



# J.P.モルガン Weekly：FRBの利下げの歴史に学ぶと、来年後半に利下げも？ #232 | 2022/9/12

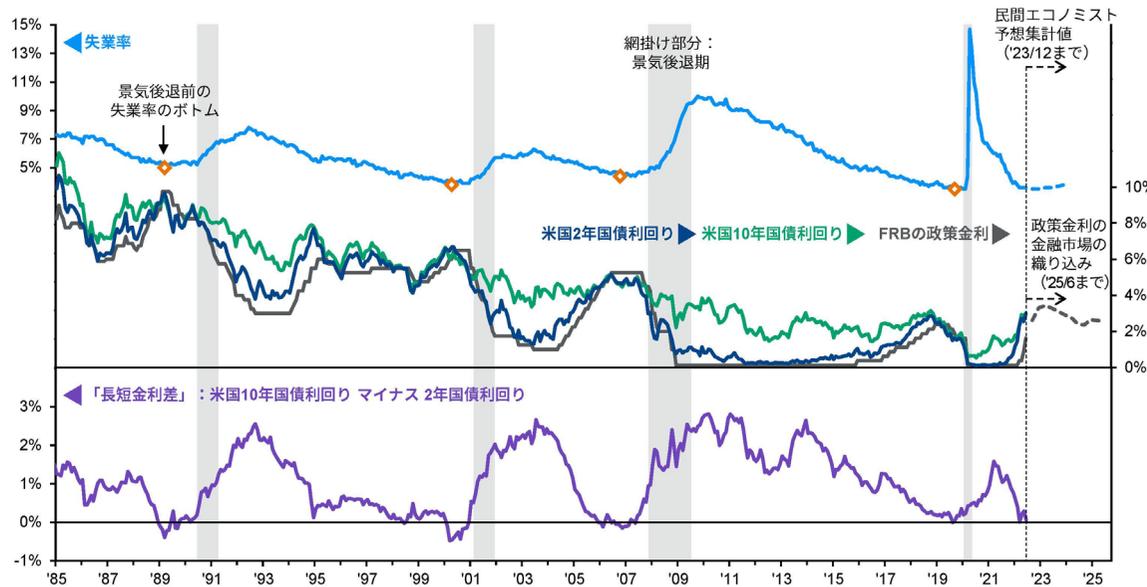
参考図表：Guide to the Markets 2022年7-9月期版27ページ



## 米国：政策金利と長短金利差と失業率

GTM Japan 27

米国の景気後退と政策金利、長短金利差、失業率



出所：米労働統計局（BLS）、米連邦準備制度理事会（FRB）、全米経済研究所（NBER）、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management  
注：「FRBの政策金利」は、FRBの政策金利＝フェデラルファンド金利の誘導目標レンジの中央値。「金融市場の織り込み」は、フェデラルファンド金利先物から算出。失業率の予測値は、Bloombergによるエコノミスト予想集計値、四半期ベース。失業率の実績値は2022年6月まで。データは2022年7月8日時点で取得可能な最新のものを掲載。

J.P.Morgan  
ASSET MANAGEMENT

27

## 【足元のグローバル市場の注目点は？】

- 過去の米利下げの歴史を知る：**投資家は、米連邦準備理事会（FRB）の利上げがいつまで続き、いつから利下げに転じるかを注視しています。この点を考えるにあたり、1974年以降の利下げサイクル開始時点の状況を確認します。①個人消費支出（PCE）物価指数（前年比）をみると、利下げサイクルの開始月は平均で4.7%の上昇で、1974、80、81年の大インフレ期を除く84年以降では2.6%でした。また、各利下げ開始前の実質政策金利がプラス（政策金利＞物価上昇率）であったこともわかります。次に、②非農業部門の雇用者数（前月比、3ヵ月移動平均値）をみると、利下げ開始月は平均で13.3万人の冴えない伸びでした。
- 来年後半に利下げの可能性も？：**足元の金融市場の織り込みをみると、FRB高官のけん制にも関わらず、来年後半の利下げ観測が根強く残っています。そこで来年後半の経済見通し（Bloombergのエコノミスト予想集計値）を確認すると、①物価は来年7-9月期に2.8%、同10-12月期に2.4%まで鈍化し、来年後半の政策金利の織り込み（3%台後半）も下回り、実質政策金利はプラスになる（実質中立金利の観点からも必要に応じて緩和が検討できる）見込みとなります。次に②雇用は同7-9、10-12月期とも9万人増まで伸びが鈍化すると予想されています。過去の利下げの歴史と“現時点の”経済見通しを踏まえれば、市場の来年後半の利下げ観測に強い違和感はありません。

## 【補足】仮に来年後半に利下げが始まるとしても、リスクオン“基調”が始まるとは限らない？

- 今年の夏場のように、今後も利下げ観測が強まる場面では株高期待が高まるかもしれませんが、過去は機動的な金融引き締めと緩和が景気拡大の長期化に繋がったこともあれば、利下げは手遅れで景気後退が訪れるケースもあった点には注意が必要です。この点を見極めるにあたっては、過去の利下げサイクル開始時の労働市場の強さに注目です。既に確認した通り、1974年以降の利下げ開始月の雇用の伸び（3ヵ月平均）は平均で13.3万人ですが、これを分解すると、（A）利下げ後に景気後退を回避できたケースの平均22.9万人に対して、（B）利下げは手遅れで景気後退が訪れているケースでは平均7.8万人でした。今回の利下げが期待される来年後半の雇用の伸びが10万人を若干下回る弱めの見通しであることを踏まえれば、現時点では「利下げ→景気後退は回避→リスクオン“基調”になる」と決めつけず、労働市場の動向を注視したいところです。

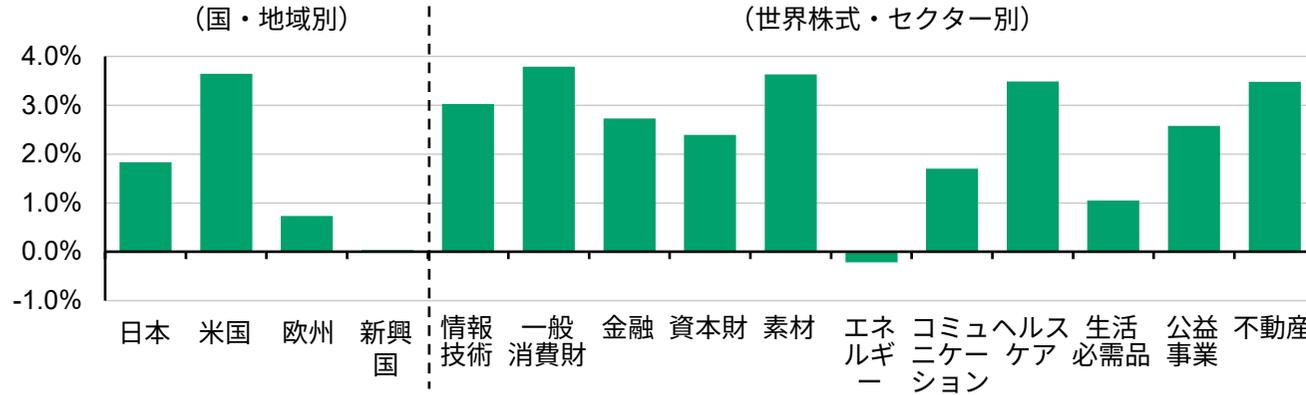
【お知らせ】 次回のJ.P.モルガンWeeklyは2022年9月26日にリリースします。



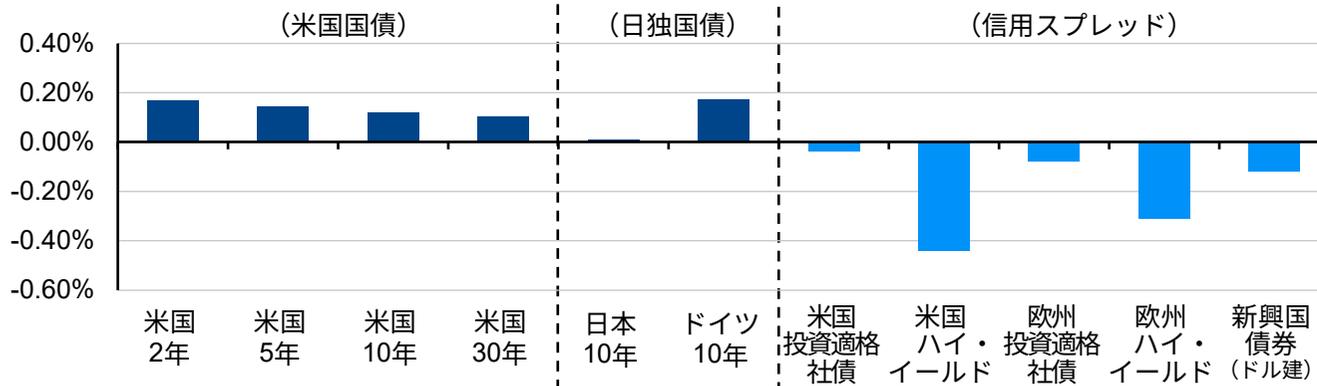
# J.P.モルガン Weekly：先週の金融市場をまとめると？

#232 | 2022/9/12

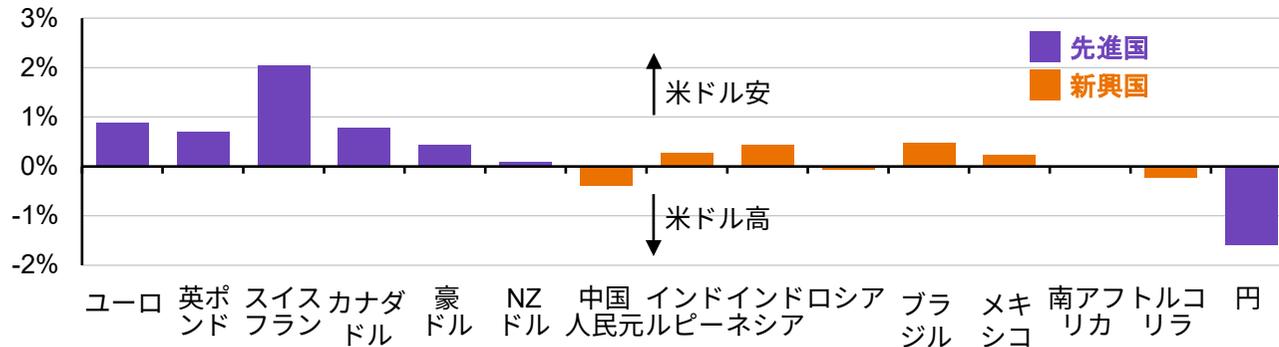
【先週の株式市場の動き】 ※騰落率、価格リターン、現地通貨ベース。



【先週の債券市場（金利）の動き】 ※変化幅。



【先週の為替市場の動き（対米ドル）】 ※変化率。



## 【先週の金融市場を一言で表すと？】

### 引き締め懸念一巡と悲観姿勢の判明で株高

- **先週の金融市場は？**：欧米中銀の金融引き締め懸念が一巡した後にリスクオンの展開。
- **債券市場**では、米独日の国債利回りが上昇。ユーロ圏では欧州中央銀行（ECB）が8日に通常の3倍となる0.75%の利上げを決め、今後の更なる金融引き締めも意識された。米国でもFRB高官の発言や米紙ウォール・ストリート・ジャーナルによる報道などを受け、市場では今月20-21日に開く米連邦公開市場委員会（FOMC）で3会合連続の0.75%の大幅利上げの織り込みが進んだ。
- **株式市場**では、ECB理事会を通過し、今月のFOMCでの大幅利上げの織り込みも進んだところで、リスクオフが一服。機関投資家が株安に備えプットオプションの購入を急増させたことや、米国の個人投資家の強気姿勢が大きく後退しているとのデータが発表されたことから、投資家が短期的に悲観的になりすぎたとの見方が広がったことも株価の反発を後押しした可能性がある。
- **為替市場**では、米ドルが週の半ばまでは上昇していたが、その後は下落に転じた。円相場は一時1ドル＝144円台まで円安が加速したが、週末には142円台まで戻った。

出所：（株式市場）株式会社JPX総研、MSCI、S&P Dow Jones Indices、Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management（債券市場）Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management（為替市場）Bloomberg Finance L.P.、J.P. Morgan Asset Management 注：（株式市場）セクターの名称は、「一般消費財」は「一般消費財・サービス」、「コミュニケーション」は「コミュニケーション・サービス」、「資本財」は「資本財・サービス」を指す。（為替市場）「メキシコ」はメキシコ・ペソ、「NZドル」はニュージーランド・ドル、「ロシア」はロシア・ルーブル、「インドネシア」はインドネシア・ルピア、「ブラジル」はブラジル・リアル、「南アフリカ」は南アフリカ・ランドをそれぞれ指す。過去のパフォーマンスは将来の成果を示唆・保証するものではありません。使用した指数につきましては、最終ページの左上段をご確認ください。



## 【先週の金融市場の動き】で使用した指数

(株式市場) 「日本株式」：TOPIX、「米国株式」：S&P 500 Index、「欧州株式」：MSCI Europe Index、「新興国株式」：MSCI Emerging Markets、「世界株式・セクター別」：MSCI All Country World Indexの各セクターの指数を使用。セクターは、MSCIの11業種分類を使用。  
 (債券市場) 「米国投資適格社債」：Bloomberg US Corporate Bond Index、「米国ハイ・イールド債券」：Bloomberg US Corporate High Yield Index、「新興国債券(米ドル建)」：Bloomberg Emerging Markets USD Aggregate Index、「欧州投資適格社債」：Bloomberg Euro Aggregate Corporate Bond Index、「欧州ハイ・イールド債券」：Bloomberg Pan-European High Yield Index。これらの指数については、オプション調整後の対国債スプレッドを使用。

**Market Insightsプログラムは、グローバルな金融市場の幅広いデータや解説を、特定の金融商品に言及することなく提供するものです。お客様の市場に対する理解と投資判断をサポートします。本プログラムは現在の市場データから投資のヒントや環境の変化を読み解きます。**

本資料はJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が作成したものです。本資料に記載の見直しは投資の助言や推奨を目的とするものではありません。また、J.P.モルガン・アセット・マネジメントあるいはそのグループ会社において記載の取引を約束するものでもありません。予測、数値、意見、投資手法や戦略は情報提供を目的として記載されたものであり、一定の前提や作成時点の市場環境を基準としており、予告なく変更されることがあります。記載の情報は作成時点で正確と判断されるものを使用していますが、その正確性を保証するものではありません。本資料では、お客様の投資判断に十分な情報を提供しておらず、証券や金融商品への投資のメリットをお客様が自身で評価するにあたって使用するものではありません。また、かかる法務、規制、税務、信用、会計に関しては、個別に評価し、投資にあたっては、投資の目的に適合するかどうかに関しては専門家の助言とともに判断してください。投資判断の際には必要な情報をすべて事前に入手してください。投資にはリスクが伴います。投資資産の価値および得られるインカム収入は市場環境や税制により上下するため、投資元本が確保されるものではありません。過去のパフォーマンスおよび利回りは将来の成果を示唆・保証するものではありません。

すべてのインデックスは実際に運用されているものではなく、各投資家が直接投資できるものではありません。また、インデックスのリターンは手数料・費用が考慮されておりません。TOPIX(東証株価指数)は、株式会社JPX総研又は株式会社JPX総研の関連会社(以下「JPX」という。)の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用などTOPIXに関するすべての権利・ノウハウ及びTOPIXに係る標章又は商標に関するすべての権利はJPXが有します。JPXは、TOPIXの指数値の算出又は公表の誤謬、遅延又は中断に対し、責任を負いません。本商品は、JPXにより提供、保証又は販売されるものではなく、本商品の設定、販売及び販売促進活動に起因するいかなる損害に対してもJPXは責任を負いません。S&P Dow Jones Indices LLCの各インデックスは、S&P Dow Jones Indices LLCが発表しており、著作権はS&P Dow Jones Indices LLCに帰属しています。MSCIの各インデックスは、MSCI Inc.が発表しています。同インデックスに関する情報の確実性および完結性をMSCI Inc.は何ら保証するものではありません。著作権はMSCI Inc.に帰属しています。

「Bloomberg®」およびBloombergの各インデックスは、Bloomberg Finance L.P.および、同インデックスの管理者であるBloomberg Index Services Limited(以下「BISL」)をはじめとする関連会社(以下、総称して「ブルームバーグ」)のサービスマークであり、J.P.モルガン・アセット・マネジメントによる特定の目的での使用のために使用許諾されています。ブルームバーグはJ.P.モルガン・アセット・マネジメントとは提携しておらず、また、J.P.モルガン・アセット・マネジメントが設定する商品を承認、支持、レビュー、推奨するものではありません。ブルームバーグは、J.P.モルガン・アセット・マネジメントが設定する商品に関連するいかなるデータもしくは情報の適時性、正確性、または完全性についても保証しません。

【ご留意事項】 お客様の投資判断において重要な情報ですので必ずお読みください。投資信託は一般的に、株式、債券等様々な有価証券へ投資します。有価証券は市場環境、有価証券の発行会社の業績、財務状況等により価格が変動するため、投資信託の基準価額も変動し、損失を被ることがあります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。そのため、投資信託は元本が保証されているものではありません。

## ◆ファンドの諸費用について

投資信託では、一般的に以下のような手数料がかかります。手数料率はファンドによって異なり、下記以外の手数料がかかること、または、一部の手数料がかからない場合もあるため、詳細は各ファンドの販売会社へお問い合わせいただくか、各ファンドの投資信託説明書(交付目録見書)をご覧ください。

投資信託の購入時：購入時手数料(上限3.85%(税抜3.5%))、信託財産留保額

投資信託の換金時：換金(解約)手数料、信託財産留保額(上限0.5%)

投資信託の保有時：運用管理費用(信託報酬)(上限年率2.09%(税抜1.9%))

\*費用の料率につきましては、JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社が設定・運用するすべての公募投資信託のうち、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います。その他、有価証券の取引等にかかる費用、外貨建資産の保管費用、信託財産における租税等の実費(または一部みなし額)および監査費用のみなし額がかかります(投資先ファンドを含みます)。また、一定の条件のもと目録見書の印刷に要する費用の実費相当額またはみなし額がかかります。

J.P.モルガン・アセット・マネジメントは、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。

JPモルガン・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330号 加入協会: 日本証券業協会、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

J.P.モルガンは、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよびその各国子会社または関連会社のマーケティングネームです。