



ブラックマンデーの経験からの米国株急落への示唆

- 1987年10月のブラックマンデーと2018年2月の米国株急落の背景には、政策や経済環境の面で多くの共通点。
- 主な共通点は①米長期金利の上昇、②FRB議長交代、③為替政策を巡る不協和音、④プログラム取引の普及など。
- ブラックマンデー後はグリーンズパンFRB議長への信認や米長期金利安定、米企業業績拡大などが米国株を下支え。
- 当面はパウエル新FRB議長への市場の評価が焦点。米国株の増益見通しや割高感解消は今後の市場回復を示唆。

米国株は2月5日の急落後も不安定な展開続く

2月5日の米国株の急落後も、2月8日にはS&P500指数が前日比3.8%の大幅下落となるなど、米国株式市場は不安定な相場展開が続いています(図1)。今回同様に短期間で米国株急落に直面した1987年10月のブラックマンデーの経験を振り返ることは、今後の米国株式市場の先行きを考えるヒントとなると考えられます。

ブラックマンデーと現在の局面には多くの共通点

1987年10月19日に発生したブラックマンデーでは、S&P500指数は前日比20.5%の急落となりました(図2)。ブラックマンデーと今回の米国株急落の背景には、政策や経済環境の面で多くの共通点がみられます(図3)。

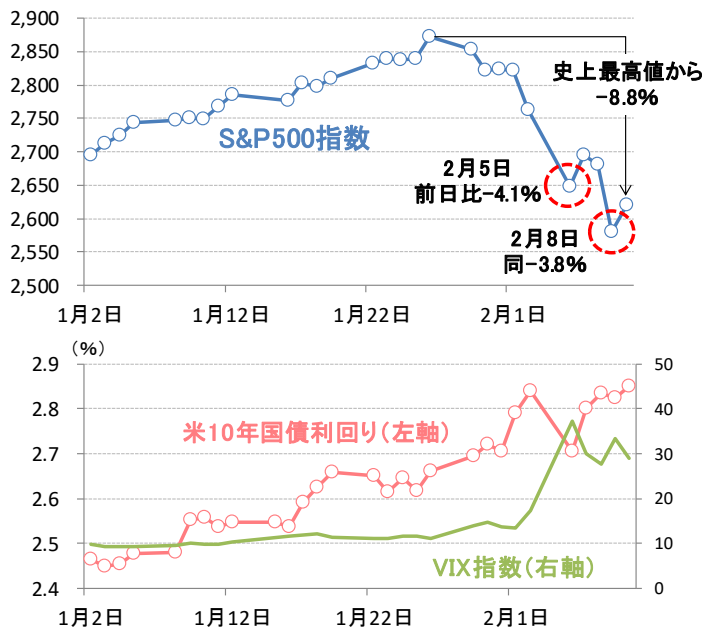
【1987年10月のブラックマンデー発生時の主な背景】

- ① レーガン政権の積極財政と米連邦準備制度理事会(FRB)による利上げに伴う米長期金利の上昇加速
- ② インフレ・ファイターとして市場からの厚い信認を得ていたボルカー氏から、当時はまだ手腕が未知数であったグリーンズパン氏へのFRB議長の交代
- ③ 米ドル安是正を目的としたルーブル合意(1987年2月)後の米国とドイツの為替政策を巡る不協和音
- ④ 相場下落時のリスク圧縮を目的としたプログラム取引の普及(ポートフォリオ・インシュランス)

【2018年2月の米国株急落の主な背景】

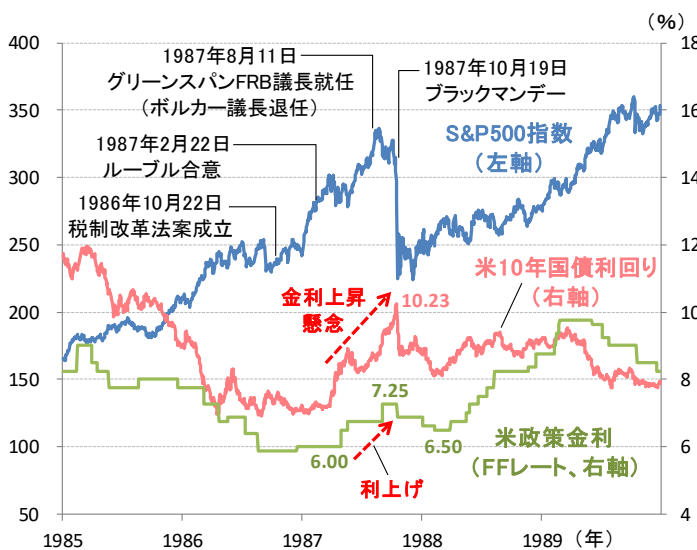
- A) 利上げと米国債増発の懸念から米長期金利が上昇
- B) ハト派のイエレンFRB議長からパウエル議長への交代
- C) ムニューシン米財務長官の米ドル安容認発言に対するドラギ欧州中銀(ECB)総裁の反発(米国の為替政策に対する不透明感の高まり)
- D) 相場下落時の市場の変動を増幅させるプログラム取引の広がり(ボラティリティ取引やリスク・パリティ戦略)

図1: 2018年の米国株と米長期金利、VIX指数



(出所)ブルームバーグ (期間)2018年1月2日~2月9日

図2: 1985~1989年の米国株と金利動向



(出所)ブルームバーグ (期間)1985年1月1日~1989年12月29日

●当資料は、説明資料としてレグ・メイソン・アセット・マネジメント株式会社(以下「当社」)が作成した資料です。●当資料は、当社が各種データに基づいて作成したものでありますが、その情報の確実性、完結性を保証するものではありません。●当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。また記載されている見解、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。●この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。●当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。



図3: 1987年10月のブラックマンデーと2018年2月の米国株急落局面の共通点

	1987年当時	2018年現在
政権	レーガン政権(共和党)	トランプ政権(共和党)
株価急落	1987年10月19日(月) ブラックマンデー S&P500指数は前日比20.5%下落	2018年2月5日(月) S&P500指数は前日比4.1%下落
積極的 財政政策	積極財政方針 財政赤字と貿易赤字の「双子の赤字」が問題化	減税やインフラ投資など積極財政方針
税制改革実現	法人税・所得税の包括的税制改革 (1986年10月22日成立)	法人税・所得税の包括的税制改革 (2017年12月22日成立)
FRB議長交代	ボルカー議長 → グリーンスパン議長 (1987年8月11日)	イエレン議長 → パウエル議長 (2018年2月3日)
FRB利上げ	1987年5月からブラックマンデー直前まで 累計1.25%の利上げを実施	2015年12月から 累計1.25%の利上げを実施
米長期金利 の上昇	ブラックマンデーの直前には 米10年国債利回りが10%を上回る	インフレや米国債増発への懸念から から米10年国債利回りが2.8%台へ上昇
為替政策を巡る 米欧の不協和音	ルール合意後の米ベーカー財務長官と ドイツの為替政策を巡る不協和音 (米ドル安是正を図る米国 ⇄ ドイツは独マルク安 によるインフレを警戒して利上げ実施)	米ムニューシン財務長官の米ドル安容認発言 ドラギ欧州中銀総裁が同発言に反発
保護主義の台頭	米国の貿易赤字拡大により保護主義が台頭 (日米貿易摩擦の激化)	TPP離脱、NAFTA再交渉、 メキシコ国境の壁建設計画
プログラム取引 の台頭	相場下落時のリスク圧縮を目的としたプログラム 取引(ポートフォリオ・インシュランス)の台頭	相場下落時に市場の変動を増幅させる プログラム取引の拡大 (ボラティリティ取引やリスク・パリティ戦略など)

(出所)各種資料

(注)TPPIは環太平洋パートナーシップ協定、NAFTAは北米自由貿易協定。ポートフォリオ・インシュランスは、株式相場が一定以上下がると株価指数先物の売り注文を出し、それ以上の損失をヘッジ(回避)する仕組み。ブラックマンデーではこのプログラム自身の売りが株価の下落を加速させる一つの要因となつたとみられている。



ブラックマンデー後の米国株回復を支えた要因

ブラックマンデー後の米国株式市場は、約1~2か月は不安定な相場展開が続いたものの、1987年12月4日に二番底を付けた後は上昇基調を取り戻しました。ブラックマンデー後の市場の安定を支えた要因として、以下のようなFRBによる政策対応が功を奏したことや、米国株のファンダメンタルズとバリュエーションの改善が挙げられます。

- ① グリーンスパンFRB新議長がブラックマンデー発生直後に「信用秩序維持のため流動性供給の用意がある」旨の声明を公表し、就任間もないグリーンスパン議長への市場からの信認が得られた。
- ② FRBの機動的な利下げ(7.25%→6.50%)や流動性対策により米長期金利が安定を取り戻した(1頁図2)。
- ③ 1987年から1989年にかけての米国企業の業績拡大が米国株の回復を下支えした(図4)。
- ④ ブラックマンデーの株価急落によって米国株の割高感が解消された(図5)。

ブラックマンデーの経験から今後の市場への示唆

ブラックマンデーの経験からの米国株式市場への示唆は、まずはパウエル新FRB議長が市場からの信認を得られるかが焦点となりそうです。2月28日と3月1日のパウエル議長の議会証言や3月20-21日の米連邦公開市場委員会(FOMC)が注目イベントとなります。

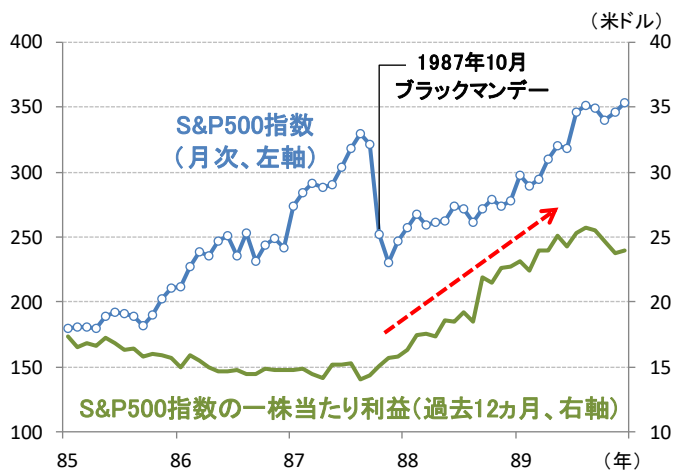
また、パウエル体制でのFRBの金融政策運営やトランプ政権の財政政策(インフラ投資計画の財源など)への不透明感が解消され、米長期金利が安定を取り戻すかも今後の米国株の安定にとって重要ポイントとなります。

増益見通しと割高感解消は米国株の回復を示す

一方、2018~2019年には米国企業の業績の底堅い増益が見込まれていることや、足元の株安で米国株の割高感の解消が進んでいることは、今後の米国株式市場が回復に向かう可能性を示していると考えられます。

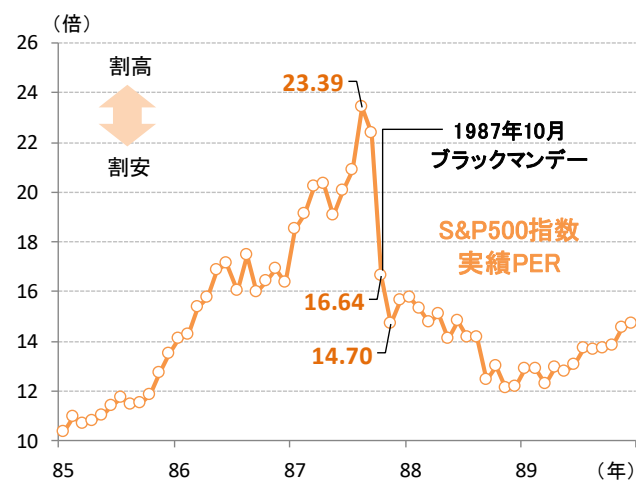
2月9日時点のS&P500指数の予想PERは16.70倍へ低下し、足元の米国株のバリュエーションは概ね2016年11月の米大統領選挙前の水準まで改善しています(図6)。市場が安定に向かう中、米国株の割安感が認識され始めれば、ファンダメンタルズに着目した投資家の資金流入が米国株を下支えすると期待されます。

図4: 1985~1989年の米国株と企業収益



(出所)ブルームバーグ (期間)1985年1月~1989年12月

図5: 1985~1989年の米国株のバリュエーション



(出所)ブルームバーグ (期間)1985年1月~1989年12月
(注)実績PER=株価÷一株当たり利益(過去12ヵ月)

図6: 足元の米国株のバリュエーション



(出所)ブルームバーグ (期間)2014年1月1日~2018年2月9日

●当資料は、説明資料としてレグ・メイソン・アセット・マネジメント株式会社(以下「当社」)が作成した資料です。●当資料は、当社が各種データに基づいて作成したものです。●当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。●当資料に記載されている見解、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。●この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。●当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。