これまで米国のインフレは労働生産性の伸びと逆の動きをしてきました(図表4)。生産性の伸びが加速すればインフレが安定する傾向が見られました。2017年以降、IoT、ロボット、AIの導入等を背景を米国の労働生産性の伸びは加速しており、この流れはコロナ後も継続すると思われます。もちろん、生産性はインフレを考える際の一つの材料に過ぎませんが、この点からは今後インフレは安定に向かうと考えることができそうです。バブルの予兆への警戒を怠ることはできませんが、インフレが安定に向かうとの前提に基づけば、米国株式は途中で休憩をとりながらも、中長期的に「心配の壁」を登ることができると予想しています。

以上 (ストラテジスト)

図表3 「心配の壁」を駆け上ったS&P500



図表4 米国の主要インフレ指標と労働生産性の伸び



(図表3-4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: 購入金額(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)