

2025年4月24日 5:00

トランプ乱気流と相場の四季 「逆業績相場」は来るのか

編集委員 藤田和明

グローバルシグナル ポートフォリオ 株式



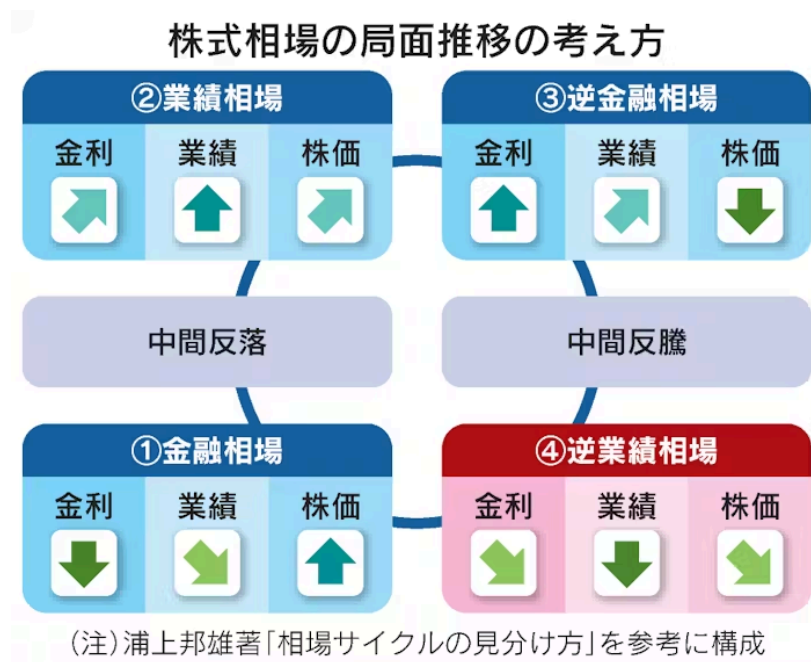
[ロイター](#)

株式相場にも「四季」があるという。景気がしっかりしていて企業の業績も伸び盛りとなる「夏」の季節。対照的に、景気が停滞し業績も冷え込んでしまう「冬」の季節。四季が移り変わるように、局面が入れ替わっていく相場サイクルを観察できるからだ。

トランプ米政権の高関税政策によって株式市場が揺れている。日々の高波の一方で、ファンダメンタルズとして進む変化をどう捉え、季節の移り変わりを読むべきか。これから本格化する1～3月期決算がまさに大事な手掛かりになる。株価の調整色が強まる今、相場に「冬」の足音が迫りつつあるのだろうか。

トランプ氏が米連邦準備理事会（FRB）のパウエル議長に対して露骨に利下げを迫る。これもまた、株価と絡んだ相場サイクルの位置からみることで浮き上がってくるところがある。

相場サイクルは、大きく分けて4つの局面に類型化される。①金融相場、②業績相場、③逆金融相場、④逆業績相場——だ。その特徴は株価の向きと金利の向きの組み合わせによって色分けされる。



①の金融相場は「金利低下・株価上昇」が特徴だ。不景気の株高という言い方があるように、金融緩和を背景に株価が上がり始める。季節でいえば春といえる。②の業績相場はまさに夏。「金利上昇・株価上昇」の組み合わせだ。好景気となり業績も伸びて、株価は上昇を続ける。金利も上がっていく局面だ。

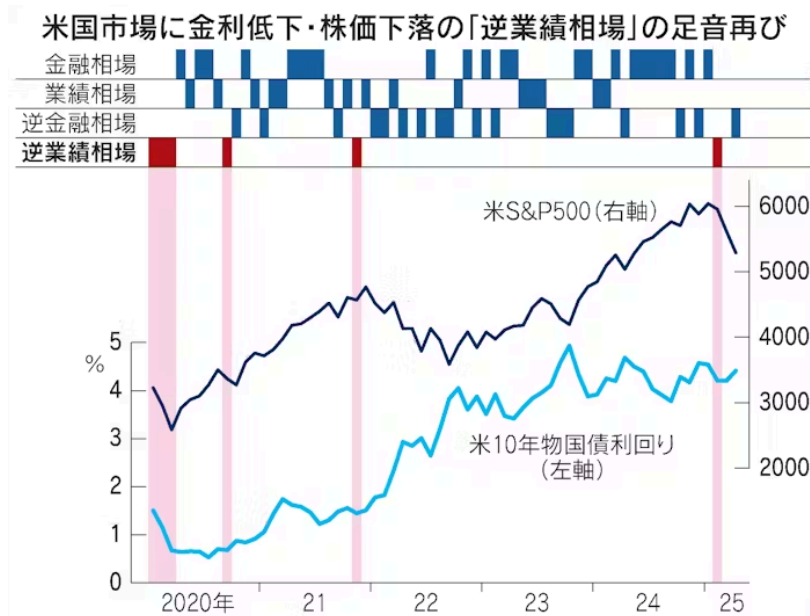
ただ③の逆金融相場になると次第に陰りがみえてくる。インフレや景気の過熱を抑える金融引き締めの影響が出始めるからだ。足元の業績は堅調にみえても、株価が下げに転じる。つまり「金利上昇・株価下落」となり、季節は秋に入る。そして④の逆業績相場は冬の季節で、「金利低下・株価下落」が起きる。景気が悪化し金利も下向きになるものの、業績の落ち込みが止まらず、株価は底値を探る動きになる。

米国市場で今年に入り、この逆業績相場が顔を出し始めた。月間ベースで2月に、「株価下落・金利低下」の組み合わせが久しぶりに起きた。米S&P500種株価指数が1.4%安となる一方で、米10年物国債利回りも0.33%低下。株価下落・金利低下が重なったのは2021年11月に1度起きて以来3年3カ月ぶり。その前はコロナ禍の急落時まで遡らないと見つからない局面だ。

翌3月はS&P500は5.75%安だが、長期金利はいったん横ばいで、逆業績相場は消えた。4月も株安が続くが、長期金利は逆に上がってきたことで逆金融相場の方に振れ直している。この3カ月では秋と冬を行き来してみえるのだ。

一方、日本市場で逆業績相場の色合いが見えたのはこの4月だ。日経平均株価が23日時点で前月末比2.1%安。10年物国債利回りも同0.155%低下している。3月までは金利が上昇し、逆金融相場だったが、米国同様、逆業績相場が顔を見せ始めたわけだ。

米国市場を軸にここまでの相場サイクルを振り返れば、コロナ禍から回復に転じた2020年はまさに金融相場。そこから21年には企業業績の回復を背景に業績相場へシフトした。ただインフレに直面し、22年春に金融引き締めが始まると株価は足踏み。まさに逆金融相場の色彩を強めた。



ところが相場の季節感を見えにくくしたのが、22年12月のチャットGPTの登場による人工知能（AI）ブームだ。「マグニフィセント7」と呼ばれる巨大IT（情報技術）企業が巨額の利益をあげ、市場の人気はかつてなく集中。いわば秋に入ってもそこだけ真夏日が続くイメージで、米国の株高は24年秋まで持続力を保ったわけだ。

しかし24年11月の米大統領選でトランプ氏が勝利。25年に入り不法移民の強制送還や高関税政策など「トランプ2.0」の政策が次々繰り出された。不確実性が一気に強まり、市場の陰りを意識せざるをえなくなっている。

逆業績相場の足音はどこまで近づきつつあるだろう。文字通り企業業績の悪化を本格的に織り込む「現実売り」の局面になりうるのか、ここからの1～3月期決算はその見極めどころになる。

QUICKファクトセットのデータによれば4月21日現在で、25年のS&P500の予想EPS（1株利益）は264.94ドル。10.2%の純利益増益率を見込むから、減益予想にはなっていない。ただ8カ月前の24年8月時点からみれば予想EPSが12.47ドル少なくなり、増益率予想も5.2%落ちた。市場の利益予想の目線が下がっていることは明らかだ。

「春の訪れはない」。まるで相場サイクルを意識したようなタイトルのレポートを出したのは米ローゼンバーグ・リサーチだ。前の四半期を終えてから17日間で比較したEPS予想の下落ペースは今回、コロナ禍の落ち込み以来だという。米[モルガン・スタンレー](#)も、景気後退を伴わない局面でアナリストの先行き予想がここまで悲観に傾くのは異例の事態だと指摘している。不確実性に対する市場の警戒は一段と高まっている。

トランプ関税がもたらす貿易戦争が今後どの程度の震度で世界経済を揺さぶるか、それ次第で個々の企業への影響も変わってくる。国際通貨基金（IMF）は25年の世界の成長率見通しを前回1月時点の予測から0.5ポイント下げて2.8%とした。「世界景気悪化」の目安となる2%割れも3割の確率で起こりうると警鐘を鳴らしている。

パウエルFRB議長を解任するつもりはないと前言を撤回したトランプ氏ではあるものの、利下げに積極的になるよう求める姿勢は変わっていない。自らの政策が引き起こすことになりかねない逆業績相場。早めの利下げによって傷を浅くし、金融相場へと抜け出せられないかとの意識があるとも見て取れる。ただ一方で、バランスを欠いた金融緩和策を強いるならば、次なるインフレを呼び込むリスクを背負う。

すぐさま逆業績相場になるかはまだわからない。ただもしその局面に入ったときには日本株も無傷ではいられないだろう。どういう心得を持っておくべきか。

相場の4つの局面を分析したものでは、日興国際投資顧問や興銀第一ライフ・アセットマネジメントなどで運用を担った浦上邦雄氏が1990年に著した「相場サイクルの見分け方」が詳しい。かつその内容は今なお示唆に富む。逆業績相場には「優良株買いのチャンス」とのタイトルをつけている。

逆業績相場はとにかく買い占めなどの情報で乱高下する銘柄が出て人気化しがちだが、その質はよくない。むしろ平時から高く評価され手が出にくかった優良株が、逆業績相場では一緒に売られる。財務が強く競争力の高い企業に着目し、長期保有するつもりでのぞむ姿勢を強調している。

「無秩序で予測が不可能と思われる株式相場も、長い目で見ると一定の特徴を持った4つの局面を繰り返している」とした浦上氏。それは投資成果だけでなく、無用のリスクを避けることもできるとする。

むろん絶対の正解はない世界ではある。ただ視界不良の「トランプ乱気流」のなかで、一つの大事な座標をもたらしてくれることは間違いないだろう。

記事・写真等を許可なく複製・転載することはできません。

記事の閲覧には日経ヴェリタスの会員登録が必要です。

Nikkei Inc. No reproduction without permission.

本サービスに関する知的財産権その他一切の権利は、日本経済新聞社またはその情報提供者に帰属します。