

市川レポート (No.645)

適温相場再来

- 昨年末、市場は米利上げなどから適温相場終了を見越してリスクオフで反応、相場は弱気に傾く。
- 相場が弱気に傾けば、中央銀行は再び緩和方向に政策の舵を切るため、適温相場が再来する。
- 適温相場はリスクをとりやすい環境だが、必ずしも株高を保証せず、ボラティリティ拡大も起こり得る。

昨年末、市場は米利上げなどから適温相場終了を見越してリスクオフで反応、相場は弱気に傾く

適温相場とは、世界的に「緩やかな景気回復」と「緩和的な金融環境」が併存することにより、相場が強気過ぎず、弱気過ぎず、ちょうどよい加減にあることをいいます。このような適温相場は、極めて特殊な環境であり、いずれは終了します。その場合、相場はちょうどよい加減ではなくなるため、強気方向へ傾くか、弱気方向へ傾くかのいずれかになります。

2018年10月から12月にかけて、主要国の株価指数は大幅に調整しました。背景には、利上げ継続で米景気が冷え込む懸念、米制裁関税の影響で中国経済が失速する懸念、などがあったと推測されます。これらは、世界的に緩やかな景気回復と緩和的な金融環境の併存に大きな脅威となるため、市場は適温相場の終了を見越してリスクオフ（回避）で反応し、相場は弱気に傾きました。

【図表1：弱気相場から適温相場に戻る過程】

1. 何らかのきっかけで、短期の循環的な景気減速局面入り
2. 株価調整、物価伸び悩み、長期金利低下（弱気相場）
3. 中央銀行は金融政策の正常化を見合わせ
4. 緩和的な金融環境継続、経済成長を下支え
5. 適温相場再来

(注) 弱気相場から適温相場に戻る一般的な過程を示したもの。
(出所) 三井住友アセットマネジメント作成

【図表2：主要アセットクラスの騰落率】

株価指数等	騰落率 (%)	通貨	騰落率 (%)
日経平均株価	8.6	日本円	-2.0
ダウ工業株30種平均	10.6	ユーロ	-1.4
トヨタ株式指数	10.1	英ポンド	3.3
上海総合指数	22.5	オーストラリアドル	0.5
フィラデルフィア半導体株指数	17.5	中国元	2.6
東証リト指数	4.6	インドネシアルピア	1.9
米国リト指数	12.2	タイバーツ	2.5
米国ハイイールド債券指数	6.3	ブラジルレアル	2.5
WTI原油先物価格	24.6	南アフリカランド	1.3

(注) 2018年12月31日から2019年3月5日までの騰落率。株価指数等はプライスリターン（米国ハイイールド債券指数のみトータルリターン）、通貨は対ドルの騰落率。米国リト指数はFTSE NAREIT オールエクイティリト指数。米国ハイイールド債券指数はBloomberg バークレーズ 米国ハイイールドトータルリターン指数（ドル建て為替ヘッジなし）。
(出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

相場が弱気に傾けば、中央銀行は再び緩和方向に政策の舵を切るため、適温相場が再来する

一般に、適温相場の存続・終了のカギを握るのは中央銀行の政策です。例えば、主要国の中央銀行が緩和的な政策運営を維持すれば、適度にリスクをとりやすい環境となり、金融市場では株価、物価、長期金利の緩やかな上昇が見込まれます。ただし、この環境を長期間放置すると、適温相場の温度が上昇し、バブルやインフレーションにつながる恐れがあるため、中央銀行のなかには、幾分引き締め気味に政策を微調整する先も出てきます。

2018年の米金融当局の政策運営や、同年10月までの金融市場はこのような状況にあったと思われます。しかしながら、前述の通り、2018年10月から12月にかけて相場は弱気方向へ傾きました。この場合、幾分引き締め気味に政策を微調整していた中央銀行はいったんその調整を見合わせ、その他の中央銀行は従来通り緩和的な政策運営を維持することになるため、ちょうどよい加減の適温相場が再来します（図表1）。

適温相場はリスクをとりやすい環境だが、必ずしも株高を保証せず、ボラティリティ拡大も起こり得る

実際、米連邦準備制度理事会（FRB）は、2019年1月の米連邦公開市場委員会（FOMC）で、ハト派的な姿勢に転じました。また、中国は同年1月から個人所得税の減税幅を拡大し、3月5日には企業の税と社会保険料の負担を2兆元弱軽減する方針を打ち出しました。これにより、米利上げ継続への不安は解消され、中国経済の失速懸念も次第に後退すると思われ、世界的に緩やかな景気回復と緩和的な金融環境は併存しやすくなります。

市場は適温相場の再来を早々に織り込んだとみられ、主要アセットクラスは年初から底堅い動きが続いています（図表2）。なお、適温相場は、適度にリスクをとりやすい環境のことであり、必ずしも株価などリスク資産の価格上昇が保証されるものではありません。そのため、適温相場においても、一時的に株価変動（ボラティリティ）が大きくなることもあるため、その点には注意が必要です。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- 当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号
加入協会：一般社団法人投資信託協会/一般社団法人日本投資顧問業協会/一般社団法人第二種金融商品取引業協会