



## 市川レポート

## 過去に米国が利下げした際に日本株はどう反応したか

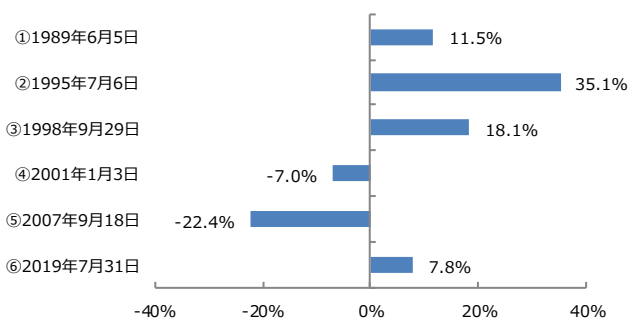
- 直近6回の米利下げ局面において、初回の利下げから半年間で、日経平均がどう動いたかを検証。
- 日経平均は米利下げから半年間ダウ平均と同方向に動く傾向、上昇か下落かは米景気がカギに。
- 米利下げ後、半年以内に米景気後退入りなら日米ともに株安、回避なら株高の傾向がみられる。

## 直近6回の米利下げ局面において、初回の利下げから半年間で、日経平均がどう動いたかを検証

4月17日付レポートでは、もし米国が利下げを行った場合、米国株はどのように反応するか、過去の事例を踏まえて考察しました。今回は、日本株のケースについて考えてみます。具体的には、直近6回の米利下げ局面における初回の利下げ日、すなわち、①1989年6月5日、②1995年7月6日、③1998年9月29日、④2001年1月3日、⑤2007年9月18日、⑥2019年7月31日を基準に、6カ月後の日経平均株価の騰落率を計算します。

参考までに、ダウ工業株30種平均の動きを確認しておくと、①は半年間で11.0%上昇、②は10.9%上昇、③は21.7%上昇、④は3.4%下落、⑤は10.0%下落、⑥は5.2%上昇でした。下落したのは6回のうち④と⑤の2回ですが、⑤については、当時はサブプライムローン（信用力の低い個人向け住宅融資）の問題が表面化した時期で、その後の金融危機に発展した経緯もあり、2ケタの大幅下落となっています。

【図表1：米利下げ後半年の日経平均株価騰落率】



(注) 各日付を基準とした6カ月（125営業日）後の騰落率。  
(出所) NBER、Bloombergのデータを基に三井住友DSアセットマネジメント作成

【図表2：米利下げ理由と米景気動向】

初回利下げ日	利下げ理由	米景気後退入り
①1989年6月5日	景気減速を示唆する経済指標	回避
②1995年7月6日	短期大幅利上げ後の調整	回避
③1998年9月29日	ロシア通貨危機を受けての予防的利下げ	回避
④2001年1月3日	短期大幅利上げ後に景気減速の兆候	景気後退入り
⑤2007年9月18日	サブプライムローン問題の表面化	景気後退入り
⑥2019年7月31日	世界景気の減速、貿易を巡る不確実性、物価上昇の鈍化を受けた調整	回避

(注) 初回利下げ日は直近6回の米利下げ局面における初回利下げ日。米景気後退入りは初回利下げ日を基準に6カ月（125営業日）以内の景気後退入りの有無。  
(出所) NBER、各種資料を基に三井住友DSアセットマネジメント作成

## 日経平均は米利下げから半年間ダウ平均と同方向に動く傾向、上昇か下落かは米景気がカギに

改めて、日経平均の騰落率を計算すると、①は半年間で11.5%上昇、②は35.1%上昇、③は18.1%上昇、④は7.0%下落、⑤は22.4%下落、⑥は7.8%上昇、という結果になりました（図表1）。つまり、ダウ平均と同じく、6回のうち上昇したのは、①、②、③、⑥の4回で、下落したのは④と⑤の2回でした。したがって、ダウ平均と日経平均は、初回の米利下げから半年間、同じ方向に動く傾向があるように見受けられます。

ただ、米利下げ後に日米の株価が上昇するのか、下落するのかを判断するには、過去6回の利下げ局面の状況を、もう少し詳しくみていく必要があると思われます。そこで、各局面について、利下げに踏み切った理由と、最初の利下げから半年以内の景気後退入りの有無を確認します。結果は図表2の通りで、利下げの理由は様々ですが、利下げ開始後、半年以内に景気後退入りなら株安、景気後退回避なら株高、という傾向が読み取れます。

## 米利下げ後、半年以内に米景気後退入りなら日米ともに株安、回避なら株高の傾向がみられる

なお、仮に米国がこの先、利下げに踏み切ったとすれば、昨年3月以降の大幅利上げ後の利下げ、となるため、利下げ理由の近い、②や④における株価の動きが想定されます。この場合でも、やはり米景気後退入りの有無が、株価の方向性を決める重要な要素になると考えられ、利下げ開始後、半年以内に景気後退入りならダウ平均、日経平均ともに下落、景気後退回避なら、ともに上昇という動きが予想されます。

しかしながら、景気後退入りとなっても、金融危機のような状況でない限り、ダウ平均、日経平均とも、⑤のような2けたの大幅下落に至るリスクは比較的小さいのではないかと思います。過去の経緯を振り返ると、ダウ平均と日経平均は、初回の米利下げから半年間、同方向に動く傾向があるものの、方向性を決めるのは、米利下げそのものではなく、その時の米景気動向によるところが大きいと推測されます。

■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あり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。■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。■当資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。■当資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友DS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399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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会