

## シュローダー・イン・フォーカス

# 米国で利下げが始まると、株式、債券、キャッシュのパフォーマンスはどのようになるだろうか？

2024年2月

長期的な視点から、1928年以降の合計22回にわたる米国の利下げサイクルにおけるリターン分析を行いました。



**ダンカン・ラモント**  
ヘッド・オブ・ストラテジック・リサーチ

過去の利下げサイクルにおいて、米連邦準備制度理事会（FRB）利下げ開始後の12か月間における米国株式のリターンは、平均して11%、インフレ率を上回っていました。また、米国株式は米国債を6%、米国社債を5%アウトパフォームしていました。

キャッシュのパフォーマンスは、さらに劣後します。FRBが利下げを開始した後の12か月間において、米国株式のパフォーマンスは、平均して9%、キャッシュを上回りました。米国債もキャッシュより有利なパフォーマンスとなりました。

同期間におけるリターンの分析結果は、次ページの図表1をご覧ください。

**米国株式のパフォーマンスは、景気後退を回避した場合の方が良好であったが、景気後退に陥った場合も堅調だった**

過去、FRBが利下げを開始した際、米国経済が既に景気後退に陥っていたこと、もしくは利下げ開始後12か月以内に景気後退に突入したことを踏まえると、22回のうち16回の利下げ開始後12か月において、米国株式がプラスのリターンを提供したということは驚異的といえるでしょう。

景気後退を回避できた場合の方が米国株式のパフォーマンスは優れていましたが、景気後退に陥った場合でも、平均してプラスのリターンを提供していました。

最終ページの「本資料に関するご留意事項」を必ずご覧ください。

シュローダー・インベストメント・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90号  
加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、  
一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

中には大きくマイナスのリターンとなった期間もあり、景気後退を歓迎するべきではないことは明かです。ただし、株式投資家は、景気後退を常に恐れる必要はないといえるでしょう。

対照的に、債券投資家にとっては、景気後退局面の方が良好なリターンを得られる傾向がありました。債券、特に国債は、一般的に安全資産需要による恩恵を受け、利回りが低下し、価格が上昇します。ただし、景気後退を回避した場合においても、堅実なリターンを提供していました。

米国社債のパフォーマンスは、景気後退を回避した局面において米国債を上回る傾向がありました。

まとめると、過去のFRBの利下げ開始後における株式および債券のリターンにはばらつきがありましたが、全体的に、堅調なパフォーマンスを記録したことが判明しました。

足元の環境においてはどうか。ほとんどの事例と異なり、現在、FRBが利下げを検討しているのは経済の低迷を懸念しているからではありません。インフレの沈静化が進んでおり、金融政策が足元の水準ほど制限的である必要がないからです。

FRBの金融政策が上手く機能し、米国経済が「ソフトランディング」を達成することができれば、株式投資家および債券投資家にとって、2024年は素晴らしい一年になる可能性があります。

図表1：FRBの利下げ開始後、株式、債券、キャッシュの順にパフォーマンスは良好になる傾向

利下げ開始後12か月における実質リターン

利下げ開始日	各サイクルの 合計利下げ幅	米国株式	米国債	米国社債	キャッシュ
30/09/1929 <sup>1</sup>	5.9	-33%	15%	16%	8%
31/12/1931 <sup>1</sup>	3.1	2%	30%	24%	13%
31/03/1933 <sup>1</sup>	1.0	82%	0%	10%	-5%
30/11/1953 <sup>1</sup>	1.6	46%	9%	7%	1%
31/10/1957 <sup>1</sup>	2.9	27%	0%	5%	0%
31/05/1960 <sup>1</sup>	2.7	22%	8%	7%	1%
30/11/1966	2.0	17%	-10%	-7%	2%
28/02/1970 <sup>1</sup>	5.3	7%	4%	8%	1%
30/09/1971	2.3	12%	2%	6%	1%
30/09/1973 <sup>1</sup>	1.8	-45%	-16%	-21%	-3%
31/07/1974 <sup>1</sup>	8.3	7%	3%	7%	-3%
30/04/1980 <sup>1</sup>	8.6	19%	-17%	-18%	1%
31/01/1981 <sup>1</sup>	4.4	-10%	-4%	-9%	6%
31/07/1981 <sup>1</sup>	6.7	-19%	14%	11%	6%
30/04/1982 <sup>1</sup>	6.4	43%	30%	39%	5%
31/08/1984	5.8	14%	25%	26%	5%
31/05/1989	6.9	12%	3%	3%	4%
30/06/1995	0.8	23%	0%	2%	3%
30/09/1998	0.9	25%	-11%	-8%	2%
31/12/2000 <sup>1</sup>	5.4	-13%	2%	9%	2%
31/07/2007 <sup>1</sup>	5.2	-16%	3%	-5%	-3%
31/07/2019 <sup>1</sup>	2.4	11%	24%	21%	0%
平均		11%	5%	6%	2%
平均：景気後退を回避した場合		17%	2%	4%	3%
平均：景気後退局面		8%	7%	7%	2%

過去の運用実績は将来の投資成果等を示唆あるいは保証するものではありません。

1：FRBが利下げを開始した際に、米国経済が既に景気後退に陥っていた局面、もしくは利下げ開始後12か月以内に景気後退に突入した局面。

出所：シュローター、CFA協会データベース、米連邦準備制度理事会、ニューヨーク・トリビュン、ウォール・ストリート・ジャーナル  
I follow an approach consistent with that outlined in A New Daily Federal Funds Rate Series and History of the Federal Funds Market, 1928-1954, St Louis Fed. For that earlier data, a 7-days average has been taken to remove daily volatility i.e. the month-end figure is the average in the 7 days leading up to month-end.

図表2：1928年以降のフェデラル・ファンド金利の推移

赤点は利下げ開始時期、網掛け部分は景気後退局面を示す



出所：シュローダー、CFA協会データベース、米連邦準備制度理事会、ニューヨーク・トリビューン、ウォール・ストリート・ジャーナル

**【本資料に関するご留意事項】**

- 本資料は、情報提供を目的として、シュローダー・インベストメント・マネージメント・リミテッド（以下、「作成者」といいます。）が作成した資料を、シュローダー・インベストメント・マネージメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が和訳および編集したものであり、いかなる有価証券の売買の申し込み、その他勧誘を目的とするものではありません。英語原文と本資料の内容に相違がある場合には、原文が優先します。
- 本資料に示されている運用実績、データ等は過去のものであり、将来の投資成果等を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産および投資によりもたらされる収益の価値は上方にも下方にも変動し、投資元本を毀損する場合があります。また外貨建て資産の場合は、為替レートの変動により投資価値が変動します。
- 本資料は、作成時点において弊社が信頼できると判断した情報に基づいて作成されておりますが、弊社はその内容の正確性あるいは完全性について、これを保証するものではありません。
- 本資料中に記載されたシュローダーの見解は、策定時点で知りうる範囲内の妥当な前提に基づく所見や展望を示すものであり、将来の動向や予測の実現を保証するものではありません。市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。
- 本資料中に個別銘柄についての言及がある場合は例示を目的とするものであり、当該個別銘柄等の購入、売却などいかなる投資推奨を目的とするものではありません。また当該銘柄の株価の上昇または下落等を示唆するものではありません。
- 本資料に記載された予測値は、様々な仮定を元にした統計モデルにより導出された結果です。予測値は将来の経済や市場の要因に関する高い不確実性により変動し、将来の投資成果に影響を与える可能性があります。これらの予測値は、本資料使用時点における情報提供を目的とするものです。今後、経済や市場の状況が変化するに伴い、予測値の前提となっている仮定が変わり、その結果予測値が大きく変動する場合があります。シュローダーは予測値、前提となる仮定、経済および市場状況の変化、予測モデルその他に関する変更や更新について情報提供を行う義務を有しません。
- 本資料中に含まれる第三者機関提供のデータは、データ提供者の同意なく複製、抽出、あるいは使用することが禁じられている場合があります。第三者機関提供データはいかなる保証も提供いたしません。第三者提供データに関して、本資料の作成者あるいは提供者はいかなる責任を負うものではありません。
- シュローダー/Schroders とは、シュローダー plcおよびシュローダー・グループに属する同社の子会社および関連会社等を意味します。
- 本資料を弊社の許諾なく複製、転用、配布することを禁じます。



創業から200年超、日本に根ざして50年。  
 卓越した資産運用サービスをお届けするため、  
 私たちの視線が向かうのは、いつもひとつ先の未来。  
 今また新たな投資機会の発掘に向け、  
 シュローダーは動き出しています。

