

ストラテジストコラム

米利上げ再開後の金融市場

FRBの利上げ局面における長期金利・ドル/円レートや米国株は？

FRB(米連邦準備理事会)と日銀は2026年9月、それぞれ利上げを決定しました。市場ではFRB、日銀ともにインフレ加速懸念を背景に、利上げを当面継続するとの見方が強まっています。

1994年以降、FRBの利上げ局面は、今回を加えると、6回ありました(利上げ開始月が1994年2月、1999年6月、2004年6月、2015年12月、2022年3月。今回は2026年9月)(図表1)。

図表2、3、4はそれぞれの局面について、利上げ開始時点前後で、米長期金利、ドル/円レート、S&P500の予想PERがそれぞれ、どう推移したかを示しています。

米長期金利(10年国債利回り)についてみると、1994年と1999年、2022年は利上げ開始以降、上昇基調で推移しました。一方で、2004年と2015年は横ばい圏、あるいはやや低下しました(図表2)。2004年と2015年については、インフレ加速観測が抑制されていたことなどが、長期金利が上昇しなかった背景とみられます。2000年代は、中国のWTO(世界貿易機関)加盟や新興国の労働力人口増加などを背景として、製造業の生産能力拡大やグローバルな過剰貯蓄傾向などから、インフレが抑制されたとみられます。

足元は2022年と同様にインフレ圧力が強まりやすい環境とみられることから、経済が堅調さを維持しつつFRBが今後利上げを続ける場合、長期金利は一段と上昇する可能性があります。

ドル/円レートについてみると、2022年を除くと全ての局面でFRBの利上げ開始後に円高ドル安基調で推移しました(図表3)。2022年より前の利上げ局面では、日本が長期デフレ局面にあったことが、円高が進んだ要因ではないかとみられます。デフレ局面では日本の実質金利が高止まりしやすいためです。一方で、2022年は円安が急速に進みました。FRBが利上げの一方、インフレ下にもかかわらず日銀が金融緩和姿勢をほぼ維持していたためです。今回は日銀も利上げペースを加速していることから、状況は異なります。

米国株(S&P500)のバリュエーション(予想PER)についてみると、利上げ開始以降に横ばい圏、あるいはやや低下傾向がみられます(図表4)。

(次ページに続く)

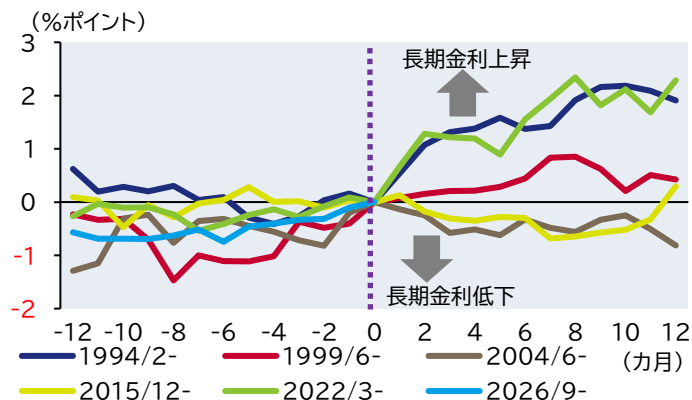
チーフストラテジスト 浅岡 均

図表1:FRBの利上げ開始月とその背景

1994年2月	インフレ加速観測を受けた予防的利上げ
1999年6月	アジア通貨危機・ロシア財政危機・LTCM破綻などからの回復後、ITバブルを受けた利上げ
2004年6月	ITバブル崩壊・同時多発テロから回復し、金融政策正常化を目指して0.25%ずつ連続利上げ
2015年12月	チャイナショックからの回復後、7年ぶりにゼロ金利解除
2022年3月	コロナ禍からの経済活動再開や、ロシアのウクライナ侵攻に伴うインフレ加速を受けた利上げ
2026年9月	原油高・AI投資拡大などによるインフレ再加速懸念を受けた利上げ

出所:アセットマネジメントOneが作成

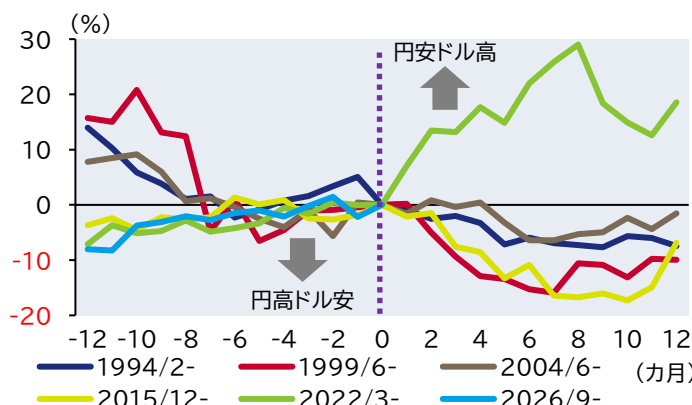
図表2:米利上げ開始前後の米10年国債利回り



(注)1994年2月以降の利上げ開始月の前後12カ月ずつの変化分(ゼロ時点対比)をグラフ化。凡例の日付は利上げ開始月。

出所:LSEGのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表3:米利上げ開始前後のドル/円レート



(注)1994年2月以降の利上げ開始月の前後12カ月ずつの変化率(ゼロ時点対比)をグラフ化。凡例の日付は利上げ開始月。

出所:LSEGのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

ストラテジストコラム STRATEGIST COLUMN

1994年と2022年に予想PERは大幅に低下していますが、これは長期金利の大幅上昇を受けた株安が背景でした。

利上げ局面でバリュエーションが横ばい基調で推移したケースでは、利益成長がけん引し、株価の上昇が続いた局面が多くなっています。業績相場となった格好です。

日本株のバリュエーションは？

日本株のバリュエーションをみると、米国株とほぼ同様にFRBの利上げ開始後は、横ばい圏、あるいはやや低下していたことがわかります(図表5)。デフレ局面では米利上げ時に円高となるケースが多かったことから、日本株は上値重く推移したとみられます。総じて米国をはじめとする世界経済が堅調に推移している間は、利上げ局面であっても株価を利益成長が支える形となっていました。

足元の国内株式市場のファンダメンタルズは堅調です(図表6)。TOPIXの予想EPSが上昇基調で推移するとともに、業績予想のアナリストによる修正動向を示すリビジョンインデックスは大幅に改善しています。金利上昇によるバリュエーション面の重しを利益成長が補う状況となっています。利益成長は米ハイパースケーラーの設備投資に支えられており、国内需要主導ではないことから、国内長期金利の上昇による株価の下押し圧力は相対的に低い状況と言えます。

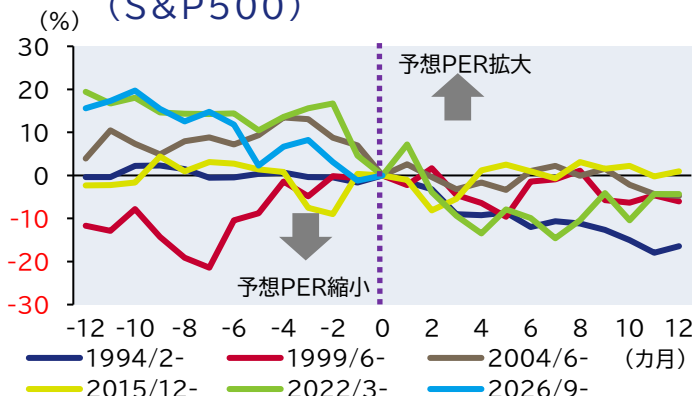
景気動向・金融環境を注視へ

当面、株式市場にとっては、金利上昇それ自体よりも、金融環境が引き締まり、景気が悪化するかどうかが重要です。ただし、今のところ過度な引き締めは日米ともに確認されていません。

米経済は足元、ハイパースケーラーの設備投資がけん引しています。設備投資は、外部からの資金調達にも一部依存していますが、豊富なキャッシュフローを背景に行われています。短期的には金利上昇の影響を受けにくいとみられ、株式市場への影響は当面限定的と考えられます。ただし、来年以降は設備投資の成果が問われるとみられ、AI投資の収益化動向が日米株式市場の重要なカギを握るとみられます。

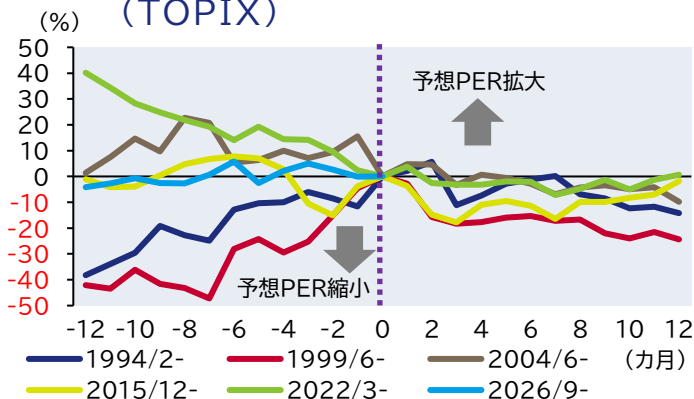
(了)

図表4: 米利上げ開始前後の予想PER (S&P500)



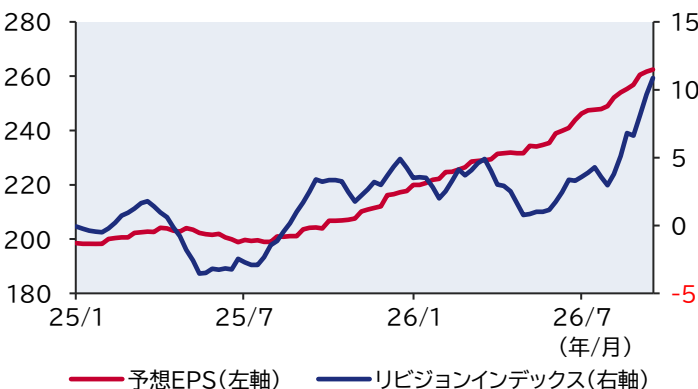
(注)1994年2月以降の利上げ開始月の前後12カ月ずつの変化率(ゼロ時点対比)をグラフ化。凡例の日付は利上げ開始月。
出所:LSEGのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表5: 米利上げ開始前後の予想PER (TOPIX)



(注)1994年2月以降の利上げ開始月の前後12カ月ずつの変化率(ゼロ時点対比)をグラフ化。凡例の日付は利上げ開始月。
出所:LSEGのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表6: TOPIXの予想EPSとリビジョン



(注)向こう12カ月間の予想EPS(一株あたり利益)と、アナリストの業績予想修正動向を示すリビジョンインデックス(6週移動平均)期間:2025年1月3日~2026年9月18日(週次)
出所:LSEGのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券(REIT)などの値動きのある有価証券等(外貨建資産には為替リスクもあります。)に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は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。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料: 上限3.85%(税込)

換金時手数料: 換金の価額の水準等により変動する場合があるため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額: 上限0.5%

■ お客さま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): 上限年率2.463%(税込)

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料: 上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用(上限額等を含む)を表示することはできません。

※手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書(交付目論見書)をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。
- 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。
- 投資信託は、
 1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
 2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
 3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。

・S&P 500種株価指数は、S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLCまたはその関連会社の商品であり、これを利用するライセンスが委託会社に付与されています。S&Pダウ・ジョーンズ・インデックスLLC、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングスLLCまたはその関連会社は、いかなる指数の資産クラスまたは市場セクターを正確に代表する能力に関して、明示または黙示を問わずいかなる表明または保証もしません。また、指数のいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。

・東証株価指数の指数値および東証株価指数にかかる商標または商標は、株式会社JPX総研または株式会社JPX総研の関連会社(以下「JPX」という。)の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用など東証株価指数に関するすべての権利・ノウハウおよび東証株価指数にかかる商標または商標に関するすべての権利はJPXが有しています。