

資産形成において、米景気後退をどう活かすか

- 1 1980年以降の米景気後退局面
- 2 景気後退局面とその後の主要資産のパフォーマンス
- 3 資産形成のための今後に向けた投資スタンス

■ 米株式市場は6月半ば以降反発を続けていますが、最悪期を脱したのでしょうか。今後も利上げが続くため、景気後退や株式市場の更なる下落は避けられないとの見方もあり、景気や金融政策、金融市場では依然として不透明感が拭い切れていません。先行きが見通しにくい局面ですが、今回は過去の景気後退局面を整理し、米国景気についてシナリオを立て、資産形成において景気後退をどのように活かすか、投資スタンスと共に吟味したいと思います。

1 1980年以降の景気後退局面

■ 1980年以降、米国では6回の景気後退を経験しています。景気後退局面を整理すると大きく3つのタイプがあります。それは、(1) 経済成長率は潜在成長率を下回るものの、プラスの成長を維持する浅い景気後退（ITバブル崩壊）、(2) 実質成長率が▲1%未満まで低下する通常の景気後退（ポルカー引き締め①、S&L危機）、(3) ▲1%超の大幅なマイナス成長となる深い景気後退（ポルカー引き締め②、サブプライムローン・バブル崩壊、コロナ危機）、です。(1)、(2)が基本想定で、(3)が想定以上のケースとなります。

【1980年以降の米景気後退局面の整理】

(%)

景気後退の主な原因	景気の山	景気の谷	実質成長率のボトム・成長率・インフレ率			
			年	実質成長率	デフレーター上昇率	名目成長率
ポルカー引き締め①	1980年 1月	1980年 7月	1980年	▲ 0.3	9.1	8.8
ポルカー引き締め②	1981年 7月	1982年 11月	1982年	▲ 1.8	6.2	4.3
S&L危機	1990年 7月	1991年 3月	1991年	▲ 0.1	3.4	3.3
ITバブル崩壊	2001年 3月	2001年 11月	2001年	1.0	2.3	3.2
サブプライムローン・バブル崩壊	2007年 12月	2009年 6月	2009年	▲ 2.6	0.7	▲ 2.0
コロナ危機	2020年 2月	2020年 4月	2020年	▲ 3.4	1.3	▲ 2.2

(注) データは1980年～2020年。■ はプラス成長。■ は▲1%未満、■ は▲1%超を示す。

(出所) 全米経済研究所 (NBER)、米商務省のデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

■ 当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■ 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。■ 当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。



2 景気後退局面とその後の主要資産のパフォーマンス

<景気後退局面ごとのパフォーマンスを整理>

- 景気後退のケース別に主要資産のパフォーマンス（それぞれの期間における変化率）を確認しました。

【1980年以降の景気後退局面での主要資産のパフォーマンス】

(%)

局面 (景気後退の主因)		ボルカー 引き締め ①	ボルカー 引き締め ②	S&L 危機	ITバブル 崩壊	サブプライム ローン・バブル 崩壊	コロナ 危機
年/月		80/1-80/7	81/7-82/11	90/7-91/3	01/3-01/11	07/12-09/6	20/2-20/4
景気後退の期間 (月数)		6	16	8	8	18	2
債券	国債1-10年	9.2	34.0	7.2	5.6	8.7	2.4
	国債10年超	9.2	48.1	7.4	4.8	9.1	8.2
	TIPS	-	-	-	4.2	3.7	1.0
	投資適格社債	9.9	46.1	7.2	6.5	3.0	▲ 2.2
	ハイ・イールド社債	-	-	-	▲ 0.6	▲ 3.7	▲ 7.5
	MBS	9.6	48.9	7.9	5.7	11.5	1.7
株式	S&P500種指数	6.6	5.8	8.0	▲ 0.9	▲ 35.0	▲ 1.1
	グロース	-	-	10.4	5.5	▲ 30.0	3.1
	バリュー	-	-	5.4	▲ 7.0	▲ 40.1	▲ 6.2
	クオリティ	-	-	-	4.3	▲ 28.5	2.0
	高配当	-	-	14.3	11.3	▲ 21.5	▲ 4.5
	小型	7.5	14.8	7.7	3.2	▲ 32.0	▲ 11.0
リート	-	-	8.9	11.4	▲ 46.0	▲ 15.1	
商品	CRB指数	▲ 2.1	▲ 18.2	▲ 7.7	▲ 3.3	▲ 12.7	▲ 10.6
	原油	6.7	▲ 5.7	▲ 5.1	▲ 26.1	▲ 27.2	▲ 57.9
	金	▲ 5.9	7.4	▲ 4.5	6.4	11.1	6.4

(注1) データは1980年～2020年。■ は実質GDP成長率がプラス。■ は同▲1%未満、■ は同▲1%超となった局面を示す。パフォーマンスは当該期間での変化率。

(注2) TIPSは変動利付国債、MBSは不動産担保証券。グロースはS&P500グロース指数、バリューはS&P500バリュー指数、クオリティはS&P500クオリティ指数、高配当はS&P500配当貴族指数、小型はラッセル2000インデックス。CRB指数は代表的な商品先物指数、原油はWTI原油先物価格。債券、株式はトータルリターン。S&P500種指数の80年1月～80年7月、81年7月～82年11月は価格ベース。すべてドルベース。

(出所) 全米経済研究所 (NBER)、Bloomberg、FactSetのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

(1) 浅い景気後退・・・ITバブルの崩壊

- 景気後退の期間は8カ月でした。实体经济の悪化に先じてグロース株が大幅に調整していたため、景気後退期間に限れば、バリュー株の下落が主導する形で、S&P500種指数が小幅なマイナスとなりました。高配当株やグロース株などが好調でした。債券もハイ・イールド社債を除き概ね堅調でした。

(2) 通常の景気後退・・・ボルカー引き締め①、S&L危機

- データは限られていますが、景気後退の期間が短いこともあり、株式、債券ともマイナスになることなく安定したパフォーマンスでした。長期分散投資ができていのであれば、ポートフォリオのリバランスを急ぐ必要はなさそうです。

(3) 大幅なマイナス成長となる深い景気後退・・・ボルカー引き締め②、サブプライムローン・バブル崩壊、コロナ危機

- ボルカー引き締め②は、商品が若干のマイナス、株式が低迷した一方、債券のパフォーマンスは良好でした。
- サブプライムローン・バブル崩壊、コロナ危機では、株式を中心に2桁を超える大幅なマイナスとなりました。こうした局面でも、プラスのリターンとなった資産もありました。代表的な資産では債券です。商品では金が安定していました。
- 大幅なマイナス成長となる深い景気後退が想定される場合は、株式との連動性の低い資産に分散することが重要なようです。

<景気底打ち後のパフォーマンス>

- 1980年以降の景気後退局面の谷から6か月後のパフォーマンスを整理しました。特に大幅なマイナス成長となった景気後退局面の谷である82年11月（ボルカー引き締め②）、2009年6月（サブプライムローン・バブル崩壊）、2020年4月（コロナ危機）に注目しました。
- 82年11月からの6か月間は、債券が引き続き堅調に推移しました。株式は小型株が反落しましたが、S&P500種指数は上昇が加速しました。
- サブプライムローン・バブル崩壊（2007年12月～2009年6月）、コロナ危機（2020年2月～2020年4月）の景気の谷を経過した後は、一転、株式は大幅な上昇に転じました。投資適格社債、ハイ・イールド社債のパフォーマンスもプラスに転じました。
- 大幅なマイナス成長となる深い景気後退から回復に向かうタイミングでは、総じてリスク性資産のパフォーマンスは堅調になると考えられます。

【1980年以降の景気底打ちから6か月後の主要資産のパフォーマンス】

(%)

景気の谷（年/月）		80/7	82/11	91/3	01/11	09/6	20/4
6か月後（年/月）		81/1	83/5	91/9	02/5	09/12	20/10
債券	国債1-10年	▲ 0.9	5.5	6.5	1.5	1.0	0.1
	国債10年超	▲ 5.7	3.8	8.8	0.5	▲ 1.0	▲ 4.6
	TIPS	-	-	-	4.7	4.9	3.8
	投資適格社債	▲ 4.9	9.4	8.0	1.6	9.6	5.0
	ハイ・イールド社債	-	-	-	2.3	21.3	10.8
	MBS	▲ 3.7	8.5	7.5	3.3	2.9	0.1
株式	S&P500種指数	6.5	17.2	5.1	▲ 5.7	22.6	13.3
	グロース	-	-	5.6	▲ 9.5	22.4	19.5
	バリュー	-	-	4.7	▲ 1.9	22.9	5.0
	クオリティ	-	-	-	▲ 1.1	20.2	11.4
	高配当	-	-	6.0	8.1	26.0	12.6
	小型	18.5	▲ 12.9	6.5	6.5	23.9	18.1
	リート	-	-	1.6	13.2	46.8	2.1
商品	CRB	▲ 2.1	9.5	▲ 4.2	2.2	16.7	16.0
	原油	▲ 3.8	▲ 8.3	13.2	30.2	13.5	90.0
	金	▲ 17.5	0.3	▲ 0.2	19.0	18.4	11.4

(注1) データは1980年～2020年。パフォーマンスは当該期間での変化率。■は実質GDP成長率が▲1%超の深い景気の谷とその6か月後の局面を示す。

(注2) TIPSは変動利付国債、MBSは不動産担保証券。グロースはS&P500グロース指数、バリューはS&P500バリュー指数、クオリティはS&P500クオリティ指数、高配当はS&P500配当貴族指数、小型はラッセル2000インデックス。CRB指数は代表的な商品先物指数、原油はWTI原油先物価格。債券、株式はトータルリターン。S&P500種指数の80年7月～81年1月、82年11月～83年5月は価格ベース。すべてドルベース。

(出所) 全米経済研究所（NBER）、Bloomberg、FactSetのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

3 資産形成のための今後に向けた投資スタンス

- 80年以降の米景気後退局面時、その後半年間の主要資産のパフォーマンスを整理しました。低位なプラス成長、若干のマイナス成長程度の比較的軽度な景気後退局面であれば、主要資産のパフォーマンスは概ね良好でした。
- 一方、大幅なマイナス成長となる景気後退局面では、その後パフォーマンスが大きく改善することが確認できたものの、景気悪化の最中では、株式のパフォーマンスは大幅なマイナスとなることがわかりました。ポートフォリオのパフォーマンスはリスク性資産のウェイト次第、ということになります。そこで最後に、景気後退局面での投資スタンスを考えてみましょう。簡単なケース分けで考えてみました。

<ケース1> 適切な長期分散投資ができている

長期の資産形成では、保有する資産を分散することが重要です。それぞれの投資期間、投資目的、リスク許容度を勘案し、それに見合った資産配分で運用されていると思います。そうした場合、通常の資産配分は、6年に1度、株式市場が2割程度下落することを想定しているため、ここまでの下げ相場も想定範囲内となります。したがって、景気後退だからといって慌てる必要はなく、これまでと同様、リバランスも含めて淡々と資産形成を続けることとなります。

<ケース2> リスク資産のウエイトが高い

株式などリスク性資産のウエイトが高すぎる場合です。現在既に景気後退局面に入っており、23年年明けには回復基調に向かうと考えるか、景気後退局面はこれからでかつ回復は来年後半以降と考えるか、によって投資スタンスは異なります。前者であれば、再度リスク性資産のウエイトを高めて資産の復元を、後者であれば、株式との連動性の低い資産を組み込むことで損失の最小化を目指すポートフォリオを構築することが望めます。どちらとも判断がつかかねる場合は、株式であれば比較的安全性の高い配当利回りなどに注目するのもよいでしょう。

<ケース3> リスク資産のウエイトが低い

リスク性資産をほとんど保有していないか、資産形成を本格的に始めていない場合です。景気後退局面はいつか、いつ谷を抜けられるかを考えることが重要ではありますが、局面の認定はかなり時間を経た後になります。市場の見立てでは、少なくとも来年の後半に景気は回復傾向に向かうとの見通しが大半です。今のうちからコツコツと投資を始めることも一考に値すると思われます。仮に景気後退が長引いたとしても資産と時間の分散、長期投資を意識し、自分の目的を持っていれば、成果につながりやすいと考えられます。

まとめ

- 景気後退局面はいずれ回復局面につながります。景気後退局面はポートフォリオを見直すチャンスと考えることもできます。自分の目的、リスク許容度、運用期間に合ったポートフォリオを見出すことが重要です。その際に資産と時間の分散、長期、複利の原則を忘れないようにしましょう。

【今後の投資スタンス・考え方】

景気後退の想定	景気のイメージと特徴	リスク資産のウエイトが高い	リスク資産のウエイトが低い
実質GDP成長率は潜在成長率を下回るもののプラス成長	なべ底型の景気後退。景気の底は23年の年明け早々。名目GDPは4%程度あり、業績もプラス成長を維持。低成長となるため株価の上昇余地も少ない。	今の反発を活かし、徐々にリスク資産のウエイトを適正水準に向けて下げていく。あるいは、同じ株式でも配当利回りの高いものに入れ替えていく。景気回復局面での資産回復に備える。	株価が下がればリスク資産のウエイトを上げていく。リスク資産のウエイトが極端に低いのであれば、積み立てを活用するなど、投資対象・資金・時間の分散を意識しつつ、ポートフォリオをゆっくりと構築していく。
実質GDP成長率はマイナスだが小幅に留まる	景気の底は23年半ばか。名目GDPはややプラス、業績は前年比ほぼ横ばい。株価は下落しても、業績に支えられよう。	株式のウエイトはそのまま維持し、中身を多少、変動性の低い、ディフェンシブな銘柄やセクター、運用スタイルのファンド等に入れ替える。	徐々に株式等リスク性資産のウエイトを引き上げていく。
実質GDP成長率のマイナス幅が大きく、期間も長期化。景気後退度が深まる	景気の底はまだまだ先。企業業績は前年比二ケタ以上のマイナス、株もまだかなり下がる可能性あり。	株式のウエイトを下げ、株式との連動性が低く、不況期に強い資産に入れ替える。保有資産の棄損防衛を最優先する。	しばらくそのままの状態。外部環境の変化をある程度意識しつつ、中長期なスタンスで積み立て運用を検討する。

(出所) 各種資料等を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

ここも
チェック!

2022年6月22日 インフレ起点で考える、今後の相場展開とポートフォリオ戦略
2022年6月20日 物価上昇率8%超え局面での債券投資

■当資料は、情報提供を目的として、三井住友DSアセットマネジメントが作成したものです。特定の投資信託、生命保険、株式、債券等の売買を推奨・勧誘するものではありません。■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。■当資料に掲載されている写真がある場合、写真はイメージであり、本文とは関係ない場合があります。

