

マネー潮流

8月大荒れ市場は景気後退の前兆か

株価の急落は景気後退を連想させがちだが、現状ではまだ正確なシグナルとは判断できない。

森田長太郎 オールニッポン・アセットマネジメント執行役員／チーフストラテジスト、ウオールズ&プリッジ代表



もりた・ちょうたろう
慶応大学経済学部卒業。日興リサーチセンター、日興ソロモン・スミス・バーニー証券、ドイツ証券、パークレイズ証券、SMBC日興証券を経て2023年10月から現職。日本国債市場での経験は通算で30年超。グローバルな経済、財政政策の分析などマクロ的アプローチに特色。

撮影：大澤 誠



Ava Pellor/The New York Times

1980年代のブラックマンデーでは「恐慌」が懸念された。今回はそこまでの連想は生じてないが……

3 日間で8000円(約20%)に達した8月初めの日経平均株価の急落で、1987年10月の米国市場で起きたブラックマンデーを想起した市場参加者もいたはずだ。ブラックマンデーについては、1つの要因を特定することはできなかったが、当時の米国政策当局者の間では株価暴落が「恐慌」の兆しなのではないかとの懸念が出ていたようである。「株価急落は景気後退のサイン」という漠然とした認識は、市場参加者のみならず当時も現在も変わらず持たれているだろう。

今回は日本株の下落が目立ったとはいえ、それに先じて米国株も下落しており、米国の景気後退と関連づけて今回の株価下落が捉えられた面がある。実際、この数カ月間の米国経済指標の中には景気の減速を示唆するものが散見さ

れており、株式市場で材料視されていたことは間違いない。

実際に株価下落は景気後退のサインになりうるのだろうか。株価と景気の関係について、米国の過去のパターンを見てみると、そう単純なものではないことがわかる。

米国の景気後退は、NBER(全米経済研究所)が公式に認定したものでは過去30年間で3回しかなく、しかも、そのうちの1回は、新型コロナ拡大直後に起きた特殊なものである。つまり、米国では、景気後退はめったに起きない特殊な経済事象なのである。そこで、3〜4年に1度の頻度で生じる景気の循環的なピーク・ボトムと株価がどのような関係にあるのかを見てみよう。

景気サイクルを表す指標として、米国の代表的な景気先行指標であるISM製造業指数を使う。過去15年ほどの間にISM指数がピークをつけた時点を拾ってみると、2011年2月、14年4月、18年2月、21年3月の4時点が観測される。これに対して、S&P500株価指数の調整期間は、11年6月〜12年12月、15年4月〜16年5月、18年7月〜19年8月、21年12月〜23年3月となっている。

つまり、景気指標ピーク時点の4カ月〜1年後に株価は調整局面

に入るのが一般的なのである。それでは株価下落を景気後退のサインとして見るのは間違いないのかというと、そうとは言えない。というのは、ISM指数のような先行指標がピークをつける時点というものは、景気の局面としてはむしろ過熱局面と言ってもよい時期だからである。そのピーク時点から半年、1年が経過してようやく景気の鈍化、減速がいわれ始めるのである。実際、ISM指数のピーク水準は60前後となることが多いが、景気の加減速の分岐点は50とされ、景気後退は通常、45以下まで低下したときに起きる。

ハイテク株で別シグナル

直近7月のISM指数はすでに46台まで低下しているのですが、この水準との関係からすれば、株価の調整局面入りと整合的だとも言える。しかし、実は今回の局面では、ISM指数のピークは今年3月の50超である。はたしてこの低水準までの回復で、ISM指数が本場にピークをつけたと言えるのかどうかは判断としない。仮に3月が景気サイクルのピークだったのであれば、7月の株価の変調は、過去の経験則に照らして、今後数四半期にわたって続く株価調整局面のスタートだと見ることは妥当か

もしれない。

しかし、景気サイクルの見方については、やや異なる別のシグナルも出ている。それは米国株市場で7月の調整を先導したのが一部の半導体・ハイテク銘柄だったことである。米国企業も含むグローバルな半導体企業の株価を表すSOX指数の動きは、(世界全体の)リアルな半導体売上高に4カ月程度先行する傾向がある。つまり、7月のSOX指数の大きな調整は、今年の年末にかけて半導体売り上げ(厳密に言えば「伸び率」)がピークアウトする可能性があることを示唆しているとも解釈できる。

動く傾向がある。もし、7月のSOX指数の調整を半導体市場調整の先行的なサインと見るならば、そもそもISM指数のピークアウト時期は、今年末から来年初めにかけて訪れると予想すべきである。要するに、株価と景気との関係と一口に言っても、株価指数全体で見ると、半導体・ハイテクのよな株式市場の中でも最も先行的に動く株価の動きを見るかで判断は変わってくるのである。経済指標が株価の予測材料として使える場合もあれば、逆に株価を経済指標の予測材料として使う場合もある。今回のように突然株価が急落するような場合には、どういった銘柄、セクターが調整しているかによって、経済全体の予測との関連

づけを変えて見ていかななくてはいけないということである。今回のケースでは、实体经济に対して先行的に動く半導体・ハイテク株の調整が株式市場全体の調整を先導したという意味では、数カ月先のマクロ経済変調の重要なサインとなっている可能性は十分にある。そして、その判断からすると、逆に過去数カ月間で見られている一部米国経済指標の弱さについては、まだ本格的な景気調整に伴うものではない可能性が高い。そして、株式市場全体の調整はマクロ経済全体でのより本格的な減速が見られてきて数カ月経ってから始まるという意味では、今年というよりはむしろ来年に想定しておくべきものだと言えるだろう。

9月2～8日の経済日程

2日(月)

4～6月期法人企業統計発表
米レーバーデー(労働者の日)で
市場休場

3日(火)

ロシア・東方経済フォーラム
(ウラジオストク。6日まで)
米8月製造業PMI(確報)発表
米8月ISM製造業景況指数

4日(水)

ユーロ圏8月非製造業PMI(確報)
発表
米7月貿易収支発表
米7月耐久財受注(確報)発表
米地区連銀景況報告
(ベージュブック)公表

5日(木)

米ADP雇用統計発表

6日(金)

ユーロ圏4～6月期GDP(確報)
発表
米8月雇用統計発表

8日(日)

ロシア統一地方選挙