

今回の米国株式市場急落の背景にあるもの

保護貿易主義とFRBの金融政策の正常化が市場の動揺の遠因

2018年10月11日



クリスティーナ・フーパー
チーフ・グローバル・
マーケット・ストラテジスト

【要旨】

ポイント1. 株価下落の原因

- 米連邦準備理事会（FRB）のパウエル議長は、現在の利上げサイクルが終わるまでに大幅な利上げとなる可能性があることに言及しました。
- 米国債利回りは、FRBのバランス・シートの正常化と、米国の財政赤字の拡大を受けた発行増により上昇しました。10年債利回りの大幅な上昇は、通常、株式の再評価をもたらします。
- 貿易に関して、市場は肯定的なニュースに過剰反応し、一方で、否定的なニュースには過小反応するといった傾向が見られるものの、これは持続的ではないと考えられます。
- 国際通貨基金（IMF）は、貿易摩擦の高まりを受けて、中国と米国を含む世界の成長見通しを下方修正しました。

ポイント2. 投資に与える意味合い

- 今回の下落が、株式市場の調整の始まりになるのではないかと懸念が高まっています。
- 今年2月の株価急落の前後に行ったインベスコの調査によると、株価急落後に投資家の株式への信頼感は低下し、株式への投資の好機だと考える投資家は、1-3月期の80%から、4-6月期には69%に減少しました。これは、市場の混乱の初期の兆候をもって、株式を手放す投資家が多い可能性を示唆しています。
- 当面はある程度株価下落の連鎖が続く可能性があるものの、最も下落幅が大きくなるのは米国となるでしょう。とはいえ、米国企業の7-9月期の決算発表がそろそろ始まり、好決算が予想されます。したがって、株式市場は下支えされ、比較的速やかに回復する可能性があります。

ポイント3. 今後について

- 米国経済と株式市場の重要なリスクと考えられるのは、FRBの金融政策の正常化と保護主義であり、これらが株価急落を引き起こす原因として考えられます。
- 機関投資家を中心とする長期投資家は、投資目標の達成のためには投資元本の値上がり益を期待せざるをえませんから、下落リスクにどう備えるかを強く念頭に置きながらも、リスク資産へのエクスポージャーは維持する必要があります。したがって、一部の資産クラスではアクティブ運用の登場機会となりえます。
- また、株式で地域別やセクター別、債券で債券種別の投資先の多様化を進めるだけでなく、株式との相関が歴史的に低いオルタナティブ資産クラスへの十分なエクスポージャーを含む広範な分散が重要になります。
- 投資の目標期間が非常に短期でない限り、リスク資産を含む幅広く多様な投資ポートフォリオへのエクスポージャーを維持することが重要と考えます。さらに、株価の下落は、機動的に行動できる投資家にとっては買いの好機となることもあると考えられます。

10月10日の米国株式市場は今年2月以来の大幅下落となり、ダウ平均株価の下落幅は800米ドルを超え、ナスダック総合指数は316ポイント（4.1%）の下落となりました。S&P500指数を構成するの11セクターはすべて下落しましたが、特に情報技術セクターが下げを主導しました¹。この日はほとんどの時間で米国債も下落（利回りは上昇）していましたが、米国株の下落を受けて、終盤には資金の安全資産シフトから、上昇（利回りは低下）に転じました。

何が株価下落の原因となったのか？

株価は先週末時点で既に下落を始めていました。米連邦準備理事会（FRB）のパウエル議長が、今回の利上げサイクルが終了するまでに政策金利を大幅に引き上げることになる可能性を示唆したことを受け、米10年国債の利回りが大きく上昇したことがきっかけでした。FRBが現在進めているバランスシートの正常化（すなわち、米国債購入額の減少）や、米国の連邦財政赤字の拡大を受けた米国債増発への懸念も利回り上昇要因となり、米10年国債利回りは、わずか1カ月足らずで2.99%から3.2%を上回る水準まで上昇してきました¹。米国債利回りの上昇は、通常、株価の再評価につながります。過去数年間に大幅に上昇してきた情報技術セクターの株価が、最近の金利上昇を受けて他のセクターよりも厳しい再評価にさらされたことは、驚くことではありません。

ただし、今回の株価下落の背景には、貿易戦争への警戒感の高まりという、もう一つの理由があると私は考えています。過去1年間は、保護貿易主義に関する脅威や行動が、時折、株式市場を多少下押しする局面はありましたが、その脅威が和らぐと、投資家は皆、懸念材料が過去のものになったと考えたがりました。例えば、今年初めに米国が輸入関税の導入を決め、株価の下押し材料となった際には、その後4月のボアオ・フォーラムで、中国の習近平国家主席が融和的な演説を行い、投資家の安心感を誘って株価の上昇に貢献しました。しかしながら、この貿易関連の展開に対する非対称的な反応、すなわち肯定的なニュースに対する過剰反応と否定的なニュースに対する過小反応は、現実には持続不可能でした。

加えて、現在進行中の米中の貿易摩擦がもたらす負の影響は、景気がとりわけ加速している米国ではまだ経済統計に現れておらず、市場が脅威を軽視するもう一つの理由となっています。しかし、そうした状況も変化を始めました。今週、国際通貨基金（IMF）は、貿易摩擦の高まりの結果として、世界、そして中国と米国の経済成長見通しを下方修正しました。

- IMFは、2018年9月現在で実施されているすべての関税の結果として、米国と中国の長期成長率が0.3%減少すると予測しています。
- もし、米国がさらに2,670億米ドルの中国製品に25%の関税を課し、中国が報復関税を適用するようであれば、長期成長率は米国で0.5%、中国で0.55%、それぞれ低下すると予想されています。
- さらに、米国が自動車やその部品に25%の関税を課し、貿易相手国が報復した場合、長期成長率は米国で0.9%、中国で0.6%、それぞれ低下すると予想されています²。
- こうした事態はもちろん世界的にマイナスの影響を及ぼすとIMFは予測しており、上記の関税がすべて実施された場合、世界の長期成長率は0.4%低下する見通しです²。
- IMFは、現在の貿易摩擦の影響が2019年に現れると予想しており、米国の実質GDP成長率を2.7%から2.5%に、中国については6.4%から6.2%に下方修正しました²。

さらに、関税が自らのビジネスに影響を与えていると報告する企業が現れ始めています。10日に決算を発表した米国の工業用品メーカーのFastenalは、直近の関税が「北米顧客のサプライ・チェーン体制に直接影響を与えている」と、貿易紛争が引き起こしている厳しい状況を報告しました。このグローバルなサプライ・チェーン体制の混乱は、実際、エコノミストやストラテジストが非常に懸念していたこと

でもありました。米国の有力シンクタンクであるCATO研究所は、年初のレポートで次のように説明していました。「20世紀の企業の生産と組立は、その大半が1カ所で、多くは1つ屋根の下で行われたものですが、その後、工場のフロアはその壁を越えて域外に飛び出し、現在は海や国境を越えて世界中に広がっています。したがって、今日、輸入に対して課税することは、あたかも20世紀の組立ラインの真ん中に壁を建設するかのようであり、すなわち、生産を妨げ、コストを上昇させます。だからこそ、トランプ米大統領の貿易指針に対し、製造業者の間では賛成よりも反対意見の方が多かったのです。米国の企業にとって、自国の関税はコスト上昇要因、相手国政府の報復は輸出売上高の減少要因となり、その双方が利益を押し下げます」。

投資を考えるうえで、今回の株価下落が意味することは何か？

今回の下落が株式市場の調整の始まりになるのではないかと懸念が高まっているようで、実際の可能性は大いにありえます。私は常々、今年2月のような株価下落——急落はするけれども、比較的短期間に収束し、その後回復——と似たような状況が発生しうる可能性について語ってきました。

今年2月の株価急落の前後に行ったインベスコの調査によると、株価急落後に投資家の株式への信頼感は低下し、株式への投資の好機だと考える投資家は、1-3月期の80%から、4-6月期には69%に減少しました。これは、市場の混乱の初期の兆候をもって株式を手放す投資家が多い可能性を示しています。

だからこそ、当面はある程度、株価下落の連鎖が続くだろうと考えられます。実際、10日の米国株の下落に続き、翌11日の日本などアジアの株式市場は下落しています¹。最も下落幅が大きくなるのは米国でしょうが、世界的にかなりの株価下落が予想されます。とはいえ、米国をはじめ、企業の7-9月期の決算発表がそろそろ始まり、好決算が予想されます。それによって株式市場は下支えされ、比較的速やかに回復する可能性もあります。

今後について

私は1年以上にわたり、FRBの金融政策の正常化と保護貿易主義が経済と市場にとっての2大リスクだと申し上げてきました。どうやら、この2つのリスクがいずれも姿を現し、ある意味「最悪の状況」を生み出して市場を動揺させているようです。とはいえ、機関投資家を中心とする長期投資家は、投資目標の達成のためには投資元本の値上がり益を期待せざるをえませんから、下落リスクにどう備えるかを強く念頭に置きながらも、リスク資産へのエクスポージャーは維持する必要があります。したがって、一部の資産クラスではアクティブ運用の登場機会となりえます。

前述のリスクは、幅広い分散の重要性を強調することにもなります。この場合の分散とは、株式であれば地域やセクター、債券であればさまざまな債券種別に至るまで、さらには、株式との相関が歴史的に低いオルタナティブ資産クラスに十分なエクスポージャーを確保することも意味します。また、投資の目標期間が非常に短期でない限り、リスク資産を含む幅広く多様な投資ポートフォリオへのエクスポージャーを維持することが重要と考えられます。さらに、株価の下落は、機動的に行動できる投資家にとっては買いの好機となる可能性もあります。一方で、貿易に関する情勢には注視が必要となるでしょう。情勢が著しく悪化するようであれば、リスク資産へのエクスポージャーを落とすことも、当然に検討の俎上（そじょう）に載ってくることになるでしょう。

1. 出所：Bloomberg、2018年10月10日。

2. 出所：IMF、2018年10月9日。

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、チーフ・グローバル・マーケット・ストラテジストのクリスティーナ・フーパー（以下、「作成者」）が作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも特定ファンド等の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。作成者の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・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306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