

足元の株価上昇はベアマーケット・ラリーか？

株式市場の一部には、昨年末以降の株価上昇を「ベアマーケット・ラリー」と呼び、上昇相場は終わりに近づいているとの見方が広がってきました。ベアマーケット・ラリーの定義を再確認し、その歴史を振り返ってみました。今回の上昇相場の持続性を判断するには米国金利の先行きを探る必要があると考えています。

「ベアマーケット・ラリー」とは？

昨年末以降の2カ月間、日米株式市場は行き過ぎた悲観論の揺り戻し、米連邦準備制度理事会（FRB）のハト派転換、米中通商協議への楽観的な見通しを背景に上昇を続けてきました。市場参加者はこの上昇相場を「ベアマーケット・ラリー」と呼び、その持続性（賞味期限）に警戒する声が上がっています。

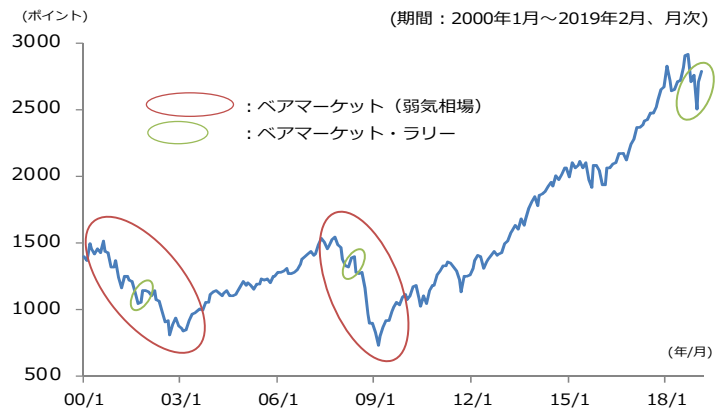
「ベアマーケット・ラリー」とは「ベアマーケット（弱気相場）」の途中で発生する一時的なラリー（上昇相場）と考えられています。一般的に直近高値から20%以上下落するとその市場は「ベアマーケット」に入ったと定義されます。2000年以降、米国では2回、日本では4回、ベアマーケット・ラリーが見られたと考えられます（図表1,2）。ブルマーケット（強気相場）の一局面としての上昇相場と比べれば、ベアマーケット・ラリーの力強さ、持続性は著しく劣ると考えられています。

ベアマーケット・ラリーの賞味期限

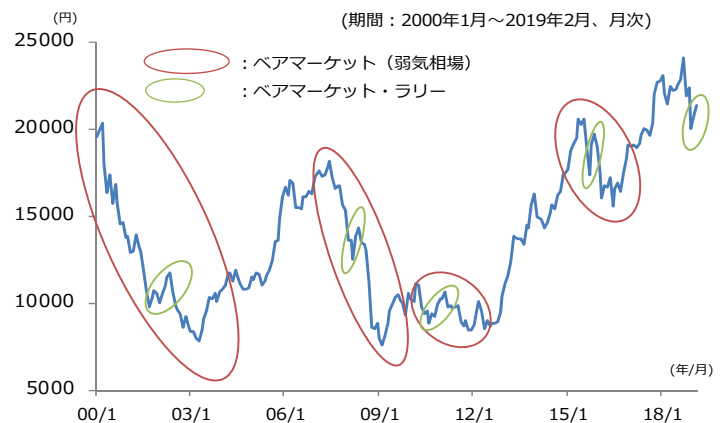
月末基準で2000年以降の日米株式市場を振り返ると、ベアマーケット・ラリーは米国では平均2.5カ月、日本では4.5カ月継続し、その間の騰落率はそれぞれ平均で+8.1%、+17.2%でした（図表3）。今回のベアマーケット・ラリーが18年12月末に始まったとすれば、ラリー（上昇相場）は既に2カ月が経過し、2月末までで米国は11.1%、日本は6.8%上昇しました。

過去の実績が将来の指針になると仮定すれば、米国では2月末でベアマーケット・ラリーが終わっても驚きではありません。一方、日本ではこれまでの相場上昇の2倍の長さ、2倍超の騰落率を期待することができるかも知れません。

図表1 米国株式（S&P500）の推移



図表2 日本株式（日経平均株価）の推移



図表3 ベアマーケット・ラリー（2000年以降：月末基準）

米国			日本		
開始月	長さ(月)	騰落率	開始月	長さ(月)	騰落率
2001年9月	3	10.3%	2001年9月	8	20.3%
2008年3月	2	5.9%	2008年3月	2	14.5%
平均	2.5	8.1%	2010年8月	6	20.4%
			2015年9月	2	13.6%
今回	2	11.1%	平均	4.5	17.2%
			今回	2	6.8%

（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

＜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あたっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡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。

ベアマーケット vs ブルマーケット

しかし、もう少し踏み込んで考えてみると、今回の上昇相場を「ベアマーケット・ラリー」と呼んでいいのかという疑問が浮んできます。日米の株式市場が既に「ベアマーケット」に入ったと判断すべきかどうか不透明だからです。2009年3月に始まった「ブルマーケット」が続いている可能性もあります。実際、日米市場とも月末基準では直近の安値（12月）は直近の高値（9月）を20%以上下回っていません（*）。もしも日米市場ともに既にベアマーケット入りしていれば、前頁の比較は有益ですが、まだブルマーケットにとどまっているのであれば、今回の上昇相場がもう少ししばらく継続しても不思議ではありません。

米国株式市場の見通し

米国株式市場がベアマーケット入りしているかブルマーケットにとどまっているかを判断するためには金利サイクルに注目する必要があると考えています。1月にFRBは大きくハト派転換しましたが、今後の金融政策の方向によって2つのシナリオを描くことができます（図表4）。

① 今回の相場上昇は「ベアマーケット・ラリー」

FRBの次の一手が利下げとなり、金利サイクルがピークを越えたと判断されるシナリオです。米国経済がこのまま景気後退に向かい、株式市場もベアマーケットに入ったと判断することができます。この場合は、ベアマーケット・ラリーの賞味期限に注目した運用が必要です。

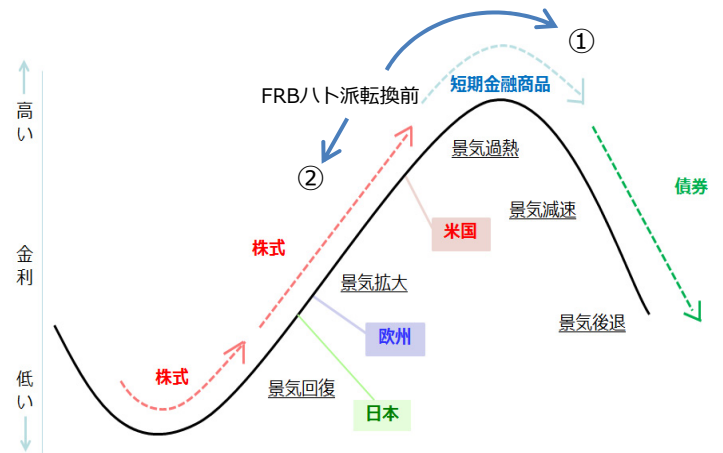
② 今回の相場上昇は「ブルマーケットの一局面」

逆に今回の利上げ休止は一時的で、年内に利上げが再開される可能性もあります。金利サイクルが一步後退するだけなら、株式市場はまだブルマーケットにとどまっていると考えることができます。この場合、米国経済が景気後退に陥るタイミングは後ずれし、株価は昨年9月の高値を抜いてくることも想定されます。また、1997年にFRBが海外要因（アジア危機）を理由に利上げをストップしたことがその後のテクノロジーバブルを招いたことが想起されます（FRBは「中国経済の低迷」を今回の利上げ休止の理由の1つに挙げました）。

メインシナリオとしては上記②となる可能性が高く、2020年以降に米国経済が景気後退に陥る前に米国株式はもう一度高値を更新すると考えています。しかし、その場合も米国の金利サイクル、景気サイクルはともに終盤戦を迎えていることから、今後6-12カ月の株価上昇率は企業収益の成長率（1桁台後半）程度にとどまると考えています。いずれの場合も、日米株式市場は年末以降の上昇が急だったことから、短期的には上値の重い展開に移行する可能性があると考えています。

以上（作成：投資情報部）

図表4 金利サイクルと資産配分のイメージ



（注）これはイメージ図であり実際の投資成果を示唆するものではありません。

（*）日次基準では、直近高値から直近安値まで日経平均は21.1%下落しましたが、S&P500の下落幅は19.8%にとどまっています。

<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。

ストラテジストの眼

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へ帰属します。

【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率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: 購入価額×購入口数×上限3.78%(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1.991088%(税抜1.8436%)程度

※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0.01296%(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)