

## 市川レポート (No.478)

## 適温相場は終了してしまったのか？

- 適温相場は極めて特殊な状態であり、いずれは変化して、強気方向か弱気方向に傾くことになる。
- 強気方向に傾く場合、中央銀行が金融政策の正常化を進めることで、適温相場は終了に向かう。
- 弱気なら適温相場が続く可能性、ただ長期的に重要なのは金融正常化で適温相場を終えること。

### 適温相場は極めて特殊な状態であり、いずれは変化して、強気方向か弱気方向に傾くことになる

一般に適温相場とは、世界的に緩やかな景気回復と緩和的な金融環境が併存することにより、相場が強気過ぎず、弱気過ぎず、ちょうどよい加減にあることをいいます。これは、英国の童話「ゴルディロックスと3匹のクマ」に登場する少女ゴルディロックス（Goldilocks）が、クマの家で食べた、熱過ぎず、冷た過ぎず、ちょうどよい温かさのお粥にちなんでいます。

主要株価指数は1月下旬以降、米長期金利の上昇をきっかけとして、一気に調整色を強めました。そのため、このところ投資家の間では、適温相場は終了してしまったのかという声が聞かれるようになりました。まだ終了には至っていないと思われませんが、そもそも適温相場は極めて特殊な状態であり、いずれは変化するものです。その場合、相場は強気方向へ傾くか、弱気方向へ傾くかのいずれかになります。

【図表1：適温相場が強気方向に傾く場合】

1. リスク許容度拡大、景気が過熱
2. 株価が顕著に上昇、物価の伸び加速、長期金利水準切り上げ
3. 中央銀行、金融政策の正常化を推進
4. 金融環境の緩和度合い低下、経済成長が鈍化
5. 適温相場終了

(出所) 三井住友アセットマネジメント作成

【図表2：適温相場が弱気方向に傾く場合】

1. 短期の循環的な景気減速局面入り
2. 株価の調整、物価の伸び悩み、長期金利低位で推移
3. 中央銀行、金融政策の正常化を見合わせ
4. 緩和的な金融環境継続、経済成長を下支え
5. 適温相場に回帰

(出所) 三井住友アセットマネジメント作成

## 強気方向に傾く場合、中央銀行が金融政策の正常化を進めることで、適温相場は終了に向かう

適温相場の背景には、世界的に緩やかな景気回復と緩和的な金融環境があります。つまり、緩和的な金融環境が景気を支え、適度にリスクをとりやすい状態を生み出していると考えられます。この状態が続けば、相場は次第に強気方向へ傾き、景気も徐々に過熱することになります。金融市場では、株価が顕著に上昇し、また物価の伸びの加速などにより、長期金利が水準を切り上げる展開が見込まれます（図表1）。

中央銀行は、このように適温相場の温度が上昇した場合、バブルやインフレを防ぐ観点から、金融政策の正常化を進めます。その結果、金融環境の緩和度合いが低下し、経済成長が鈍化することで、適温相場は終了します。なお、1月下旬から2月上旬にかけての株安は、一部の米物価指標の上昇を受け、「米利上げ加速→米長期金利上昇→米景気失速→適温相場終了」という、極端に悲観的な見方も影響していた可能性があります。

## 弱気なら適温相場が続く可能性、ただ長期的に重要なのは金融正常化で適温相場を終えること

一方、適温相場は緩和的な金融環境が背景にあるため、弱気方向に傾いて、そのまま終了してしまう可能性は低いと思われます。例えば、適温相場が続くなかで、短期の循環的な景気減速局面を迎えたケースを考えてみます。その場合、金融市場では株価が調整色を強め、また物価の伸び悩みなどにより、長期金利が低位で推移する展開が見込まれます（図表2）。

中央銀行は、このように適温相場の温度が低下した場合、金融政策の正常化を見合わせます。その結果、緩和的な金融環境が維持され、適温相場の温度は、次第に元のちょうどよい加減に戻ることにになります。一見、適温相場が続くこちらのケースの方が好ましく思われますが、本来、金融政策の正常化を進め、適温相場を波乱なく終了させることが長期的にはより重要なことです。そして、その成否は中央銀行の手腕にかかっています。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき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。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- 当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号  
加入協会：一般社団法人投資信託協会会員/一般社団法人日本投資顧問業協会会員/一般社団法人第二種金融商品取引業協会会員