

FRBの利上げが始まると？（株式編）

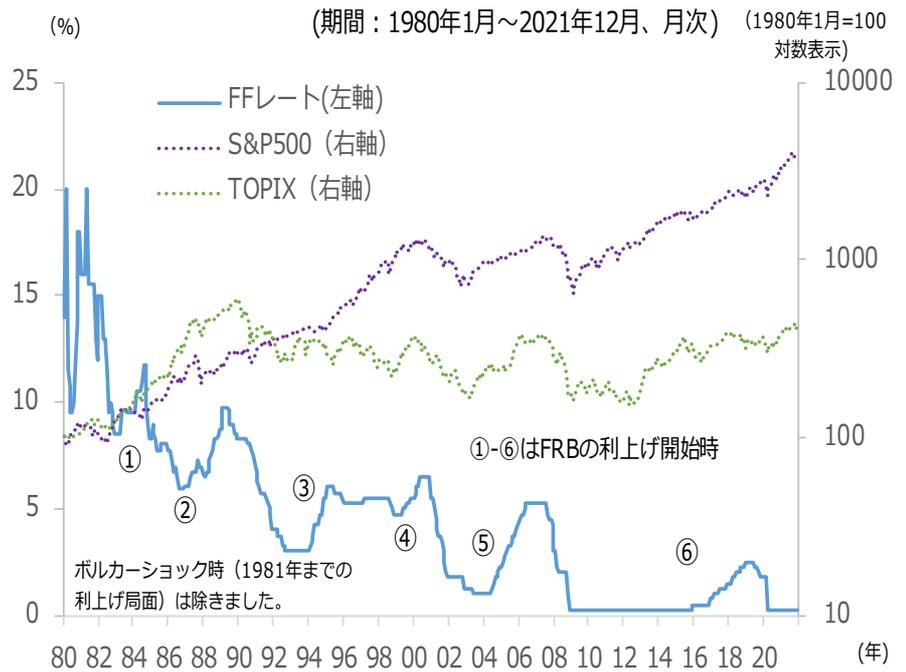
世界の投資家にとって、米連邦準備制度理事会(FRB)の「利上げ」が本年最大の焦点になりそうです。現時点でFRBは年内に3回の利上げを想定し、市場参加者の一部は3月にも利上げが始まると予想しています。今回のレポートでは前回（マクロ、為替、金利編）に続き、1980年以降6回の利上げ局面（図表1）で、利上げ開始の6ヵ月前から10ヵ月後までに米国と日本の株式市場がどのように動いたかを検証します。

米国株式（S&P500）

バブルと考えられるケースを除いて、米国株式は利上げ開始までほぼ横ばいで推移し、利上げ後に一時的に下落しても、その後は緩やかに上昇するのが平均的な動きでした。1985年のプラザ合意（ドル高是正）から1987年10月のブラックマンデー（図表2では赤点線の10ヵ月後）に至る局面では、1986年12月の利上げ開始後も上昇を続けました。一方、1999年6月以降の利上げ局面では、9ヵ月後にはITバブルがピークを付けました（青線の9ヵ月後）。ほとんどのケースで景気の勢いが強かったことが企業収益の安定成長につながり、株式市場の上昇要因になったと考えられます。

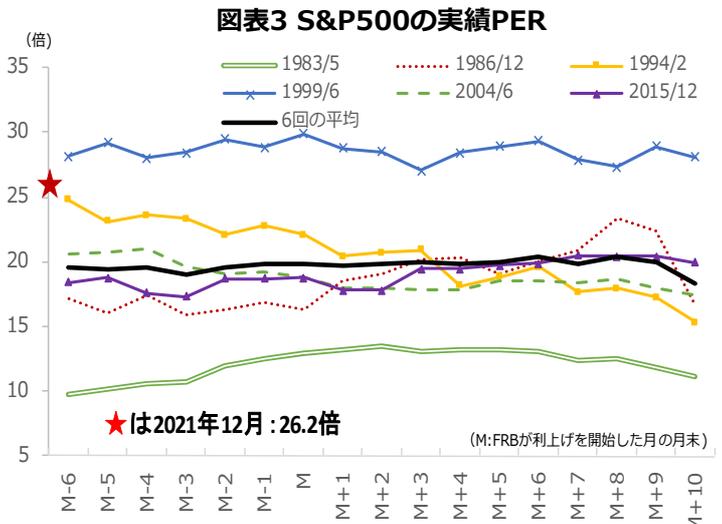
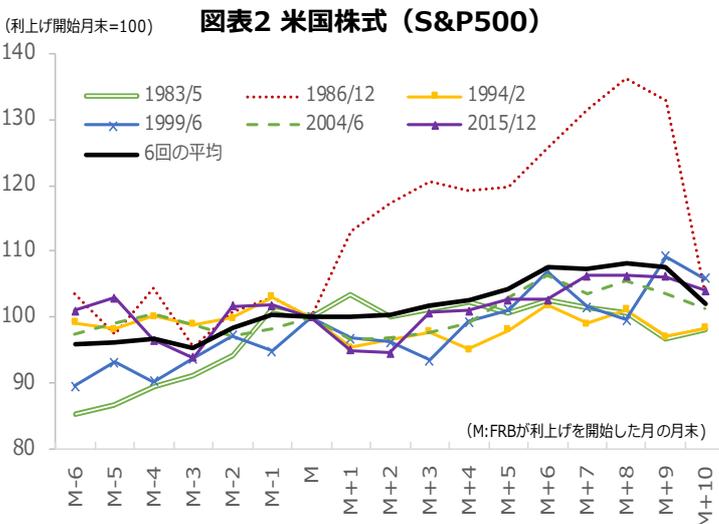
株価収益率（実績PER）は利上げ前後で大きく変動していません（図表3）。ITバブルの1999年も安定的に高水準を維持しました。例外的にブラックマンデーまで株価

図表1 1980年以降の利上げ局面



（図表1-3の出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

利上げ開始6ヵ月前から10ヵ月後までの動き



<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



が急上昇した1986年はPERも上昇し、一株当たり利益（EPS）ほどに株価が上昇しなかった1994年は低下しました。

### 日本株式（TOPIX）

バブル以外のケースでは、最初の利上げまでほぼ横ばいで推移し、利上げ開始後に一旦下落し、その後も上値の重い展開が続くのが平均的な動きでした。利上げ直後にドル安円高が進みやすかったことが軟調な株価の背景の一つだったと思われます。1980年代の日本のバブル時と1999年のITバブル時は利上げ開始の前後も日本株式は上昇を続けました（図表4）。

（注）この期間の日本株式（TOPIX）のPERは上下に大きく変動し、かつ適切なデータが入手できないことから、分析対象とはしていません。

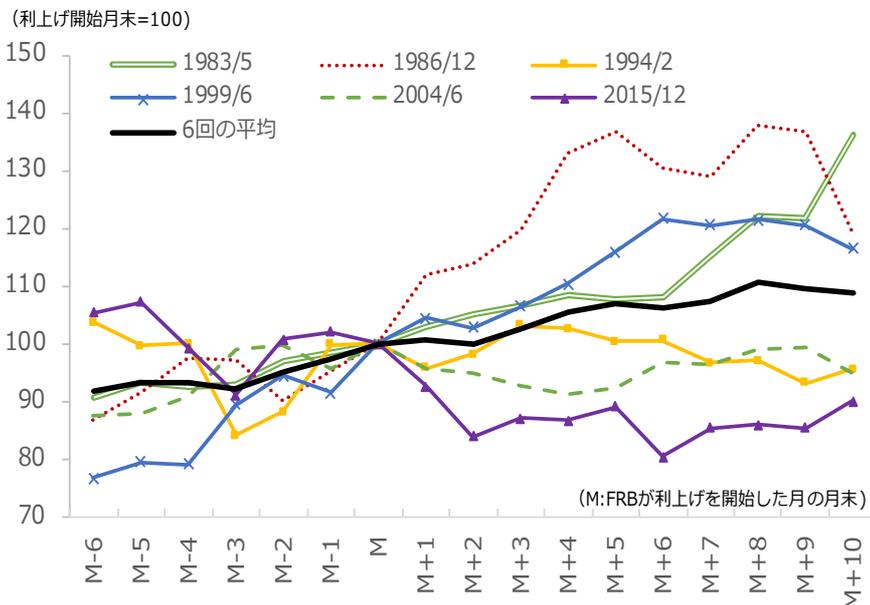
### 今後の見通し

日米株式ともにバブルと考えられる局面以外では、最初の利上げ直後にやや軟調に推移する傾向があったものの、利上げが市場の方向性を大きく変えたようには見えません。バブル時を含めて考えてみると（6回の平均）、堅調なマクロ環境が利上げの背景にあったことから株式市場は概ね堅調に推移しています。但し、過去において最初の利上げが株式市場の上昇を止めることはなくても、その後の継続的な利上げが9-10ヵ月後の株価調整の要因になった可能性には注意が必要です。

国際通貨基金（IMF）では今年の米国実質GDP成長率を+5.2%と予想しています。この予想を受けて筆者は、米国株式のEPSは自社株買いの押し上げ効果も含め、10%前後拡大すると予想しています。一方、足元で25倍を超えるPERは1994年ほど急激に低下しなくても、現在の水準から切り下がる可能性があります。今年の米国株式は利上げ後にやや軟調に推移し、中間選挙後に政治面の不透明感が払拭されるにつれて上昇に転じる展開になると予想します。日本株式については、利上げ後はやや軟調な動きを想定しますが、相対的に低いバリュエーション（PER）が下値を支えると考えます。

以上（調査部 ストラテジスト）

図表4 日本株式（TOPIX）



（出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

### <本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に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。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

## 皆様の投資判断に関する留意事項

### 【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等(外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。)に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が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。  
投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様に帰属します。

### 【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定(いわゆるクーリングオフ)の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

### 【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用  
**購入時手数料**: 購入金額(購入価額×購入口数)×上限3.85%(税抜3.5%)
- お客様が換金時に直接的に負担する費用  
**信託財産留保額**: 換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様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)の実質的な負担**: 純資産総額×実質上限年率2.09%(税抜1.90%)  
※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用(信託報酬)は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。  
**その他費用・手数料**  
**監査費用**: 純資産総額×上限年率0.0132%(税抜0.012%)  
※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。  
(監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。)
- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

### 【岡三アセットマネジメント】

商号: 岡三アセットマネジメント株式会社  
事業内容: 投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業  
登録: 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第370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

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書(交付目論見書)」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

### <本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214 (9:00~17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く)