

利下げ局面での資産運用を考える

祖父江 康宏
マーケットエコノミスト
SMBC信託銀行
投信部



6月19日、米連邦公開市場委員会(FOMC)は今後の金融政策について「経済見通しに関する今後の情報を注意深く観察し、景気拡大を維持するため適切に対応する」と正式に表明し、2015年12月以降継続してきた利上げから利下げへの政策姿勢の転換が明確となった。2014年1月に量的金融緩和政策第3弾(QE3)の段階的縮小を開始して以降、米国の金融政策は約5年半ぶりの転換点を迎える。今後利下げ実施となれば2008年12月以来、約10年半ぶりとなる。本稿では過去の金融緩和局面における主要資産クラスの変動を確認し、今後本格化する利下げ局面での資産運用の手掛かりを探る。

1995年以降の米国の利下げ局面^{*1}における株式、債券など主要資産のパフォーマンスを確認する(図表1)。この間、4度の利下げ局面があり、現在は過去25年で5度目の利下げ局面の最中にある可能性が高い。うち2回(2000年～、2006年～)は景気後退(ITバブル崩壊、サブプライム金融危機)を伴い、大幅な利下げが実施された。その他2回(1995年～、1997年～)は小幅な利下げにとどまり、景気後退を回避した。図表1からは、(1)先進国債券は全ての利下げ局面でプラスターンを記録していること、(2)株式のパフォーマンスは景気後退の有無が大きく影響すること、などの特徴が読み取れる。一般論として、利下げ局面では金利低下圧力が強まるため、全ての金融資産に対して価格押し上げ(相対的価値の上昇)効果がある反面、景気悪化を伴うため、収益が景気動向により変動する金融資産(代表例は株式)は、金利低下よりも景気悪化の影響の方が勝る場合がある。したがって、利下げ局面での資産運用では、景気変動の影響を受けにくい債券(および同様の特性を有する資産)を中心に、景気後退が回避される可能性が高い場合に限り、株式にも分散投資していくのが基本姿勢といえるだろう。上記(1)、(2)もこの姿勢と合致する結果が示されており、利下げ局面では、景気後退の有無を見極めることが非常に重要となる。

足元の金融市場は、年内3回程度の早期かつ大幅な利下げを織り込み、これまでのところ株価は堅調に推移している。すなわち、予防的利下げによって景気後退が回避され、1995年～、1997年～などと同様の展開が想定されていると言えそうだ。ただ筆者は金融市場が示している反応のようには楽観していない。紙幅の都合上、詳細は割愛するが、景気との連動性が高い経済指標の一部には景気後退シグナルが点灯しており^{*2}、関税引き上げなどの外部要因も考慮すると、今後米国が景気後退に陥る可能性は徐々に高まりつつあると認識している。

一般的なマーケットサイクル(図表2)に従うと、現在は既往の金融引き締めによって景気が悪化し始めている(図表2の第4象限)が、今後は、景気減速下で金融緩和策が実施され(第3象限)、徐々にその効果が表れて景気拡大に転じていく(第2象限)経路を辿る可能性が高いと考えられる。このような局面での資産運用では、景気拡大よりも金融緩和の恩恵が勝る資産への選好を強めること、換言すれば、セオリー通り、景気変動の影響を受けにくい債券のような資産を優先することが賢明だと思われる。株式などのリスク資産への選好を強めるのは、金融緩和効果が表れ始め、景気の見通しに対する不確実性が軽減される段階からでも大きな遅れにはならないだろう。

^{*1} 本稿では「利下げ局面」を、「直近最後の利上げ実施日から一連の最後の利下げ実施日まで」と定義した。

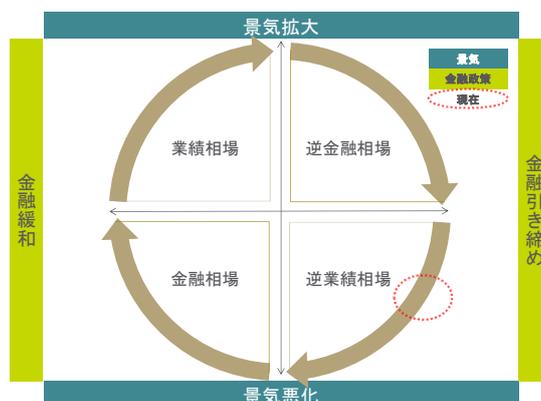
^{*2} 例えば、PRESTIA Global Research Monthly 2019年7月、P2「米国経済」の図表1など

【図表1】 米国利下げ局面の資産別パフォーマンス

【図表2】 一般的なマーケットサイクル(概念図)

期間	米国株	日本株	先進国株	新興国株	先進国債券	新興国債券	ドリンデックス	累計利下げ幅	備考
1995/02 ～1996/01	38.7%	11.1%	24.8%	13.4%	16.8%	38.7%	▲0.5%	75bp	
1997/03 ～1998/11	48.3%	▲19.0%	26.6%	▲40.9%	19.4%	▲5.9%	▲0.5%	75bp	
2000/05 ～2003/06	▲27.4%	▲41.1%	▲30.6%	▲16.1%	35.3%	49.5%	▲14.7%	550bp	景気後退
2006/06 ～2010/06	▲11.5%	▲43.4%	▲14.2%	34.4%	27.5%	40.5%	1.0%	500bp	景気後退
2018/12 ～2019/06 (継続中)	18.6%	1.2%	16.5%	10.6%	6.2%	9.4%	▲0.9%	?	?
単純平均	13.3%	▲18.2%	4.6%	0.3%	21.0%	26.4%	▲3.1%		

注:ドリンデックスは為替変動のみ、その他はトータルリターン指数、2006/06～2010/06はQE1終了までが対象



出所: BloombergよりSMBC信託銀行作成

出所: SMBC信託銀行