

米国株式市場の弱気相場入りと景気後退懸念

Topics

- ▶ 米国株式市場ではS&P500とナスダック総合の下落率が直近高値比▲20%超となり、弱気相場入り。
- ▶ 米国株式市場が弱気相場入りすると、過去多くのケースで米国は景気後退に至っていた。
- ▶ 1970年代や1980年代の高インフレ下の金融引き締め局面では、インフレ鈍化まで数年を要した。
- ▶ 今回も金融政策を巡る不確実性が長期間にわたって残り、市場の調整が長期化する可能性に留意が必要。

シニアストラテジスト 浅岡 均

米国株の弱気相場が継続

株式市場の弱気相場入りは、株価が高値から▲20%の下落率に至った場合とされています。ナスダック総合は昨年11月にピークを打ち、直近（2022年6月21日時点）では▲31.1%、S&P500は今年初めにピークを打ち、直近では▲21.5%の下落率とそれぞれなっています。S&P500と同様に今年初めにピークを打ったダウ平均は、エネルギー株が支えとなり▲17.0%の下落率にとどまっているものの、弱気相場入り意識されつつあります（図表1）。

改めて指摘するまでもなく、高インフレ長期化とFRB（米連邦準備理事会）のタカ派化が大幅調整の背景とみられます。米主要株価指数は総じてコロナ禍直前の水準近辺に至っており、コロナ禍からの回復局面での上昇をほぼ打ち消す形となっています。なお、今年春ごろの時点で市場の一部においては、おおよそ今年半にかけてインフレ加速の服や、FRBの利上げ経路を巡る不確実性の後退が期待されていました。しかしながら直近6月のFOMC（米連邦公開市場委員会）では、直前に発表された高インフレ継続を示唆する指標を受けて大幅利上げが急遽決まったとみられるなど、利上げ経路を巡る不透明感が強い状況が長期化しつつあります。

弱気相場入りした際の景気後退リスク

FRBが6月のFOMCでインフレ抑制に向けて強い決意を示したこともあって、市場では景気後退リスクが意識されつつあります。

1966年以降に米国株式市場が弱気相場入りした場合に景気後退局面入りしたかどうかを見たものが図表2です。表に示した1966年以降でみると、S&P500が弱気相場入りした場合、下落率は平均で▲34.7%、高値を付けた日から底値を付けるまでの日数は約380日間となっています。直近2回の弱気相場は95日間、33日間と短期間で終了しましたが、2年近くかかるケースも過去には多かったことがわかります。

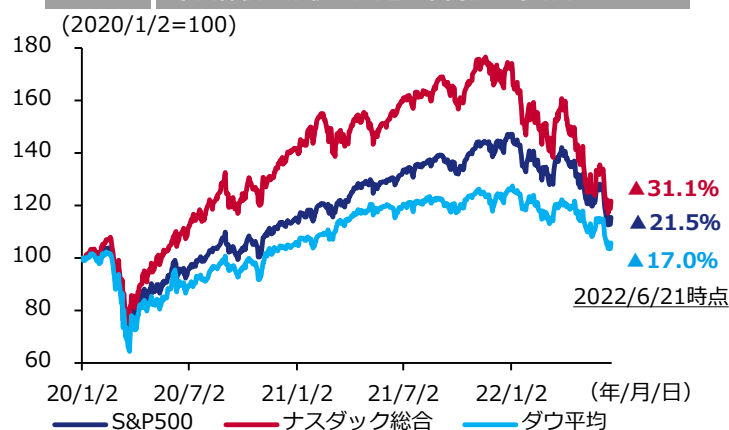
また、弱気相場入り後に米国が景気後退局面入りしたかどうかをみると、多くの場合で景気後退局面入りしていたことがわかります。逆に、景気後退局面入りしたことにより、米国株式市場の調整が長期化した可能性もうかがえます。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表1 米国株価の推移と直近の最高値比下落率



期間：2020年1月2日～2022年6月21日（日次）

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）いずれも2020年1月2日時点の指数を100として基準化

図表2 S&P500の弱気相場（1966年以降）

| 高値を付けた日 | 底値を付けた日 | 下落率 | 日数 | 景気後退入り |
|------------|-------------|---------|-------|--------|
| 1966/2/9 | 1966/10/7 | -22.2 | 240 | × |
| 1968/11/29 | 1970/5/26 | -36.1 | 543 | ○ |
| 1973/1/11 | 1974/10/3 | -48.2 | 630 | ○ |
| 1980/11/28 | 1982/8/12 | -27.1 | 622 | ○ |
| 1987/8/25 | 1987/12/4 | -33.5 | 101 | × |
| 1990/7/16 | 1990/10/11 | -19.9 | 87 | ○ |
| 2000/3/24 | 2002/10/9 | -49.1 | 929 | ○ |
| 2007/10/9 | 2009/3/9 | -56.8 | 517 | ○ |
| 2018/9/20 | 2018/12/24 | -19.8 | 95 | × |
| 2020/2/19 | 2020/3/23 | -33.9 | 33 | ○ |
| | 平均 | -34.7 | 380 | |
| 2022/1/3 | (2022/6/21) | (-21.5) | (169) | |

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成
景気後退入りの判定はNBER（全米経済研究所）の景気日付に基づく

（注）小数点第一位で四捨五入して▲20%の下落率に達した下落局面の日付を示す

直近は、執筆時点2022年6月21日までの下落率および日数
日数は、高値を付けた日から底値を付けた日までの日数

高インフレ下での金融引き締め局面

現在のようなインフレ抑制を目指す形でのFRBの利上げ局面は最近ではほとんどなく、1970年代や1980年代にまでさかのぼることとなります。1970年代および1980年代の高インフレ局面におけるFF金利・S&P500・インフレ率・実質GDP成長率の推移を示したのが、図表3です。

1970年代は、オイルショックに伴う原油価格高やニクソンショック（ドルの金兌換停止、変動相場移行）を契機としたドル安などから、インフレは1970年代半ばにかけて加速しました。当時のバーズ議長（任期：1970年2月～1978年1月）のもとでのFRBは政権に配慮し（特に後任のポルカー議長と比べると）利上げに消極的だったとされていますが、FF実効金利は10%超に上昇する局面もありました。この間、実質GDP成長率は大きく低下し、株価もGDPにつれて弱気相場入りしました（図表3上）。株価が上昇に転じたのは、インフレ加速ペースが鈍化し、FRBが金融緩和に転じたタイミングとほぼ同時期でした。しかし70年代後半も高インフレ傾向が続き、株価は横ばい推移が続きました。

1980年代（図表3下）、FRBは後にインフレファイターとして知られたポルカー議長（任期：1979年8月～1987年8月）のもとで、インフレ抑制に向け積極的に金融引き締めを行いました。金利よりも資金供給量を重視したポルカー議長は、金融政策の手段をFF金利から量的指標（民間銀行のFRBへの当座預金残高の一部である、非借り入れ準備）に切り替えましたが、FF実効金利は一時20%超と高水準で、かつ変動が激しい推移となりました。インフレは鈍化に向かったものの、金融引き締めにより実質GDPは長期間にわたり変動が激しい推移となり、マイナス成長も記録するなど景気への打撃が大きかった局面と考えられます。米国株も弱気相場入りしましたが、インフレ鈍化に伴う金融引き締めの一服につれ、上昇基調に転じました。

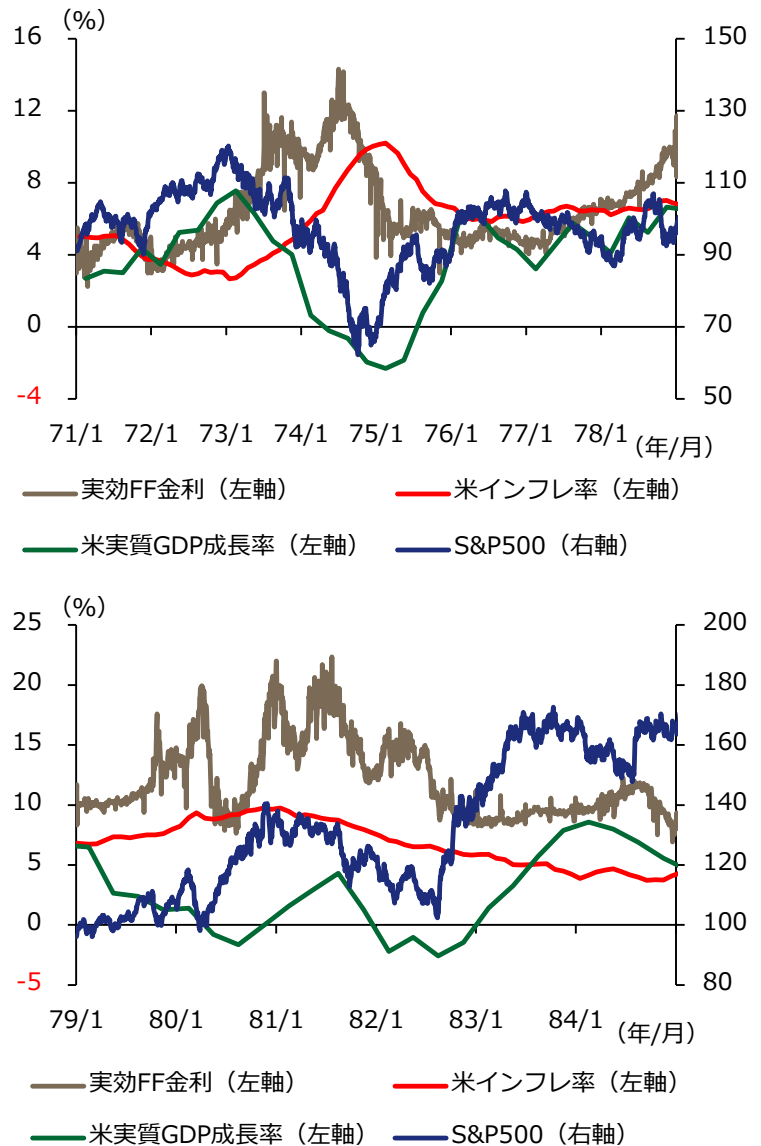
インフレが短期間で落ち着くかは不確実、金融政策を巡る不透明感は今も当面継続か

FRBによる金融政策運営やその枠組みは現在、1970年代や1980年代から大きく変化しています。FRBは各種メディアを通じた発信や、四半期ごとの政策金利見通し明示など様々な手段を通じ、市場とコミュニケーションを密に取っています。先行きの政策動向を巡る不透明感（不確実性）を低減させるためとみられます。一般に不確実性の低減は、資産市場の落ち着きにつながります。

ところが足元で、エネルギー・食品など金融政策では対応が困難な品目の価格も含め高インフレとなり、FRBはかつてない難しいかじ取りを迫られています。FRBが先行き不透明感を払拭しようとしても、政策決定直前に発表されたデータによってそれまでの判断を撤回せざるを得なくなったというのが、今年6月のFOMCを巡る動きだったと言えます。

米国債券市場では既に来年の利下げが織り込まれつつありますが、上述の過去の高インフレ局面では、FRBの金融引き締めにもかかわらず、インフレ鈍化には事実上、数年間を要しました。当時は高インフレが定着しやすかった経済構造で、現在とは異なるとの見方もあります。しかしながら今後、FRBが現在織り込まれている以上に大幅利上げ継続を余儀なくされる可能性は依然排除できません。ポルカー議長時代のように景気や株式市場が大きく変動する局面が長期化する可能性に留意が必要です。

図表3 インフレ局面でのFF金利・インフレ率・GDP・米株



期間（上）：1971年1月1日～1978年12月31日

（下）：1979年1月1日～1984年12月31日

実効FF金利とS&P500は日次、米インフレ率は月次、

米実質GDP成長率は四半期

出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

（注）米インフレ率は食品・エネルギーを除く個人消費支出（PCE）デフレーターの前年比、米実質GDP成長率は前年比ベース

※巻末の投資信託に係るリスクと費用および注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は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。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さま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）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

【当資料で使用している指数について】

- ダウ・ジョーンズ工業株価平均、S&P 500種株価指数は、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCまたはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングスLLCまたはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。
- ナスダック総合指数に関する著作権等の知的財産その他一切の権利はNasdaq Stock Market, Inc.に帰属します。

取り扱い金融商品に関する留意事項

●商号等:岡三証券株式会社 岡三オンライン証券カンパニー/金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53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、一般社団法人日本暗号資産取引業協会

●リスク:【株式等】株価変動による値下りの損失を被るリスクがあります。信用取引、先物取引、オプション取引、株価指数証拠金取引(以下、「株価指数CFD」)および暗号資産関連店頭デリバティブ取引(以下、「暗号資産CFD」)では、投資金額(保証金・証拠金)を上回る損失を被る場合があります。株価は、発行会社の業績、財務状況や金利情勢等様々な要因に影響され、損失を被る場合があります。投資信託、不動産投資証券、預託証券、受益証券発行信託の受益証券等は、裏付け資産の評価額(指数連動型の場合は日経平均株価・TOPIX等)等、先物取引、オプション取引、株価指数CFDおよび暗号資産CFDは対象指数等の変化に伴う価格変動のリスクがあります。外国市場については、為替変動や地域情勢等により損失を被る場合があります。上場投資信託(ETF)および指数連動証券(ETN)のうち、レバレッジ型・インバース型の価格の上昇率・下落率は、2営業日以上以上の期間の場合、同期間の原指数の上昇率・下落率に一定の倍率を乗じたものとは通常一致せず、それが長期にわたり継続することにより、期待した投資効果が得られないおそれがあります。上場新株予約権証券は、上場期間・権利行使期間が短期間の期限付きの有価証券であり、上場期間内に売却するか権利行使期間内に行使しなければその価値を失い、また、権利行使による株式の取得には所定の金額の払込みが必要です。株価指数CFDでは建玉を保有し続けることにより金利相当額・配当相当額の受け払いが発生します。【FX】外国為替証拠金取引(以下、「FX」)は預託した証拠金の額を超える取引ができるため、対象通貨の為替相場の変動により損益が大きく変動し、投資元本(証拠金)を上回る損失を被る場合があります。外貨間取引は、対象通貨の対円相場の変動により決済時の証拠金授受の額が増減する可能性があります。対象通貨の金利変動等によりスワップポイントの受取額が増減する可能性があります。ポジションを構成する金利水準が逆転した場合、スワップポイントの受取から支払に転じる可能性があります。為替相場の急変時等に取引を行うことができず不測の損害が発生する可能性があります。【暗号資産CFD】暗号資産は法定通貨(本邦通貨又は外国通貨)ではなく、特定の者によりその価値を保証されているものではなく、代価の弁済を受ける者の同意がある場合に限り代価の弁済に使用することができます。暗号資産CFDは、暗号資産の価格変動によって、元本損失が生じることがあります。また、預託した証拠金の額を超える取引ができるため、対象銘柄の相場変動により損益が大きく変動し、投資元本(証拠金)を上回る損失を被る場合があります。【各商品共通】システム、通信回線等の障害により発注、執行等ができず機会利益が失われる可能性があります。

●保証金・証拠金:【信用】最低委託保証金30万円が必要です。信用取引は委託保証金の額を上回る取引が可能であり、取引額の30%以上の委託保証金が必要です。【先物・オプション】発注必要証拠金および最低維持証拠金は、「(SPAN 証拠金額×当社が定める掛け目)ーネットオプション価値の総額」とし、選択取引コース・取引時間によって掛け目は異なります。当社のWebサイトをご確認ください。また、変更の都度、当社のWebサイトに掲載いたします。【株価指数CFD】発注証拠金(必要証拠金)は、株価指数ごとに異なり、取引所により定められた証拠金基準額となります。Webサイトで最新のものをご確認ください。【FX】個人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所FXでは、取引所が定める証拠金基準額に選択レバレッジコースに応じた所要額を加えた額とし、店頭FXでは、取引金額(為替レート×取引数量)×4%以上の額とします。一部レバレッジコースの選択ができない場合があります。法人のお客様の発注証拠金(必要証拠金)は、取引所FXでは、取引所が定める証拠金基準額とし、店頭FXでは、取引金額(為替レート×取引数量)×金融先物取引業協会が公表する数値とします。発注証拠金に対して、取引所FXでは、1取引単位(1万又は10万通貨)、店頭FXでは、1取引単位(1,000通貨)の取引が可能です。発注証拠金・取引単位は通貨ごとに異なります。Webサイトで最新のものをご確認ください。【暗号資産CFD】発注証拠金(必要証拠金)は、取引金額(銘柄レート×取引数量)×50%以上の額とします。発注証拠金・取引単位は銘柄ごとに異なります。Webサイトで最新のものをご確認ください。

●手数料等諸費用の概要(表示は全て税込・上限金額):【日本株】取引手数料には1注文の約定代金に応じたワンショットと1日の合計約定代金に応じた定額プランがあります。ワンショットの上限手数料は現物取引で3,300円、信用取引で1,320円。定額プランの手数料は現物取引の場合、約定代金200万円以下で上限1,430円、以降約定代金100万円ごとに550円加算、また、信用取引の場合、約定代金200万円以下で上限1,100円、以降約定代金100万円ごとに330円加算します。手数料プランは変更可能です。信用取引手数料は月間売買実績により段階的減額があります。信用取引には金利、管理費、権利処理等手数料、品賃料、貸株料の諸費用が必要です。【上場新株予約権証券】日本株に準じます。【中国株】国内取引手数料は約定金額の1.1%(最低手数料5,500円)。この他に香港印紙税、取引所手数料、取引所税、現地決済費用等の諸費用が必要です。売買に当たり円貨と外貨を交換する際には、外国為替市場の動向をふまえて当社が決定した為替レートによるものとします。【先物】取引手数料は、通常取引コースの場合、日経225先物が1枚につき330円(取引枚数により段階的減額あり)、日経225mini、ミニTOPIX先物、東証REIT指数先物、TOPIX Core30先物、東証マザーズ指数先物、JPX日経インデックス400先物が1枚につき44円、TOPIX先物、日経平均VI先物が1枚につき330円、NYダウ先物が1枚につき880円。アクティブ先物取引コースの場合、日経225先物が1枚につき275円、日経225miniが1枚につき27円です。【オプション】取引手数料は、日経225オプションが約定代金に対して0.176%(最低手数料220円)、TOPIXオプションが約定代金に対して0.22%(最低手数料220円)です。【株価指数CFD】取引手数料は、セルフコースは1枚につき330円、サポートコースは1枚につき3,300円です。【投資信託】換金時には基準価額に対して最大0.50%の信託財産留保金をご負担いただく場合があります。信託財産の純資産総額に対する信託報酬(最大2.42%(年率))、その他の費用を間接的にご負担いただきます。また、運用成績により成功報酬をご負担いただく場合があります。詳細は目論見書をご確認ください。【FX】取引所FXの取引手数料は、セルフコースはくりっく365が無料、くりっく365ラージが1枚につき1,018円、サポートコースはくりっく365が1枚につき1,100円、くりっく365ラージが1枚につき11,000円です。店頭FXの取引手数料は無料です。スプレッドは、通貨ごとに異なり、為替相場によって変動します。Webサイトで最新のものをご確認ください。【暗号資産CFD】取引手数料は無料ですが、建玉を翌営業日に繰り越した場合に建玉金額の0.04%をご負担いただきます。スプレッドは、銘柄ごとに異なり、対象暗号資産の相場によって変動します。Webサイトで最新のものをご確認ください。

●お取引の最終決定は、契約締結前交付書面、目論見書等およびWebサイト上の説明事項をお読みいただき、ご自身の判断と責任で行ってください。