

再度投資に向かうグローバルマネー

経済調査部 鳶峰 義清

騰勢目立つ非鉄金属、株式市況

米国を中心とした世界経済について、過度の下ぶれ懸念は徐々に薄らぎ、ソフトランディングに成功するとの見方が強まってきた。

同時に、景気の回復を先取りするような形で、国際商品市況や株式市場の上昇が目立っている。いずれのマーケットも、今年5月には大幅に調整したが、すでにその下落分を取り戻したものが多。

商品市況では、代表的なもので鉛、亜鉛、ニッケルが今年4月から5月につけた高値をすでに更新している。なかでも亜鉛は、一時高値から▲28%も下落したが、9月頃から上昇基調を強め、足元ではボトムから+84%も上昇した。

株式は、主要国では5月から6月にかけて▲10～▲20%近く、エマージング市場では▲20～▲30%近くの下落を記録した。しかし、7月頃から上昇に転じ、非鉄金属と同様、足元では年初来高値を更新しているものが目立つ（例えば、主要国では米、独、英など。エマージング市場では香港、中国、インド、メキシコ、ポーランドなど）。

きっかけは金利低下

このように、一般にリスク資産価格が急速に回復したきっかけを作ったのは、米国を中心とした夏場の金利低下であると考えられる。それまでの利上げの影響から、米国を中心に景気減速懸念が浮上したことが、金利低下の背景だ。

一方で、FRB（米連邦準備理事会）が、6月を最後に利上げを休止、それまで減速が続いていた米住宅部門では、秋口から早くも下げ止まりの兆候が見え始めたことから、過度の景気下ぶれリスクが薄れ、ソフトランディング期待

が高まった。

いくつかの手法で米国景気に対して中立的な政策金利水準を算出すると、 $5.00 \pm 0.25\%$ 程度になると考えられる。足元のFF金利はこの範囲に収まっており、金利面からは景気減速圧力はほとんど生じていないと考えられる。

つまり、FRBが利上げをギリギリのところまで止めたことが、夏場以降の相場回復に繋がったと考えられる。

株高商品高でも債券高が持続する矛盾

しかし、景気失速懸念が後退し、資金がリスク性資産に向かっているにもかかわらず、米国では長期金利の低位安定、長短金利の逆転状態が続いていることは異例と言える。商品や株価がボトムから数十パーセントも上昇しているのに対し、米10年債利回りはボトムから0.1%しか上昇していない。

こうした“特異な”状態は、グローバルマーケットに資金がだぶついている証左であろう。通常の利上げ局面であれば、過剰流動性は吸収される（経済規模に比して供給されるマネーの比率が低下する）。しかし、足元の金利水準は米欧で景気に対して中立、日本では引き続き刺激的な水準にある。要するに、夏場に向け日米欧同時利上げを背景にリスク性資産からの資金流出が起きたが、利上げが“景気減速”をもたらす水準になる前に停止したために、こうした状態になったと考えられる。

足元では落ち着いている原油価格も、来春にはガソリン需給の逼迫懸念で再騰する可能性がある。そうなれば、景気の再加速+原材料価格の高騰を背景に、利上げの仕切り直しを迫られる必要が出てくるリスクがある。

しまみね よしきよ（主席エコノミスト）