

# MUFG Focus USA Weekly

## 経済調査室 ニューヨーク駐在情報

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY  
 Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史 (hikurihara@us.mufg.jp)  
 Director and Chief U.S. Economist

2018年のご愛読ありがとうございました。  
 2019年もどうぞよろしくお願い致します。

### 大幅な株価調整の背景と今後について

#### 【要旨】

- ◇ 米国の株価が大幅に下落している。先週金曜日（12月21日）時点で、大手企業500社を対象とするS&P500株価指数は、9月20日に付けた高値から▲17.5%下落し、IT関連銘柄のウェイトが大きいナスダック株価指数は、8月29日に付けた高値から▲21.9%下落した。
- ◇ 株価下落の背景は複合的だが、主に政治面で、①「米中間の貿易摩擦・対立構造の拡大」、②「中間選挙での民主党の下院奪還や、トランプ政権での相次ぐ閣僚交代を受けた今後の政策運営への懸念」、③「予算審議の難航による連邦政府機関の一部閉鎖」が挙げられ、金融面で、④「FRBによる利上げ・量的緩和縮小」、⑤「長短金利差の縮小」が挙げられよう。
- ◇ 主因を特定することは困難だが、事前に予想されたかどうかで判断すれば、予想外に事態が悪化した、①「米中問題」の影響がやはり大きいのではないだろうか。株価（S&P500株価指数）の推移を振り返っても、「ペンス副大統領による中国に非常に厳しい態度を示した講演（10月4日）」の少し前（9月20日）に高値を付けていて、「ファーウェイ CFO のカナダでの逮捕（12月5日に判明）」以降に下げ足を速めた状況は、米中問題の影響の大きさを示唆していよう。
- ◇ 今後の株価について、背景③・⑤をそれほど懸念する必要はないとみられる一方、背景①・②（特に①）の動向に引き続き注意が必要とみられる。④については、株価の重石となるものの、大幅下落を引き起こす要因とはならないだろう。
- ◇ 足元までの株価下落の景気への影響も注目されるが、過去を振り返ると、景気回復局面において株価が20%~30%程度下落することも散見され、大幅な株価下落が常に景気後退をもたらすわけではない。また、前回 Weekly で指摘した通り、個人消費に対する逆資産効果が過去に比べれば弱い可能性もあるだろう。但し、企業の景況感は株価下落を反映してか軟化しつつあり、特に企業活動を中心にマイナス影響の度合いを注視する必要がある。

## 株価が大幅に下落

米国の株価が大幅に下落している。先週金曜日（12月21日）時点で、大手企業500社を対象とするS&P500株価指数は、9月20日に付けた高値から▲17.5%下落し、IT関連銘柄のウェイトが大きいナスダック株価指数は、8月29日に付けた高値から▲21.9%下落した（第1図）。

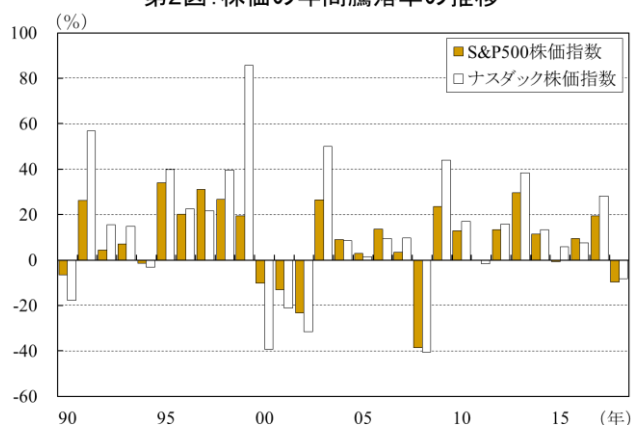
昨年末比では、S&P500株価指数が▲9.6%、ナスダック株価指数が▲8.3%夫々下落している。金融危機以降の株価の年間騰落率を振り返ると、どちらかの指数が小幅に下落した年があったものの、揃って大幅に下落した年は無かった（第2図）。

第1図：株価の推移



(注)データは2018年12月21日まで。  
(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第2図：株価の年間騰落率の推移



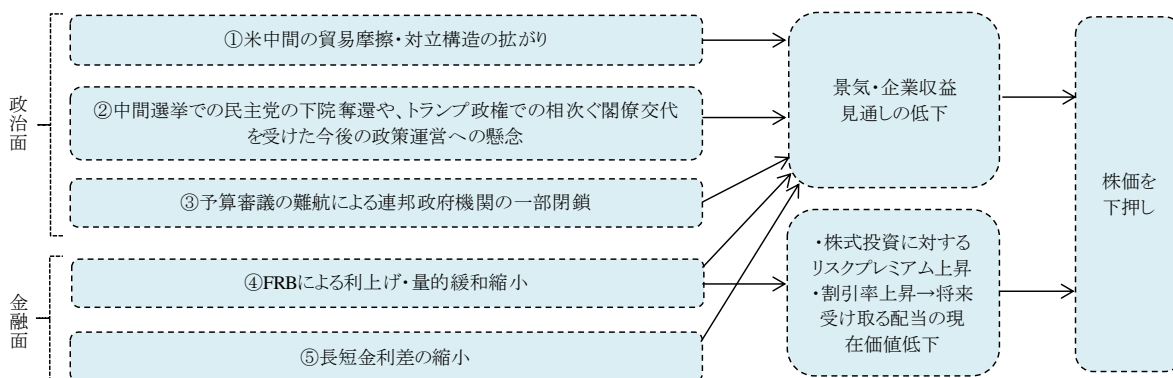
(注)2018年は、12月21日までの騰落率。  
(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 株価下落の背景は複合的

株価下落の背景は複合的だが、主に政治面で、①「米中間の貿易摩擦・対立構造の拡がり」、②「中間選挙での民主党の下院奪還や、トランプ政権での相次ぐ閣僚交代を受けた今後の政策運営への懸念」、③「予算審議の難航による連邦政府機関の一部閉鎖」が挙げられ、金融面で、④「FRBによる利上げ・量的緩和縮小」、⑤「長短金利差の縮小」が挙げられよう（第3図）。

主因を特定することは困難だが、事前に予想されたかどうかで判断すれば、予想外に事態が悪化した、①「米中問題」の影響がやはり大きいのではないだろうか。株価（S&P500 株価指数）の推移を振り返っても、「ペンス副大統領による中国に非常に厳しい態度を示した講演（10月4日）」の少し前（9月20日）に高値を付けていて、「ファーウェイ CFO（最高財務責任者）のカナダでの逮捕（12月5日に判明）」以降に下げ足を速めた状況は、米中問題の影響の大きさを示唆していよう。

第3図：足元の株価下落の背景



(資料)三菱UFJ銀行経済調査室作成

### 米中問題の動向等に引き続き注意が必要

上記背景夫々の見方について、これまでの Weekly の繰り返しになる部分もあるが、改めて簡単に整理しておきたい。

まず、政治面の背景①「米中問題」だが、3月1日を期限とする通商問題の交渉が纏まらないだけでなく、安全保障も絡んだ対立構造が一層強まり、両国の経済的な結び付きが大きく弱化するリスクも否定できない。その場合は、足元の株価急落（や一段の下落）を正当化することになるだろう。但し、2020年の大統領選挙で再選を目指しているトランプ大統領が、再選前の景気後退を甘受してまで対中強硬政策を短期間に推し進めるかどうかは不透明だ。

背景②「政策運営への懸念」は、中間選挙でトランプ政権・共和党への一定の支持が再確認されたとはいえ、所謂ロシア疑惑に関連した捜査に進展がみられるなか、民主党のスタンス等を当面は予断を持たずにみていく必要があるだろう<sup>(注1)</sup>。背景③「連邦政府機関の一部閉鎖」については、予算が成立する時期が依然不透明ではあるものの、米国経済全体の成長率を大きく下押しする事態までは想定しづらい。

次に金融面をみると、背景④について、確かに異例な金融緩和の巻き戻しは株価を下押し要因だが、現在の株価は、株価収益率（PER）等でみてそこまで割高な状況になく、金融正常化に伴う今後の調整余地が必ずしも大きいとは言えない（第4図）。

株価の更なる下落を引き起こすのは、インフレ圧力の高まりからFRBが景気を犠牲にしてまで利上げを続けざるを得ないケースだが、足元はそのような状況ではないだろう。インフレ率はFRBが目標とする2%近傍で安定しており加速の兆候はみられない（第5図）。FRBが依然として更なる利上げを予想している背景も、インフレ懸念ではなく、安定的な景気回復を前提とするなかでの正常化と捉えられる。実際、FRBは来年2回の利上げを予測すると同時に、良好な成長率を予測している<sup>(注2)</sup>。インフレ圧力が限定的であれば、FRBは景気見通しに応じて今後の利上げを調整可能である。

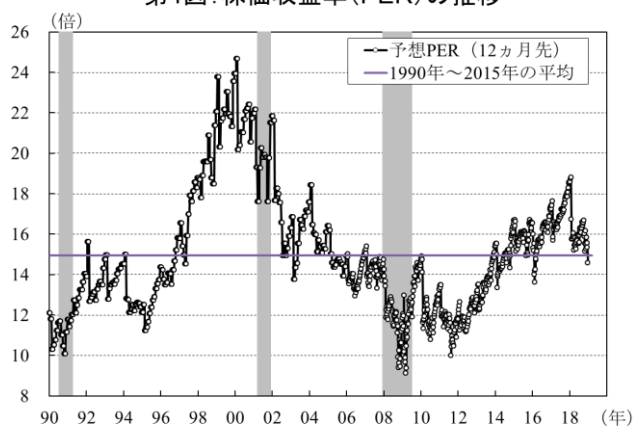
背景⑤は、「過去は長短金利の逆転が景気後退前に生じてきた」との経験則に基づく懸念だが、5月18日付 Weekly でも指摘の通り、長短金利差の先行指標としての有用性は低下している可能性がある<sup>(注3)</sup>。

(注1) 詳細は、2018年11月7日付 Weekly 「中間選挙後の経済政策の行方」を参照されたい。

(注2) FOMC 参加者による2019年の実質 GDP 成長率の予測は前年比+2.3%である。

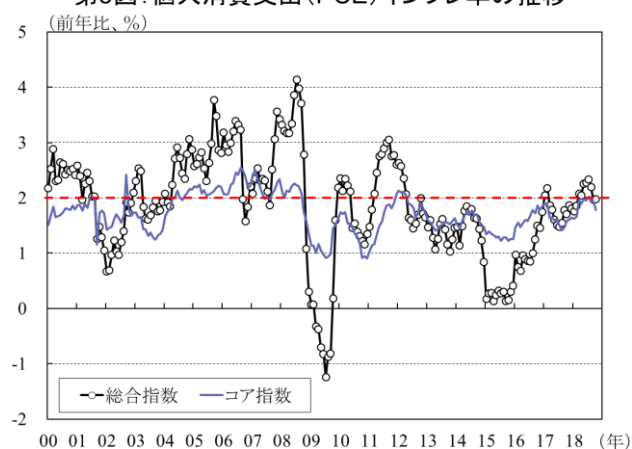
(注3) 詳細は、2018年5月18日付 Weekly 「長短金利の逆転は景気後退のシグナルになるのか？」を参照されたい。

第4図：株価収益率(PER)の推移



(注) S&P500ベース。週次データ。網掛け部分は、景気後退期間。  
(資料) Datastreamより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第5図：個人消費支出(PCE)インフレ率の推移



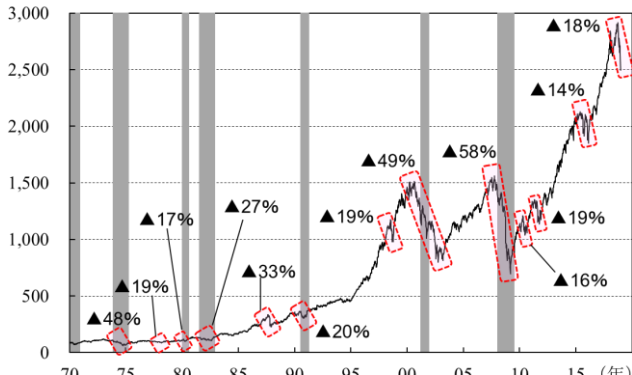
(資料) 米国商務省統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

## 企業の景況感は株価下落を反映してか足元で軟化しつつある

以上を纏めると、今後の株価について、背景③・⑤をそれほど懸念する必要はないとみられる一方、背景①・②（特に①）の動向に引き続き注意が必要である。④については、株価の重石となるものの、大幅下落を引き起こす要因とはならないだろう。

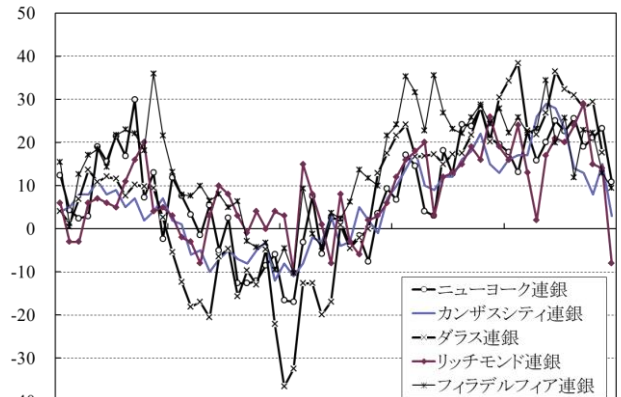
最後に、足元までの株価下落の景気への影響も注目されるが、過去を振り返ると、景気回復局面において株価が20%～30%程度下落することも散見され、大幅な株価下落が常に景気後退をもたらすわけではない（第6図）。また、前回 Weekly で指摘した通り、個人消費に対する逆資産効果が過去に比べれば弱い可能性もあるだろう。但し、企業の景況感は株価下落を反映してか軟化しつつあり、特に企業活動を中心にマイナス影響の度合いを注視する必要がある（第7図）。

第6図：S&P500株価指数の長期推移



(注)折れ線グラフは、週次データ(平均値)。下落局面の騰落率は、日次データから算出。網掛け部分は、景気後退期間。  
(資料) Bloombergより三菱UFJ銀行経済調査室作成

第7図：地区連銀製造業景況感指数の推移



(資料) 地区連銀統計より三菱UFJ銀行経済調査室作成

(2018年12月24日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の販売や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されています。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。また、当資料全文は、弊行ホームページでもご覧いただけます。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by MUFG Bank, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "MUFG Bank") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by MUFG Bank. MUFG Bank hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While MUFG Bank believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, MUFG Bank makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that MUFG Bank may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and MUFG Bank is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.