

米国の利上げサイクルは最終局面へ

米国のインフレ率の鈍化傾向を受けて、米FRB（連邦準備制度理事会）が2024年前半に利下げに踏み切るとの観測が強まっています。

最近の一部FRB高官の発言からは早期利下げに慎重な姿勢もうかがえますが、2022年3月より始まった今回の利上げサイクルは少なくとも最終局面にあるといえそうです。

そこで、本稿では、過去の利上げ終了後の米国債券・株式リターンから、今後の市場動向を探ってみます。

利上げ終了後の米国債券のリターンは好調

まず、債券のリターン（下表中）は、利上げ終了後の2年間で、いずれの場合もニケタのプラスと好調です。これは、①既発債から高い利息を受け取れること、②利下げ観測（過去は利上げ終了から平均9ヵ月で利下げ、下表左）の高まりに伴ない市場の金利水準が低下するにつれ、利回りの高い既発債の相対価値が高まり価格が上昇すること、など債券の特性が発揮されたためといえます。

米国株式は平均で債券を上回るもバラツキあり

株式についても、パフォーマンスは概ね堅調で、平均的には債券を上回るリターンとなっています（下表右）。これは、将来の景気減速懸念を金融緩和への期待が上回る傾向を反映しているとみられます。

ただし、債券と比べて株式のリターンにはバラツ

キがあり、低調となったケースも散見されます。

例えば、2000年の利上げ終了後は（下表【A】）、ITバブル崩壊により、2年間で▲20%超の下落となりました。また、2006年の利上げ終了後（下表【B】）、1年間は景気の底堅さから堅調に推移しましたが、その後、サブプライムローン問題の実体経済への影響が懸念されるにつれて、当初の上げ幅を縮小しました。

これら2例を振り返ると、前者については、予想PER（株価収益率）が1999年末に25倍に達するなど株式市場に過熱感があったこと、後者については家計が過剰債務問題を抱えていたことが理由として指摘できます。つまり、金融政策の変化というよりも、蓄積された金融・経済の歪みの修正が、株価の低迷につながったと考えられます。

経済の軟着陸は株式にも好影響

足元の状況に目を向けると、予想PERは19倍と直近10年平均から大きく乖離しておらず、家計の債務水準も歴史的に見て健全な水準であるため、上述2例と比べると、金融・経済の歪みは目立っていないと思われます。

また、1997年や2006年のケースでは、政策金利が1年以上高止まりましたが、実体経済が崩れない限りは、株価は上昇基調を維持しました。

こうしたことなどから、米国経済が今後、軟着陸（インフレ抑制と成長維持の両立）となれば、債券・株式双方にとって良好な相場環境となる可能性があります。

米国における利上げサイクル終了時点とその後の債券・株式リターン

（1989年2月24日～2020年12月19日の日次データに基づく）

過去の利上げ終了局面			債券のリターン(%)			株式のリターン(%)		
利上げ終了時期 (年/月)	利下げまでの期間 (月数)		利上げ終了から			利上げ終了から		
			半年間	年間	2年間	半年間	年間	2年間
①	1989/2	3	📈 9	📈 13	📈 27	📈 25	📈 17	📈 37
②	1995/2	5	📈 9	📈 17	📈 21	📈 21	📈 39	📈 75
③	1997/3	18	📈 6	📈 11	📈 19	📈 20	📈 42	📈 69
④	2000/5	8	📈 8	📈 14	📈 22	📉 ▲ 6	📉 ▲ 11	📉 ▲ 23
⑤	2006/6	15	📈 5	📈 6	📈 14	📈 13	📈 20	📉 4
⑥	2018/12	7	📈 6	📈 9	📈 17	📈 18	📈 30	📈 54
平均		9	📈 7	📈 12	📈 20	📈 15	📈 23	📈 36

📈 +10%超 上昇
📈 0～+10%
📉 0～▲10% 下落
📉 ▲10%超

【A】ITバブル崩壊
【B】サブプライムローン問題

債券はブルームバーグ米国総合債券インデックス、株式はS&P 500について、利上げ終了日を起点にトータル・リターン（米ドル・ベース）を算出

信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成 ● 上記は過去のものであり、将来を約束するものではありません。

日興アセットマネジメント

当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。投資信託は、値動きのある資産（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。

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】換金時には株式投信の場合、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。公社債投信の場合、換金手数料として1万円につき最大110円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。詳細は目論見書でご確認ください。【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。