

# 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、弱気相場入りが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一服や、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分かります。

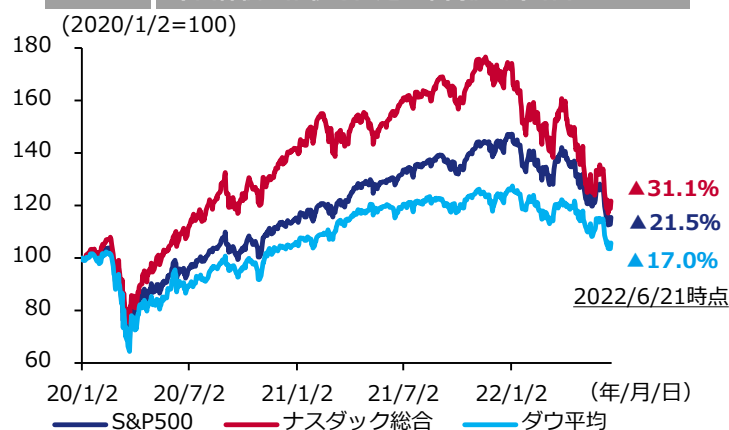
また、弱気相場入り後に米国が景気後退局面入りしたかどうかをみると、多くの場合で景気後退局面入りしていたことが分かります。逆に、景気後退局面入りしたことにより、米国株式市場の調整が長期化した可能性もうかがえます。

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、変動相場制移行）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。当時のバーンズ議長（任期：1970年2月～1978年1月）のもとでのFRBは政権に配慮し（特に後任のボ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ボルカー議長（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ボルカー議長は、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。

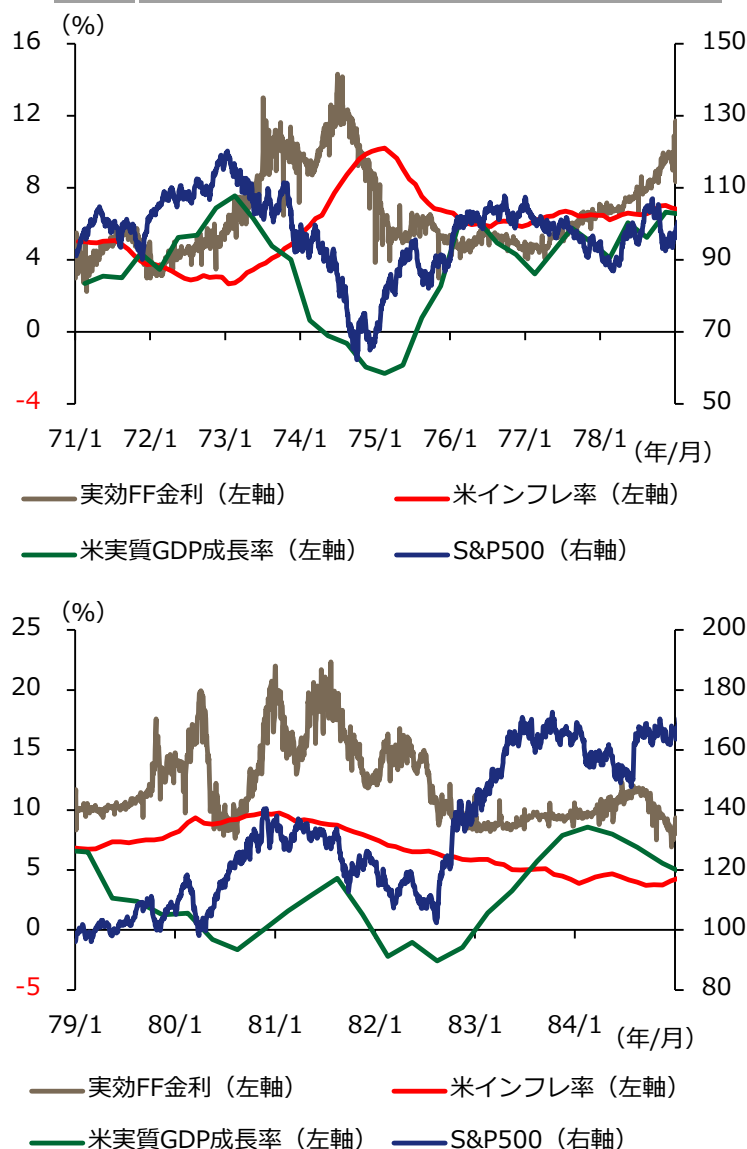
## インフレが短期間で落ち着くかは不確実、金融政策を巡る不透明感は今も当面継続か

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。ボ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。

## 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。