

景気サイクルと株式相場の定説

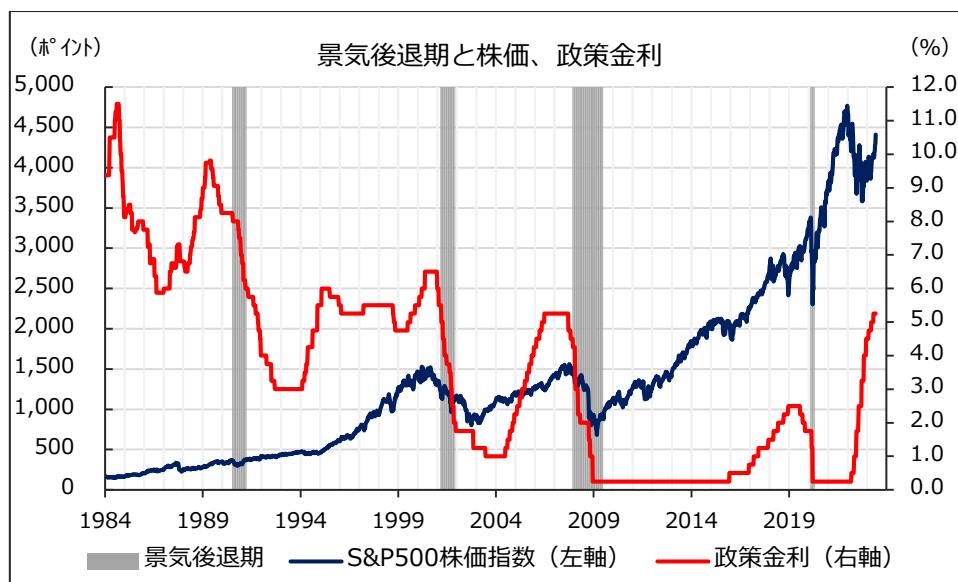
数年というタームで考えた場合、景気の状態によって金利が決まり、金利の動向が株価のトレンドを形成するというのが定説だ。景気が過熱すれば物価は上昇し、中央銀行は金融引締め（利上げ）によって景気抑制に動く。中央銀行の政策金利の引上げは中期、長期の市場金利（債券利回り）の上昇圧力となり、市場金利の上昇はクレジットローンや住宅ローン金利の上昇によって住宅投資や個人消費に影響を与えると同時に、市場金利の上昇によって株式の現在価値（株価）には下落圧力が加わることになる。また、株価の下落は景気抑制とその後の企業業績の悪化によって正当化されることになる。景気循環と中央銀行の金融政策、そして株式市場における相場サイクルは時間軸の違いはあるものの相互に連動すると考えられる。

1984年以降の米国の景気サイクルと政策金利、株価をみると、金融が緩和状態にある中、株式市場は上昇トレンドを形成し、景気が過熱気味になれば中央銀行は政

策金利を引上げることで景気を冷まし、やがて景気後退期を迎え、株価は景気後退期の後半もしくは景気後退期が終了した後に底打ちしている。つまり、①利上げサイクルの終了→②利下げに転換→③景気後退入り→④株価底入れ→⑤利下げ停止→⑥株価反転の順で作用している。

NY連銀の1年後の景気後退確率は1980年以来初めて70%を超え、10年国債と2年国債の利回りが逆転する「逆イールド」は90bp（ベーシスポイント）超に拡大した。利回曲線（イールドカーブ）の形状が示唆するように景気後退がこの先控えているとすれば、現在は①の局面に近づきつつある、というのが数年というタームで考えた場合の景気循環、政策金利、株価の現在位置ではないだろうか。

なお、過去のサイクルでは株価は利上げ停止以降は高値圏でもみ合い、实体经济の悪化にあわせて利下げが開始される前後から下落トレンドを形成している。



- ※ 過去の利上げサイクルでは、潜在成長率を上回る政策金利水準に達した後は景気後退期が訪れている。（景気後退期は全米経済研究所（NBER）の景気循環委員会によって6～18か月後に判断される）
- ※ ただし、2000年代初頭のインターネットの急速な発展といった景気サイクルとは次元の異なるイノベーション（技術革新）によって株式相場が上昇基調を保つ例もある。2000年代初頭は結局ITバブルの崩壊という形で終焉を迎えた。

本ページは投資勧誘を目的として作成されたものではなく、あくまでも情報提供を目的としたものであり、一部主観および意見が含まれている場合があります。また、グラフ等のデータは各種発表元、QUICK社等の情報ベンダーより取得し、当社にて加工したものを使用しております。最終的な投資判断は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

数カ月というタームではポジション構築が株式相場に影響を与える

前述のように数年というタームでは景気の状態によって市場金利が決まり、株価はトレンドを形成すると考えられるが、数カ月というタームでは、リスクイベントに備えた投機筋のポジションと実際のリスクイベントの組み合わせが株式相場に影響を与える。

米国の代表的な株価指数である S&P500 種株価指数は、6月15日に4,425ポイントまで上昇し、過去1年間の安値である昨年10月12日の3,577ポイントから20%を超える上昇を記録し、「株式市場は強気相場入りした」との見方もある一方、この上昇もそれまでのリスクイベントによって構築されたポジションがその後のイベント通過との組み合わせによってもたらされたものかもしれない。

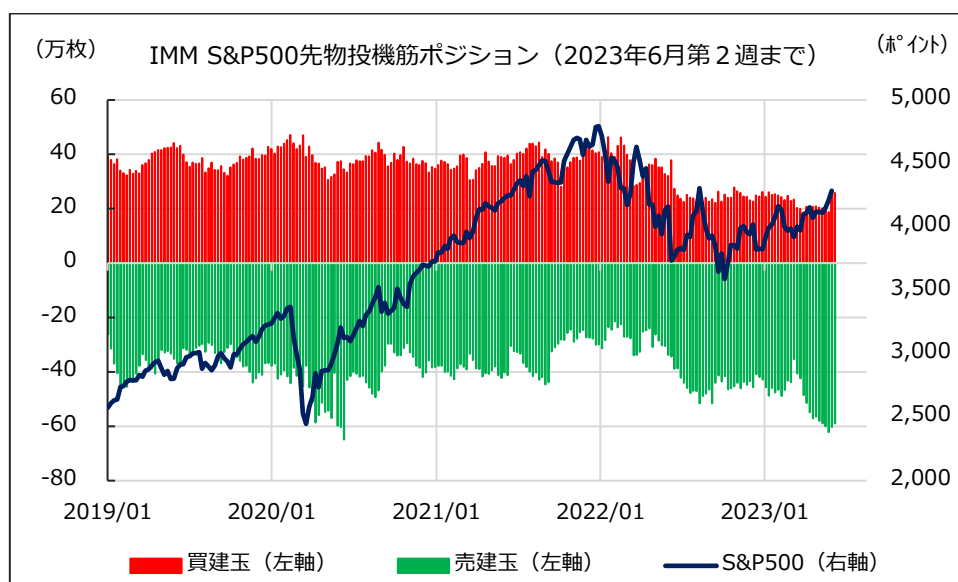
3月上旬の米地銀の経営破綻によって急速な利上げサイクルの副作用が顕在化し、5月は米国の債務上限引き上げ交渉の難航によって、リスク回避のポジションが構築された。この間、エヌビディアの業績見通しの上方修正によって生成 AI（人工知能）という景気循環からは距離を置くあらたな成長テーマが株式市場に与えられている。折しも 2022 年において業種別でワーストパフォーマンスとなった【情報技術】、【一般消費財】セ

クターのリターンリバーサル（逆張りの投資手法）に拍車をかけることとなった。S&P500 種株価指数は大手テック株がけん引する形で上昇し、投機筋のショートポジションが一部巻き戻された。

“株高に取り残される恐怖”もあって投資家が強気に傾き始めたのかもしれない。

一方、シカゴマーカントイル取引所が公表する6月13日現在の投機筋の S&P500 先物のポジションはショート（売建玉）約60万枚に対してロング（買建玉）は約26万枚となっている。2019年以降でみるとショートポジションが高水準にある一方、ロングポジションは積み上がっておらず、先行きを楽観視している様子は今のところないが、積み上がったショートポジションに対する巻き戻しの期待が相場を支えているのかもしれない。

年内の利下げ観測がほぼ消滅したことで、短期債と長期債の利回りは上昇し、リセッションを示唆する「逆イールド」はむしろ拡大した。節目の株価を超えてきたことで強気相場の領域に入ったとの見方もあるが、これがベアマーケット・ラリー（弱気相場における一時的な反発局面）である可能性は残されている。



※ FRB が利上げをスタートした 2022 年 3 月以降、投機筋のショートポジションは積み上がっている。

本ページは投資勧誘を目的として作成されたものではなく、あくまでも情報提供を目的としたものであり、一部主観および意見が含まれている場合があります。また、グラフ等のデータは各種発表表、QUICK 社等の情報ベンダーより取得し、当社にて加工したものを使用しております。最終的な投資判断は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

FRB の利上げ停止を阻む米国経済

FRB による利上げによって真っ先に打撃をうけた米住宅市場が安定化の兆しを見せている。米住宅建設業者協会 (NAHB) が 6 月 19 日に発表した 6 月の住宅市場指数は 55 と、好不況の分かれ目となる 50 を上回り、11 カ月ぶりの高水準を付けた。また、20 日発表の 5 月の住宅着工件数は前月比 21.7%増の年率換算 167 万戸となり 11 カ月ぶりの高水準を記録している。

米国の住宅市場については人口動態の最大シェアを占めるミレニウム世代が住宅の一次取得 (最初の住宅取得) 適齢期にあり潜在需要は高い。住宅ローン金利が急上昇したことで米国住宅販売の 9 割を占める中古住宅市場において買い替えが進まないことが中古住宅の供給不足と価格高止まりにつながっており、新築物件への買い意欲が高まっている。

住宅市場の安定・回復は耐久財への消費を刺激し、消費者の支出行動が財からサービスにシフトすることで財の価格押し下げに寄与してきたものが再び耐久財への需要が高まることでインフレ鎮静化のペースが鈍る恐れもある。

6 月の FOMC で示された政策金利見通し (中央値) は

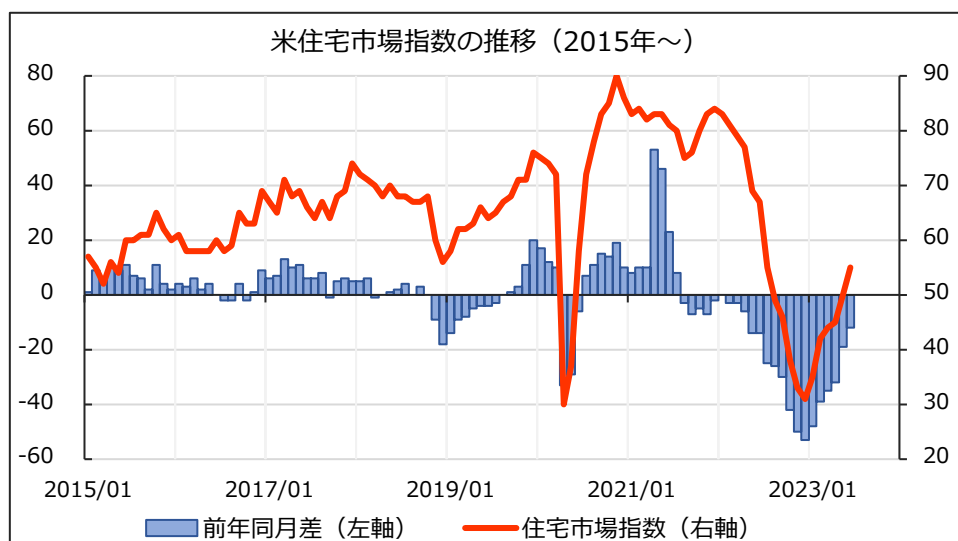
2023 年末で 5.625%と、年内あと 2 回の利上げを示唆しているが、短期金融市場では FOMC が示唆した年内 2 回の追加利上げについては引き続き抗っている。

6 月 20 日現在の FF 金利先物が示唆する政策金利見通しは 7 月、9 月の FOMC での連続利上げ確率はわずかに 12%であり、参加者の多くはあと 1 回の利上げで利上げサイクルは終了し、11 月の FOMC で利下げがスタートすると考えているようだ。

米金融当局は金利を高め水準で長期に維持すると脅しているが、市場は信じていない。

債券市場はリセッションによる利下げを織り込み、株式市場は利下げと米経済のソフトランディング期待を織り込む。株式市場が望むソフトランディングが実現すれば、米金融当局が利下げする動機はなくなる。それは労働市場が堅調であればなおさらだろう。

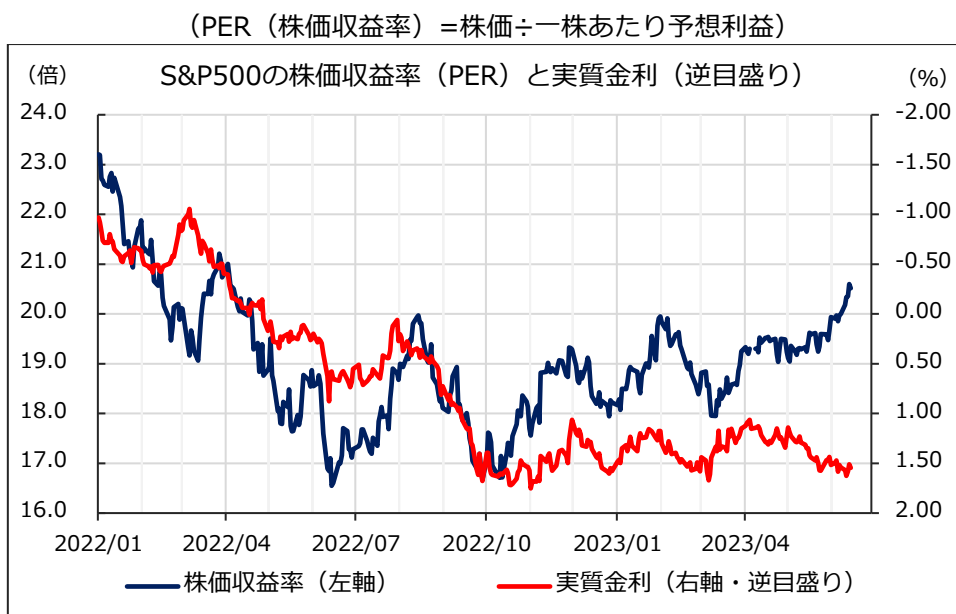
利下げ期待が修正されれば市場金利 (名目金利) は上昇し、実質金利も上昇する。本レポートでも以前指摘したが、実質金利の上昇を上回る企業業績の増益基調が支持されなければ株価は調整圧力を受けることになるだろう。



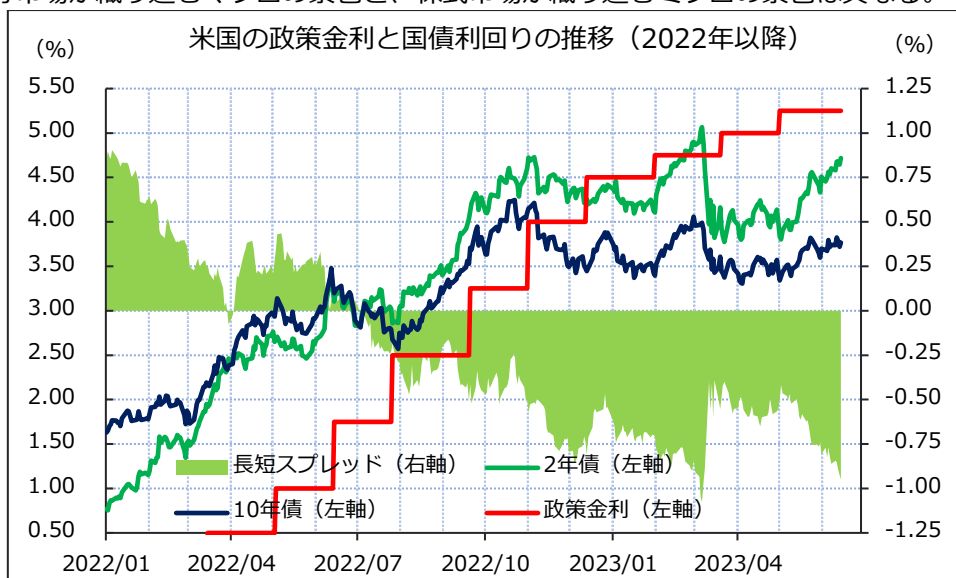
※ 米住宅建設業者協会 (NAHB) 住宅指数は、今後 6 か月の米国の住宅販売の見通しを示す指標。住宅市場版の ISM 製造業景気指数として捉えられることが多い。50 を景況感の分かれ目としている。

※ 需要の底堅さや資材コストの低下、サプライチェーンの圧力緩和によって住宅建設業者は楽観を強める。

本ページは投資勧誘を目的として作成されたものではなく、あくまでも情報提供を目的としたものであり、一部主観および意見が含まれている場合があります。また、グラフ等のデータは各種発表表、QUICK 社等の情報ベンダーより取得し、当社にて加工したものを使用しております。最終的な投資判断は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。



- ※ S&P500 の今期予想 PER (株価収益率) は実質金利が上昇する中、上昇し、実質金利と株式のバリュエーションは乖離が拡大してきている。来期の企業業績 (一株あたり予想利益) が二けた増益を実現することを織り込んでいる。
- ※ 一方で、債券市場では、高めの金利が長期に維持されることで景気後退 (リセッション) を織り込んでいる。債券市場が織り込むマクロの景色と、株式市場が織り込むミクロの景色は異なる。



- ※ 3月の米地銀の経営破綻によって、早期の利下げ観測が台頭し、「逆イールド」はいったん縮小したが、銀行システムの落ち着きと、米法定債務上限の停止の決定 (6月) を受けて市場金利は上昇した。
- ※ また、堅調の米国景気を背景に年内の利下げ観測がほぼ消滅。政策金利の動向を反映する2年債利回りは急上昇したが、10年国債利回りは上昇ペースが追い付かず、長短スプレッドの「逆イールド」は拡大。

本ページは投資勧誘を目的として作成されたものではなく、あくまでも情報提供を目的としたものであり、一部主観および意見が含まれている場合があります。また、グラフ等のデータは各種発表表、QUICK社等の情報ベンダーより取得し、当社にて加工したものを使用しております。最終的な投資判断は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

～添付資料をご覧頂くうえでの留意事項～

【手数料等】

- 商品等への投資には、各商品等に所定の手数料をご負担いただく場合があります。
- 例えば、店舗における国内の金融商品取引所に上場する株式(単元未満株式を除く)のお取引の場合は約定代金に対して最大 1.265%(ただし、算出された手数料が 2,750 円に満たない場合は 2,750 円、いずれも税込)の委託手数料、外国株式取引に関しては外国株式国内委託取引の場合、現地手数料および外国株式国内委託手数料が必要となります(外国株式国内委託手数料は約定代金に対して最大 0.88%、手数料の下限 4,400 円、いずれも税込)。外国株式店頭取引の場合、購入対価のみが必要となります。また、円決済時に適用される為替レートには為替スプレッドが反映されます。適用為替レートは当社が決定した為替レートによるものとします。非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債、EB 債等)を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみが必要となります。投資信託の場合は銘柄ごとに設定された「販売手数料」「信託報酬」「信託財産留保額」等の諸経費をご負担いただきます。

【リスク等】

- 各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況(財務・経営状況を含む)の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ(元本欠損リスク)があります。
- なお、信用取引またはデリバティブ取引等(以下、「信用取引等」といいます)を行う場合は、信用取引等の額が当該信用取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額(以下、「委託保証金等の額」といいます)を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ(元本超過損リスク)があります。
- 当社では信用取引における委託保証金の額は、約定代金の 30%以上(うち 10%以上は現金)で、かつ 150 万円以上が必要です。

※上記の手数料等およびリスク等は商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

【資料について】

- この資料は情報提供のみを目的としております。従いまして、投資に関する最終判断は、ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。



商号等：第四北越証券株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第128号
加入協会：日本証券業協会

2019年10月1日