

米利下げ開始後の米長期金利、米国株、ドルはどうか

Topics

- ▶ FRBの早期利下げ観測の強まりから米長期金利が大幅に低下し、米国株は上昇しました。
- ▶ 米国株は今年、大型ハイテク株以外の小型株などが軟調に推移しましたが、足元では幅広い銘柄が上昇しているもようです。
- ▶ 過去の利下げ局面における米長期金利・米国株・ドルの推移をみると、景気後退を伴わない予防的利下げの場合、利下げ開始後に株価が一段と上昇した局面もありました。

シニアストラテジスト 浅岡 均

米長期金利が大幅に低下

米長期金利（米10年国債利回り）は11月初め以降、低下に転じ、米国株は反発しました。11月1日のFOMC（米連邦公開市場委員会）でFRB（米連邦準備理事会）が追加利上げを見送ったことに加え、米CPI（消費者物価）の鈍化などが金利低下要因となりました。

11月下旬にウォラーFRB理事はインフレ低下傾向が続けば、数カ月先の利下げ開始が可能との見方を示し、市場では2024年春頃にもFRBが利下げを開始するとの観測が浮上しました。12月中旬のFOMCでは、FOMC参加者によるFF（フェデラルファンド）金利見通しで2024年の利下げ幅が0.75%と前回9月時点の0.50%から拡大しました。パウエルFRB議長も会見で利下げを議論したことを否定しなかったことから、市場では早期利下げ観測が一段と強まりました。

米10年国債利回りは、10月下旬に付けた5%近辺から12月15日時点では3.9%台へと大幅に低下しました。金利低下が好感され米国株は大幅に上昇し、S&P500は7月に付けた高値を上回り、年初来高値を更新しました（図表1）。

米国株と米国債の年次リターンは回復へ

米国株と米国債についてトータルリターンの年次推移をみると、2022年は金利上昇（債券価格は下落）から、リターンがそろって前年比マイナスとなり、厳しい投資環境でした（図表2）。2023年は金利上昇一服を受け、12月15日時点で米国株、米国債ともにリターンがプラスに回復しています。

米国株は大型ハイテク株以外も上昇

米国株では今般の長期金利低下を受け、大型ハイテク株以外でも上昇傾向がみられます（図表3）。2023年は大型ハイテク株を主力とするナスダック100が比較的堅調に推移しました。一方で、例えば、米小型株の代表的な株価指数であるラッセル2000は横ばい圏で推移した後、長期金利が5%近辺に上昇する局面では下落しました。高金利による企業債務への影響に対する懸念などから低調に推移したとみられます。足元ではラッセル2000も反発し、金利低下が幅広い企業に対する懸念の緩和につながっているもようです。

次ページへ続く

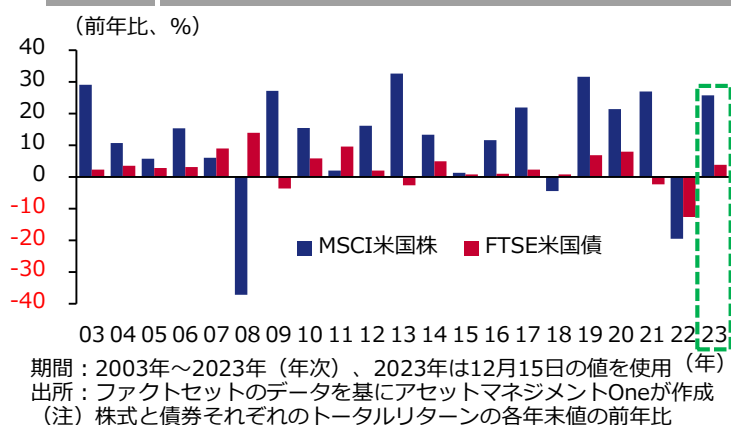
※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

※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。

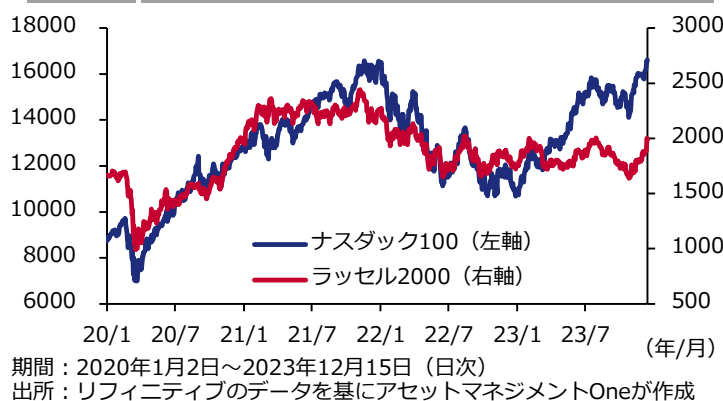
図表1 2021年以降の米長期金利と米国株



図表2 米国株と米国債のトータルリターン（ドル建て）



図表3 2020年以降のナスダック100とラッセル2000



利下げ開始後の金利・株価・ドル

FRBが金融政策姿勢変更の発表を開始した1994年以降では、5回の利下げ局面がありました。具体的には利下げ開始年が1995年、1998年、2001年、2007年、2019年の計5回で、うち、1995年、1998年、2019年については米国の景気後退を伴わない予防的（保険的）利下げとみなされています。

1995年はそれまでのFRBの利上げを受けたメキシコ通貨危機の発生、1998年についてはアジア通貨危機や大手ヘッジファンドの破綻が利下げ開始の理由でした。2019年は、低インフレや景気の下振れリスクの強まりを理由に利下げが行われました（利下げ開始後1年以内にコロナ禍が発生し米景気は後退局面入りしましたが、本稿では予防的利下げとみなすこととします）。

図表4、5、6は5回の利下げ局面において、利下げ開始時点を挟んで米長期金利・米国株・ドル指数がそれぞれ、どう推移したかを示しています。

米10年国債利回りについては、利下げ開始時点を挟んで総じて低下傾向にあったことがうかがえます。ただし、実際に利下げが始まると、金利低下が一服するような動きも見取れます（2001年と2019年）。1998年については、利下げ開始とともに金利が上昇に転じました。

米国株（S&P500）については、利下げ開始時点にかけて方向感に乏しい推移となった後、利下げ開始後は、景気後退を伴う利下げ局面と、予防的利下げ局面で異なる動きとなっています。景気後退を伴う利下げ局面では、利下げの開始後も株価は下落しました。一方、予防的利下げ局面ではいずれも一段と上昇しました（2019年については上昇した後、コロナ禍発生を受けて下落に転じました）。なお、1998年についてはその後のITバブルとその崩壊を招いたとみられています。

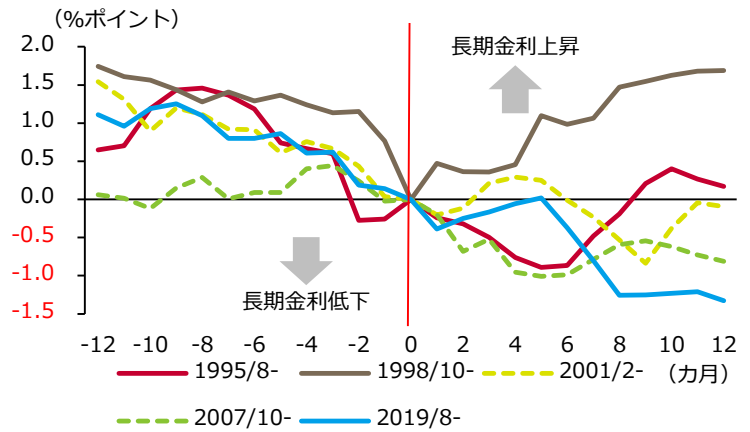
ドルについては、1995年、1998年、2001年の場合は利下げ開始後にドルが上昇しました。FRBが利下げに転じたからといって、ドルが下落するとは限らないようです。

景気が軟着陸できるかどうか先行きの株価の鍵を握る

過去の利下げ局面から判断すると、利下げが開始されても、景気が後退する場合、株価は下落する可能性が排除できないことが示唆されました。

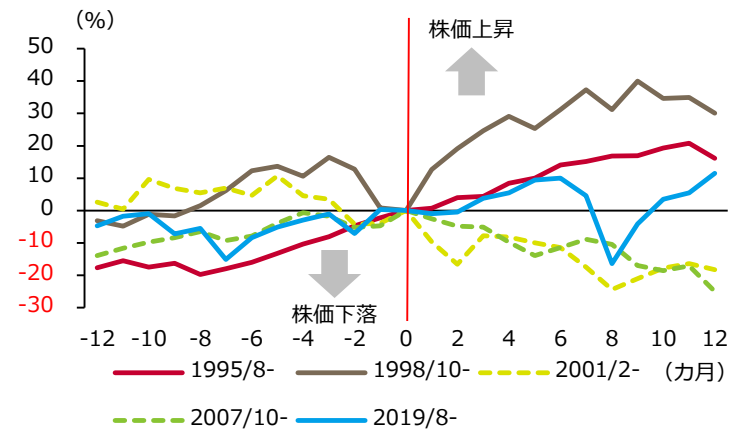
FRBの景気後退局面入りへの警戒感は現時点では後退しているとみられます。ただし、市場の一部にはこれまでの利上げの影響や米銀の貸出態度が厳格化した状況などを踏まえ、2024年には後退局面入りするとの見方も依然残っています。2024年は秋に米大統領選を控え、政治的要因も絡んでくる可能性があり、一定の留意が必要です。

図表4 利下げ開始前後の米10年国債利回りの変化分



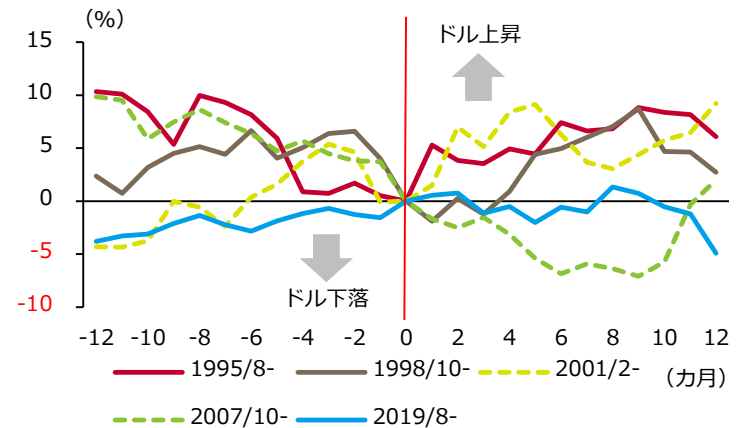
(注) 1994年8月～2020年8月（月次）の期間のデータ（月初）を用いて、FF金利が低下に転じた月をゼロとし、前後12カ月ずつの変化分（ゼロ時点対比）をグラフ化。凡例の日付はゼロ時点とした年月。実線は米国が景気後退入りしなかった予防的利下げ局面（ただし、コロナ禍前の2019年の利下げを含む）、点線は景気後退を伴う利下げ局面。
出所：リフィニティブのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表5 利下げ開始前後のS&P500の変化率



(注) 1994年8月～2020年8月（月次）の期間のデータ（月初）を用いて、FF金利が低下に転じた月をゼロとし、前後12カ月ずつの変化率（ゼロ時点対比）をグラフ化。凡例の日付はゼロ時点とした年月。実線は米国が景気後退入りしなかった予防的利下げ局面（ただし、コロナ禍前の2019年の利下げを含む）、点線は景気後退を伴う利下げ局面。
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

図表6 利下げ開始前後のドル指数の変化率



(注) 1994年8月～2020年8月（月次）の期間のデータ（月初）を用いて、FF金利が低下に転じた月をゼロとし、前後12カ月ずつの変化率（ゼロ時点対比）をグラフ化。凡例の日付はゼロ時点とした年月。実線は米国が景気後退入りしなかった予防的利下げ局面（ただし、コロナ禍前の2019年の利下げを含む）、点線は景気後退を伴う利下げ局面。
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

※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】

- 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。
- MSCI米国株式インデックスに関する著作権、知的財産権その他一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。また、MSCI Inc.は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。
- FTSE®は、London Stock Exchange Group企業が所有する商標であり、ライセンスに基づきFTSE International Limitedによって使用されています。FTSEのインデックスおよびFTSEの格付けに関する全ての権利はFTSEおよびライセンサ各社に帰属します。FTSEおよびライセンサ各社はFTSEのインデックスおよびFTSEの格付けまたは基礎データに関する瑕疵または不作為に対して如何なる責任も負いません。また、何人も本媒体に含まれるFTSEのインデックス、格付け、または基礎データに依存することは許されません。書面に基づくFTSEの同意がない限りFTSEのデータを再配信することは許されません。FTSEは本媒体の内容について販売促進や出資、保証することはありません。
- Russell 2000インデックスはラッセル・インベストメント・グループが開発した指数であり、著作権等の知的財産その他一切の権利はラッセル・インベストメント・グループに帰属します。ラッセル・インベストメント・グループは、対象インデックスの正確性、完全性、信頼性、有用性を保証するものではなく、対象インデックスを用いて行われる事業活動・サービスに関し一切責任を負いません。
- NASDAQ 100®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。