

Economic Trends

発表日: 2021年3月1日(月)

米株価、急落のメカニズム

～どうして長期金利上昇で株価下落なのか～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
首席エコノミスト 熊野 英生 (Tel: 03-5221-5223)

2月26日の日経平均株価は、前日比▲1,202円も急落した。株価3万円台からの転落である。この株価下落は、米国株の下落と連動しており、米国では長期金利が上昇している。「金利上昇が株安を誘発」という説明はわかりやすいのだが、経路をよく吟味して考えるとそれほど単純なものではないことがわかる。今後の株価動向を見通す上では、株価下落のロジックのところを深く考察しておきたい。

良い金利上昇と悪い金利上昇

日米株価が連鎖的に下落している(図表1)。その原因は、米長期金利上昇だとされる。本稿では、この点についてまずは考えてみたい。

長期金利上昇の性格分析では、単純明快に「良い金利上昇」と「悪い金利上昇」に分類できる。良い金利上昇とは、景気回復によって物価が上がっていくことに伴う金利上昇だ。悪い金利上昇とは、景気が良くないのに、債券需給が崩れて債券価格下落＝金利上昇が起こるケースだ。悪い金利上昇は、中央銀行は積極的な資金供給によって、悪い金利上昇を起こさないように抑え込むことが可能だが、良い金利上昇のときはどうしようもないことだ。むしろ、積極的な資金供給をすると、かえってインフレ懸念を刺激することが、良い金利上昇では起こる。

今回、米インフレ期待は上昇し、かつ実質金利まで上昇する「良い金利上昇」であり、FRBの抑えが効きにくい特徴がある。名目長期金利と物価連動債利回りの上昇が同時に起きていて、両者の差分であるBEI(ブレイク・イーブン・インフレ率)も上昇している。これは、インフレ予想の高まり(=BEI上昇)を指す(図表2)。物価連動



債利回り＝実質金利は、久方ぶりにマイナスからプラスに転化している。コロナ禍がワクチン効果によって峠を越えて、世界の貿易需要が高まっていることを受けたものだ。

最近、半導体や各種素材は、在庫不足が顕著になっている。原油価格も1バレル60ドル台へと上昇している。世界的なモノの需要回復が、需給をタイト化させているのだ。こうした需給逼迫に基づき、インフレ予想の高まり、さらに物価が上がり始めると、FRBの金融緩和は終わりが近いという予想に変わる。そうすると、FRBは、長期金利を需給コントロールができなくなる。パウエル議長は、口先介入で「物価上昇は一時的なものだ」や「景気拡大はまだ物足りない」（＝金融引き締めはしない）などのメッセージを発するが、長期金利の上昇が「良い金利上昇」であるがゆえにその神通力が効かないのである。市場はそうしたFRBの限界を見透かしているように感じられる。

なぜ株価急落か？

少しわかりにくいのは、現在の長期金利上昇が「良い金利上昇」なのであれば、なぜ株価が下落するのか、という点である。逆に言えば、「良い金利上昇」ならば株価上昇するはずなのに、そうならないのは何故かという疑問が起こる。

理由は、これまでの金融緩和の反動が大きいことが挙げられる。流動性拡張が急激に修正されているのである。流動性が市場に溢れているとき、業績が良い企業もそうではない企業も株価が上がるという状況が起こる。流動性相場（金融相場）から、業績相場へのスイッチが起ころうとしているのだ。インフレになると一般的に株価が上がるとされるが、インフレ下ではコスト上昇を価格転嫁できる企業と、価格転嫁しにくい企業の間で業績格差が起こる。その差が株価に反映されやすくなる。

一方、今までは業績が厳しい企業まで株価が買われ過ぎていた経緯がある。そうした選別が行われずに全体の株価が上昇する局面が、FRBの過剰にも思える金融緩和の下で起こっていた。業績相場になると、買われすぎた株価の是正が進む。

また、ワクチンの接種が進むことが展望されてくると、こうした業績の良い企業とそれではない企業の差も大きくなると考えられる。目先は、これまでの金融緩和の度合いが大きかったため、流動性相場が終焉する反動は大きいかもしれないが、いずれそこから脱する流れになるだろう。その図式を描くと、次のようになる。

<単純な良い金利上昇>

長期金利上昇→株価上昇

<今回の金利上昇>

長期金利上昇→株価下落（流動性相場の終わり）→株価上昇（業績相場への移行）

・すべての資産価格が上がる局面から、資産価格が内容によって選別される局面へ

少し時間はかかるかもしれないが、今後の株価は業績格差に反応した資金シフトが進み、再び上昇に転じていくだろう。現時点では著しい株価下落が当分続くように見えるが、いずれは長期金利上昇＝株価上昇へとスイッチして行くものと筆者は理解する。それは長い目でみて、流動性相場から次の業績相場への移行を意味する。

微妙な日本の株価

多くの投資家は、日経平均株価の下落をみて、「いよいよ30年ぶりのプチバブルが弾け始めた

か！」と感じたことだろう。このバブルという言葉の響きは、一旦下落すると長期間株価が元に戻らないというニュアンスを持つ。そうした点では、筆者はそうしたタイプのバブル崩壊ではないと考える。一旦下落した米国株は再び上昇に転じるとみる。理由は、コロナ禍を抜けて経済成長が進むからだ。

問題は、日本の事情である。今後とも、米国など海外から日本市場への資金流入が続くだろうか。もしも、日本株が他の海外市場に比べて買われすぎていれば、日本の株価回復は遅れることになるだろう。

目の前の株価下落は、トリプル安の様相を呈している。株安・債券安・円安だ。

為替については、これまで2020年一杯はドル安・円高がずっと継続してきたが、名目実効ドルの変化をみると、2021年初からドル高への大底を打ったように感じられる（図表3）。

米国の過剰流動性が、ドル売り・円買いに回って、これまでの日本はトリプル高（株高・債券高・円高）だった。それが修正されると日本株は、日本経済の実体に見合っただけでしか上昇しない。

この点には、少しばかり筆者は不安がある。もしかすると、日本でのワクチン接種は、他の先進国に遅れるかもしれない。コロナ終息が遅れて、低成長を続ける可能性もある。菅政権の基盤も予想外に脆弱になってきた印象もある。人口減少・出生数減少が、中長期の日本経済の成長期待を弱めるかもしれない。様々な不安が脳裏をよぎる。30年ぶりの日経平均株価3万円台は身の丈に合わない株価水準だった可能性はある。今後は、日本の経済パフォーマンス次第ということになるだろう。

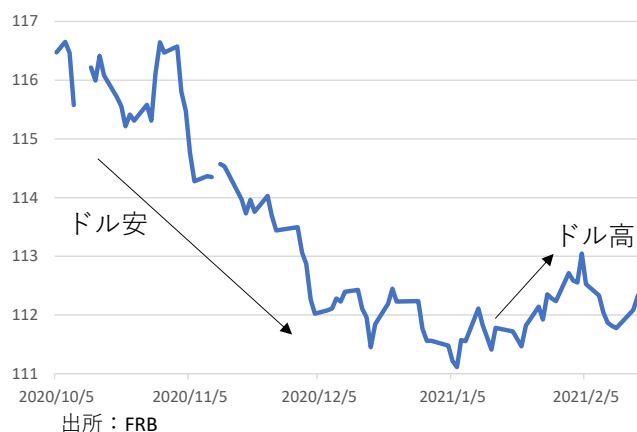
FRBと日銀の苦悩

コロナによって、過剰流動性を生み出してしまったことは、日米中央銀行にとって必要悪だと認識されていることだろう。その限界について、日銀もFRBの永遠に株価を押し上げて、それを釘づけにできないことは最初からわかっていたと思う。特に、FRBには「インフレ懸念が強まるまで」の時的措置だと当初から予想できたはずだ。だからこそ、超金融緩和の時間軸を2023年まで伸ばすことをアナウンスして、最大限にその効果を演出した。インフレ期待が高まってきたことで、FRBが永遠に過剰流動性を拡大できるという予想が一気に修正されて、時間軸が無限から有限に変わった。

このロジックは、MMT（現代貨幣理論）が無効であることに似ている。インフレが起こらないという前提では、財政刺激が自由度を持つが、一旦、物価が上がり始めるとMMTの有効性は時的なものだと気づく。無制限の緩和ができないことは、日米当局者は先刻承知のことだった。

そうした前提の中で、これまでのFRBは、バイデン大統領の巨大な財政出動が「悪い金利上昇」を起こさないように、間接的なファイナンスを行ってきた。財政と金融の協調である。財政拡張をし過ぎると、民間貯蓄の不足しがちな米国では、需給悪化による「悪い金利上昇」が起こりやすい。それを資産買い入れを拡大させることで、未然に防止することがFRBの役割でもあった。

（図表3）名目実効ドルの推移



しかし、今度は「良い金利上昇」が起こり、FRBは金利コストを抑え込むことに限界があることを意識せざるを得なくなった。今後の金融緩和も財政出動もそうした副作用を意識せざるを得ないということだ。パウエル議長にとっては、そのタイミングが少し速すぎるので、悔しがっていることと思う。

もうひとつ、FRBには悩みがある。資産買い入れの効果が失われてきていることである。2020年4月に、低格付けの社債（BB マイナス）まで購入するプログラムを作り、コロナ禍での信用スプレッドの拡大を封じてきた。FRBは、ほかにもいくつかのプログラムを使って信用緩和効果を発揮してきた。しかし、12月末にいくつかのプログラムは終了し、信用緩和効果は弱まってきた。

FRBはそうした緩和効果縮小をゆっくり行いたかっただろう。今、2020年後半のテーパリング予想が強まって、低位だった信用スプレッドを制御しにくくなることは、実体面でも業績悪化企業の資金繰りを支援しにくくなってしまうので、FRBには好ましくないと思わせていることだろう。テーパリング観測を制御できないことが、株価下落を誘発しやすい素地を生んでいる。これは、時間軸の制御の不安定化と並んで、信用緩和の制御の不安定化を意味する。

苦い思いをしているのは黒田総裁も同じだ。3月の政策点検を前にして、株価が崩れた。株価3万円台は、ETF購入を柔軟化するには良いタイミングだと映っていたに違いない。それが行いにくくなったことは、黒田総裁にとっては、政策見直しのハードルを上げることだろう。政治家の中には、この3月のタイミングで、日銀が点検をして株価を余計に崩すのは賢明ではないと思う人も多いただろう。黒田総裁は、より長い目で政策の柔軟性を高めて、「持続可能性を高める」ことをしたい。しかし、短期的利害が強まる中で、日銀は柔軟に身動きができそうにない。日銀から見れば、政府は次々にリフレ人脈の中から政策委員を送り込んで、政策運営を牽制球を投げていると目に映る。黒田総裁は、逆境だからこそ、今こそ圧力に負けない胆力を見せたいところだ。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。