

今月の内外景気

日本経済 ～日米金利差拡大がもたらす株安、そして...～

経済調査部 鳶峰 義清



米景気の本格回復と金利上昇

米国経済は、昨夏より大型減税による需要押し上げも功を奏して、高成長が続いている。ここへきて、唯一出遅れていたと言ってもいい雇用環境も回復しはじめた。雇用回復により、減税による需要押し上げ効果が剥落した後も、需要は好調さを保つ公算が高まってきた。このため、F R B (米連邦準備理事会) による超低金利政策の必要性も薄らぎ始めている。加えて、原油価格の上昇もあるが、物価上昇ペースがそれまでの歴史的に低いペースから、通常の上昇ペース(およそ年率で2%程度)に回復する兆候も見えている。

強めの経済指標が発表されるたび、米債券市場では金利が上昇している。F R B が徐々に政策金利を引き上げ、ゆくゆくは景気に対して中立的な水準(実質F F (フェデラルファンド)金利で2%程度)にまで引き上げていくことを視野に入れ始めている。

米金利上昇は日本の株安に繋がる可能性

米国の金利上昇により、米国株価は軟調に推移している。ただし、金利上昇は景気回復に裏付けられたものであり、また金利が上昇したとはいえ景気が失速するような事態も想定し難いため、株価が大幅に下落するとは見込み難い。このため、米株価は、上昇余地が小さくなったものの、大幅な株安のリスクも小さく、暫くは横ばい圏での推移が見込まれる。

ただし、日本の株式市場に与える影響は大きくなるリスクがある。米国株価の上昇が止まることにより、外国人投資家による日本株買い余力は小さくなる。加えて、日米金利差の拡大は円安ドル高期待を生むため、外国人投資家が保有する日本資産の利益確定を急がせることに繋がる。このため、外国人投資家は日本株を売り越す懸念が高まる。実際、日米金利差と外国人投資家による日本株売買動向の関係をみると、金利差が拡大すると、外国人投資家による日本株買越額は減り、やがては売り越しに転じる傾向が確認される(例外として、98年のL T C Mショックや01年の同時テロ、02年の企業不正会計問題など、米金利低下により日米金利差が縮小したにもかかわらず、投資家のリスク許容度が極端に低下したため、日本株投資が売り越しとなった局面があげられる)。

ここで思い出さなければならないのは、日本株の投資家別売買動向である。昨年4月以来、日本株は急騰しているが、買い手は主に外国人投資家で、国内勢は金融機関を含め概ね売り越しを続けていることである。ネット株投資の隆盛により個人の株式投資が注目されてはいるが、新規公開市場を除けば、売り越し基調が続いている。こうした傾向は、銀行の保有株規制や時価会計などもあって、今後も劇的に変わる見込みは小さい。すなわち、外国人投資家が日本株を売り越す局面では、積極的に買い手に回る投資家が少ないため、株価の下落リスクが大きくなるということだ。

足元、企業や消費者のセンチメントは改善し、外需だけでなく、設備投資や個人消費も堅調に推移している。このまま名目G D Pで年3~4%の成長が続けば、やがてデフレ期待は後退し、期待成長率や期待所得の増大によって、企業や家計の投資、あるいは消費性向が高まる可能性も出てくる。しかし、株式市場が調整色を強めるようになれば、こうした期待も霧散してしまうだろう。

しまみね よしきよ(主席エコノミスト)