

米国：景気後退までの距離

50割れしたISM製造業景況指数から考える

8月のISM製造業景況指数は景気判断の分かれ目となる50を割り込みました。これまでは同指数が50を下回っても設備投資循環が同時に下降しなければ景気後退入りは免れました。景気後退までの距離を測るためには来年の大統領選を控えてトランプ大統領の対中姿勢がどう変わっていくかに注目したいと考えています。

50割れしたISM製造業景況指数

金融市場が景気判断を行う際に重視するISM製造業景況指数（以下ISM）は8月に2016年8月以来の50割れを記録しました。50は景気拡大と後退の分かれ目となる極めて重要な水準です。米中通商摩擦の悪影響が本格的に製造業を中心とする企業部門の経済活動に及んできたことを示しています。

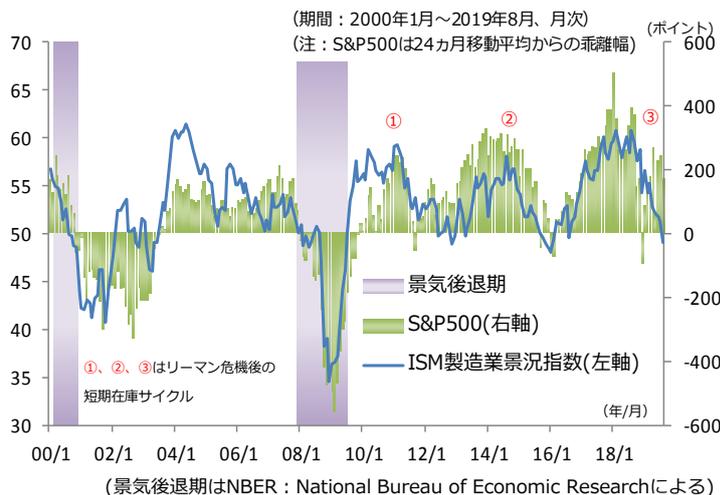
リーマン危機後、ISMは3つのサイクルを描いてきました（図表1）。最初の2回のサイクルは欧州財政危機、チャイナ危機の米国経済への波及によって終止符が打たれました。指数は50をそれぞれ2カ月間、5カ月間下回りましたが、2回とも景気後退入りは免れました。今回のサイクルは米中摩擦を受けて昨年夏から下降基調を辿り、8月に初めて50を下回りました。このまま景気後退に向けて下降を続けるか、それとも過去2回と同様に数カ月の50割れを経て再度上向くかを見極める重要な局面を迎えました。

景気サイクルから考える

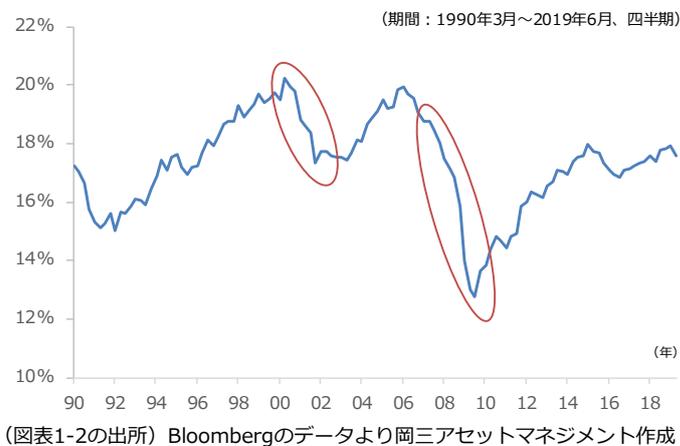
一般的に景気サイクルには短期（キチン：在庫循環）、中期（ジグラー：設備投資循環）、長期（クズネッツ：建設循環）が存在し、ISMは短期サイクルを映すと考えられています（*）。2000年以降は短期の在庫循環の下降だけなら景気後退は避けられたものの、それに中期の設備投資循環の下降が加わると景気後退に陥りました（図表2）。今後、ISMが上昇に転じるかどうかを判断するためには、短期の在庫循環に加えて中期の設備投資循環にも注目する必要があると思われます。その意味で「景気後退までの距離」を測るためには企業経営者の設備投資意欲の先行きが重要となり、具体的には各種サーベイの設備投資計画や耐久財受注が有効な先行指標になると考えられます。

(*）短期、中期、長期のサイクルに加えて技術革新を背景とした超長期のコンドラチェフ循環の存在も知られています。

図表1 ISM製造業景況指数とS&P500



図表2 設備投資サイクル（設備投資/GDP）



2つのシナリオ

現時点ではISMの今後の動きについて次の2つのシナリオを描いています。

① 45に向けて続落

大統領選を来年11月に控えてトランプ大統領が対中姿勢を硬化させ、通商摩擦がエスカレートするシナリオです。米中関係の先行きが不透明なままでは

<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。

企業の需要見通しや設備投資意欲が高まるとは考えられません。この場合、ISMは45に向かって続落することが想定されます。

② 4回目の上昇サイクルへ

大統領選で再選を目指すトランプ大統領が対中交渉で何らかの実績（手柄）を求め、部分的・表面的なディールを結び、停戦に持ち込むシナリオです。米中問題の本質的な解決にはつながりませんが、企業経営者の視界が晴れ、設備投資や新規採用が拡大すると考えられます。このシナリオでは、ISMは50未満に数カ月間滞留してもその後は再度上向くと思われれます。

「景気後退までの距離」は、①のシナリオでは12カ月以内と考えられます。一方、②のシナリオでは、通常短期サイクルは一度上昇に転じれば2年程度は上昇が続くため、その間、景気は成熟しながらも拡大を続けると考えられます。

①、②のどちらのシナリオが実現するかは今後のトランプ大統領の対中交渉と財政政策（インフラ投資や減税）、FRBの金融政策に依存すると思われれます。弱気論者は2018年以降のドル高が外需セクターを徐々に減速させ、第3弾までの約2500億ドルと9月1日の約1100億ドルの関税上げが米国経済の足腰を弱め、昨年のトランプ減税によるプラス効果も徐々に剥げ落ちていくと考えます。逆に強気論者は、設備投資がGDPに占める割合がITバブルやリーマン危機前の水準ほど高まっていないことから、中期の設備投資サイクルが急速に低下することは想定しにくく、通商摩擦によるマイナス分は金融政策・財政政策のプラス効果で帳消しにできると考えています（前頁図表2）。

図表3 S&P500と景気後退期



(出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

米国株式市場の見通し

基本的に株式市場も経済ファンダメンタルズに沿った動きを続けると考えられます。つまり、株式市場は米国経済が景気後退を迎えれば大幅に調整しますが、それまでは高値圏での推移が続くと考えています（図表3）。最も注目しているのは来年11月の大統領選を控えてトランプ大統領の対中政策がどう変わっていくかという点です。大統領本人が対中姿勢を硬化することが選挙戦に有利に働くと考えるか、関税の国内経済（彼の支持基盤）への悪影響を意識して対中姿勢を軟化させるかという点です。いずれにしても、米国株式市場は当面神経質な展開が続くと考えていますが、秋から冬にはどちらのシナリオが実現するかがある程度見えてくると考えられます。

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。

皆様の投資判断に関する留意事項（2019年8月末時点）

【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に帰属します。

【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3.78%（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>

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）