Market Letter 情報提供資料

利上げ局面における米国株の見方

景気後退局面を懸念することは時期尚早

2021年12月20日

お伝えしたいポイント

- FRBは量的緩和縮小の加速を決定、2022年より利上げ開始へ
- 利上げ局面序盤～中盤は株価上昇が過去の経験則
- 景気拡大期間に比して景気後退期間は短期間

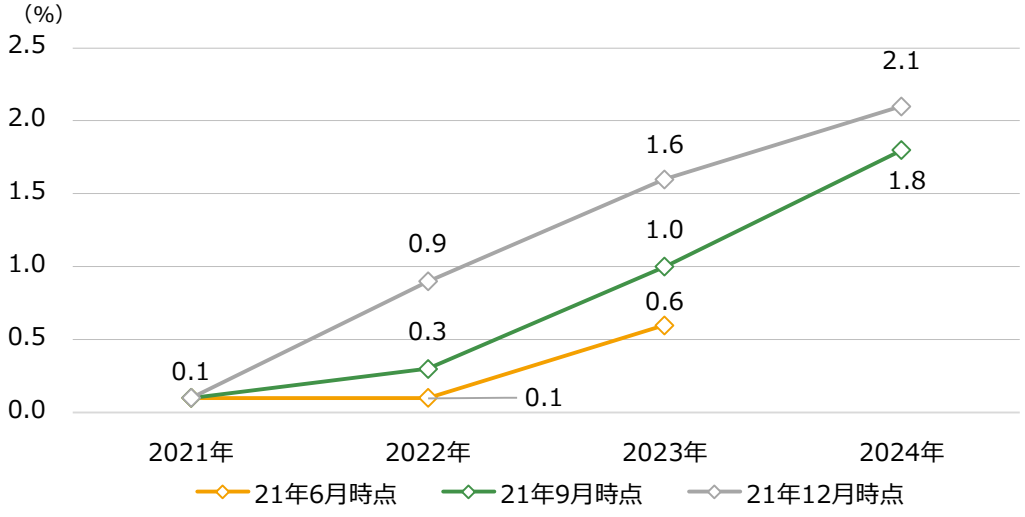
FRBは量的緩和縮小の加速を決定、2022年より利上げ開始へ

12月14日、15日（現地）に行われたFOMC（米国連邦準備制度理事会）において、FRB（米国連邦準備制度理事会）は政策金利であるFF（フェデラル・ファンド）レートの誘導目標レンジを0～0.25%で据え置く一方、国債とMBSを買い入れる量的緩和については月間買入額の縮小ペースを加速させることを決定しました。今後、政策変更が行われなければ2022年3月に量的緩和は終了する予定です。

同時に発表されたFOMC参加者の経済見通し（中央値）では、2022年末のFFレートの見通しが9月時点の0.3%から0.9%に上方修正され、2022年に3回の利上げ（1回当たり25bpの利上げを行うと仮定）を行うことがFOMC参加者の中心的な見方となりました。当社では初回利上げの実施時期を2022年6月と予想しています。

米国株式市場は2021年までの緩和的な金融政策環境から、2022年は金融引き締めが行われる環境へと環境が大きく変わります。そのため株式市場が下落基調に転じるのではないかとの懸念もあるようですが、当社ではそのリスクは低いと考えています。

FOMC参加者のFFレートの見通し（中央値）



（出所）FRBより大和アセット作成

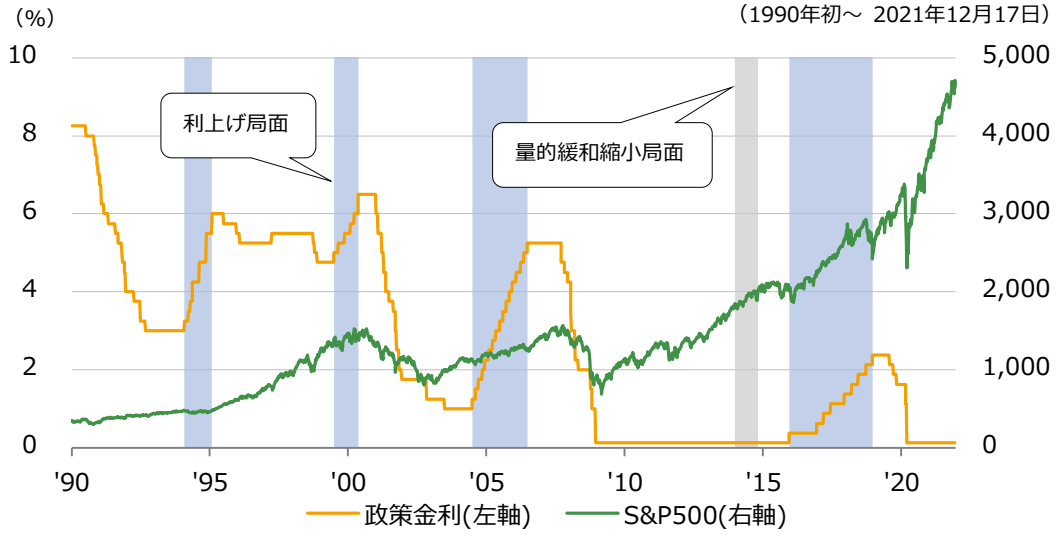
大和アセットマネジメント
Daiwa Asset Management

利上げ局面序盤～中盤は株価上昇が過去の経験則

政策金利の引き上げ局面は、景気の拡大・縮小のサイクルで言えば一般的に拡大の後期に入ったことを示唆します。しかし、当社では2022年、2023年における米国のGDP成長率をそれぞれ+4.0%、+2.7%と、比較的高めの成長が続くと予想しています。利上げ開始は、あくまで景気拡大の後期入りを示唆するものであって、直ちに景気後退局面を懸念することは時期尚早であると考えます。

同様に利上げ開始が株式市場のピークアウトを示唆するものでもありません。下図は1990年以降の米国の政策金利とS&P500指数の動きを見たものです。利上げの開始時期はFRBが景気の過熱を懸念しているタイミングであり、株式市場においては、利上げによる将来的な景気への悪影響よりも、足元の景気の強さが注目されやすい傾向があります。このため、利上げの開始と株価のピークと比べると株価のピークが後に来ることが一般的です。初回利上げ前後のS&P500指数の動きをみると、利上げ開始後はむしろ株価の上昇ペースが強まる傾向も見て取れます。この「利上げ局面の序盤～中盤における株価上昇」は株式市場における経験則として認識されており、2022年の利上げ開始前には再び注目されることが予想されます。

政策金利とS&P500指数



※政策金利はFFレート誘導目標の中央値

（出所）ブルームバーグ、FRBより大和アセット作成

景気拡大期間に比して景気後退期間は短期間

上述の通り、当社では2022年、2023年に米国が景気後退局面に入るとは予想していないものの、景気拡大が永久に続くということもあり得ません。FRBの利上げが経済や金融市場にどのような影響を与えていくのかは、株式市場において長期的に重要なテーマです。

その際、長期投資の観点からは、大規模な経済的ショックを伴った景気後退局面が訪れるか否かが重要です。なぜなら景気後退の程度が、その後の株価上昇の時間軸に影響を与えるためです。

下表は、1960年以降の米国の景気循環とS&P500指数の高値・安値の時期、および高値から安値までの期間などをまとめたものです。

例えば、1990年7月に米国は景気の山を付けており、景気拡大局面は92カ月（1982年12月～1990年7月）で終了しました。その後、1991年3月に景気の谷を迎えるまで8カ月間、景気後退局面が継続しました。S&P500の動きを月末ベースで見ると、1990年7月までの景気拡大局面の中、1990年5月に高値を付けています。その後、景気後退局面を迎える中、1990年10月に安値を付け、1991年2月に1990年5月の高値を更新しています。高値から安値までに掛かった期間は5カ月、安値から高値更新に掛かった期間は3カ月でした。

注目すべき点は、景気拡大期間に対して景気後退期間は短いこと、そして大きな経済的ショックが発生しなければ、株式市場が下落後に再び高値を更新するまでの期間は長期にはならないということです。

下表の「高値→高値更新」にある通り、1960年以降の景気循環において、直前の高値を上回るまでに60カ月（5年）以上を要したケースは1972年～1980年、2000年～2007年、2007年～2013年の3回です。いずれもオイルショック、ITバブルの崩壊、リーマンショックという米国経済に大きな影響を与えるイベントが発生した時でした。それ以外のケースでは長くても3年半、短ければ数カ月でS&P500指数は直前高値を更新しています。

今回、FRBが量的緩和縮小のペース加速を決定し、事実上、利上げの開始を前倒ししましたが、これにより将来的なインフレリスクや景気過熱リスクは逆に低下すると当社では考えています。このため、米国経済や株式市場に大きなショックを与えるような事象が発生する可能性は当面低いと考えられ、仮に株価が調整したとしても、それが長期化する可能性は限定的と想定しています。

米国の景気循環とS&P500指数の動き

景気循環		期間〔月数〕		S&P500指数の動き					
				〔時点〕			〔月数〕		
(山)	(谷)	(景気拡大)	(景気後退)	(高値)	(安値)	(高値更新)	高値→安値	安値→高値更新	高値→高値更新
1960年4月	1961年2月	24	10	1959年7月	1960年10月	1961年1月	15	3	18
1969年12月	1970年11月	106	11	1968年11月	1970年6月	1972年5月	19	23	42
1973年11月	1975年3月	36	16	1972年12月	1974年9月	1980年7月	21	70	91
1980年1月	1980年7月	58	6	1980年1月	1980年3月	1980年6月	2	2	4
1981年7月	1982年11月	12	16	1980年11月	1982年7月	1982年12月	20	5	25
1990年7月	1991年3月	92	8	1990年5月	1990年10月	1991年2月	5	3	8
2001年3月	2001年11月	120	8	2000年8月	2001年9月	2007年5月	12	68	81
2007年12月	2009年6月	73	18	2007年10月	2009年2月	2013年3月	15	49	64
2020年2月	2020年4月	128	2	2019年12月	2020年3月	2020年7月	3	4	7

オイルショックの発生

ITバブルの崩壊

リーマンショックの発生

※S&P500指数は月末値。

（出所）ブルームバーグ、 NBERより大和アセット作成

S&P500がいつ高値を付け、その高値をいつ更新したかを示しています。例えば、1990年5月に付けた高値を次に上回ったのは1991年2月であり、高値更新までに8カ月かかりました。米国経済に大きな影響を与えるイベントが発生した時以外では、長くても3年半、短ければ数カ月で高値を更新しています。

当資料のお取扱いにおけるご注意

■当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断ください。

■当資料は信頼できると考えられる情報源から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。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。

■当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行なう場合、約定代金に対して最大 1.26500%（但し、最低 2,750 円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大 0.99000%の国内取次手数料（税込）に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほかに為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行なうにあたっては、売買代金の 30%以上で、かつ 30 万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行なうことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された購入時手数料および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行なわれていないものもあります。

商号等　：大和証券株式会社　／　金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第108号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会