

2000年と2006年の相似形

発表日：6月7日(水)

～金融政策の判断は株価調整を重視しにくい～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

急速に進んでいる株価下落の背後には、日米金融政策のスタンスが微妙に影響している。今の世界的な流動性引き締め環境はちょうど2000年の頃の局面に酷似している。ファンダメンタルズに関しては当時のような過剰資本ストックがないという点で相違があると考え、株価・金融政策に関しては似た部分が多いのである。7月のゼロ金利解除の予想が強い中、筆者は日銀が2000年にゼロ金利解除に踏み切ったときのように株価下落をあまり重視しないと考える。

二兎を追うバーナンキ議長の信認

日本のゼロ金利解除の予想が高まるタイミングで、株価が急落している。株価下落の原因は、米国のバーナンキ議長が中期的なインフレ懸念を強調したため、利上げ打ち止めの期待が大きく後退したことである。バーナンキ議長にすれば、インフレと景気配慮の両睨みの構えなのだろうが、どっち付かずの姿勢が物価安定にも景気維持にも好ましくないとされている。金融政策に関しては、トレードオフの関係にある物価安定と景気配慮の関係に対して、中央銀行が信認を高めれば、その双方に好ましい影響を与えるとされている。例えば、グリーンズパン議長であれば、景気配慮のハト派的志向を平時のスタンスとしつつも、リスクに対しては逸早い対応を採るという信頼感が90年台以降の株価形成の方にプラスに働いた。その前のボルカー議長は毅然たる態度で物価安定に臨むインフレファイターの姿勢がインフレ期待を抑制する効果を発揮した。信認の効果は、景気と物価のトレードオフの関係（縦軸は物価<上がプラス>、横軸は成長率<右がプラス>）を上方シフトさせ、相対的な物価安定と景気拡大の持続に好影響を及ぼしてきたのである。その点、バーナンキ議長は今のところを両睨みが裏目に出ていると考えられる。

ところで、今の株価急落にはバーナンキ議長の采配以外に、日本の金融政策の変更によって世界の流動性環境が変化していることも作用していると考えられる。すなわち、世界的な緩和環境のアンカーであった日銀がゼロ金利解除をすることで、流動性の引き締まりが本格化するだろうという市場予想の醸成である。

実は、米国で利上げの最終局面に近づく一方、日本が利上げを開始しようとする関係は、ちょうど2000年の金融環境に酷似している。米国株価の影響を色濃く受ける日本の株価についても、1999・2000年と2005・2006年の株価変動はお互いに似た図形になっている（図表1）。

日銀は世界的利上げの流れを受けやすい

1999年の米国の状況を振り返ると、当時、グリーンズパン前議長は消費者物価の上昇への懸念と1998年10月のLTCMショック後の流動性拡大を背景に1999年6月から利上げを開始していた。この利上げ局面でも当初のうちは株価上昇に悪影響は表れな

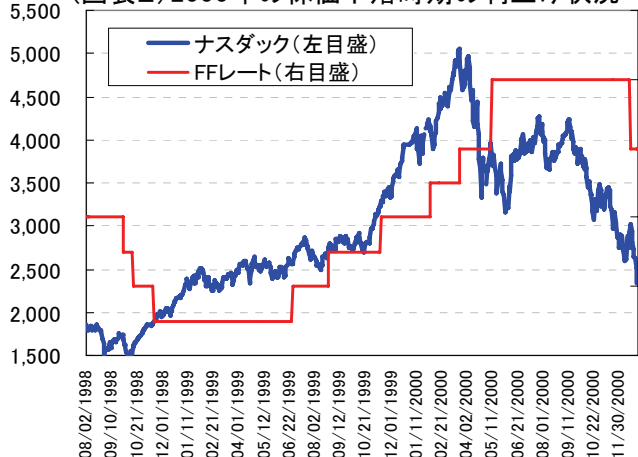


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

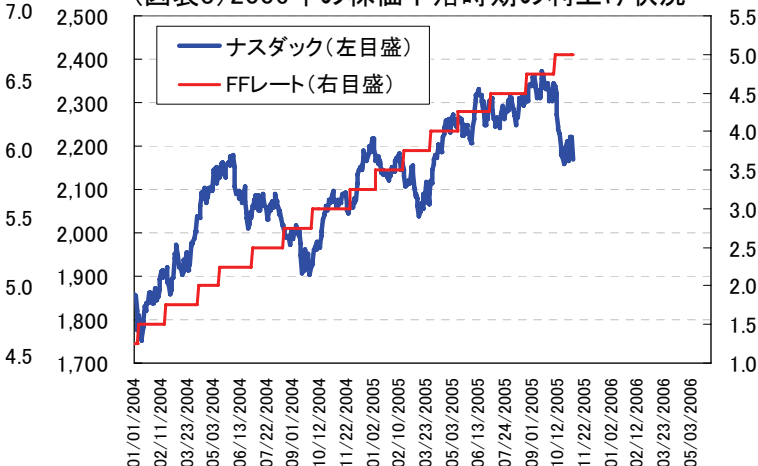
かった。しかし、2000年初になると、株価は調整をはじめ、2000年5月にFFレートを一気に0.5%引き上げたところで株価下落は決定的になった（図表2）。当時の受け止めは「利上げは予想通り。ビハインドザカーブに陥るリスクがなくなった」、「米国景気は堅調さを保つだろう」という見方が多かった。今振り返ると、世界的なハイテク関連産業の過剰ストックが重石になって調整を余儀なくされたとごく自然に思い出すことができるが、あの時点では違ったのである。今も同じような局面に差し掛かっているように見える（図表3）。

日本でも、2000年初は速水前総裁がゼロ金利解除に意欲を燃やしていた。1999年11月はECBが利上げに転じ、段階的に政策金利を引き上げはじめていた。日銀も1999年後半は景気拡大が明確になっていたし、米国利上げに追いつこうと考えていた節がある。2000年は、こうした世界的な引き締め局面の中で株価が景気に先んじて下落したのである。

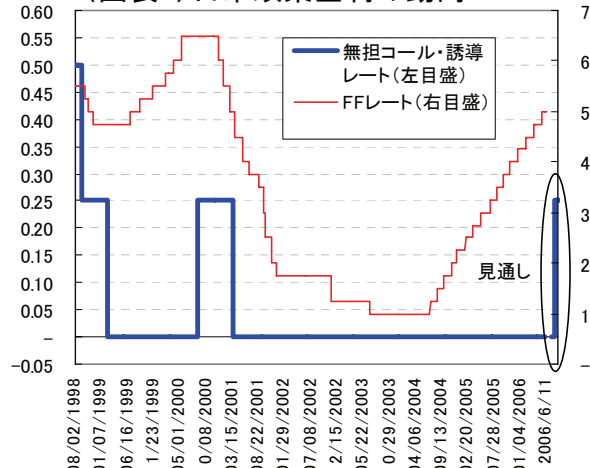
（図表2）2000年の株価下落時期の利上げ状況



（図表3）2006年の株価下落時期の利上げ状況

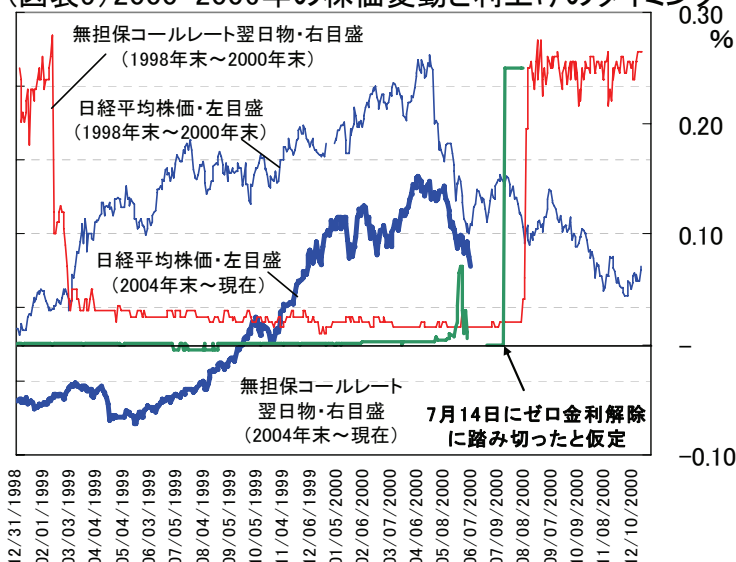


（図表4）日米政策金利の動向



出所：日本銀行、米国連邦準備制度理事会

（図表5）2000・2006年の株価変動と利上げのタイミング



金融政策は株価調整をあまり重視しない

目下、米国ではバーナンキ議長が利上げの継続に関して逡巡しているが、追加利上げに動くという可能性は十分にある。ECBについても追加利上げが確定的であり、日銀も7月14日のゼロ金利解除が濃厚である（図表4）。今は、1999・2000年の株価・金利の状況と、2005・2006年の株価・金利の状況を重ねても、かなりよく似た状況にあると言える（図表5）。

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。見通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。

その際、日銀は今の株価急落をどのくらい重視しそうなのだろうか。

結論を言えば、筆者は今の株価下落をあまり重視しないと考える。福井総裁は、5月31日の経済財政諮問会議で株価下落などについて「新しい均衡を求めて動いている状況」と答えたと報道されている。この発言には、株価下落をあまり重視しないニュアンスがある。伝統的に、日銀総裁は株価に左右されないとスタンスであり、相場が崩れてもファンダメンタルズの予想の方により自信を持っているのが常である。

そこで、過去、日銀関係者がゼロ金利解除を行おうとしていた時期の発言録を紐解いてみた。2000年当時の日銀関係者の発言では、株価急落に対して次のような反応を示していた。

2000年5月22日 速水総裁記者会見

今回の日経平均の対象銘柄の入れ替えは、たまたま8年振りに行われたことであり、また、入れ替え対象も225のうち30銘柄とかなり多かったということもある。しかも日取りが米国の株価が下がる前後であったということも、かなり影響が大きかったと思う。こうした見直しが、日経平均指数の動きにかなりの影響を及ぼしたことは、否定できないと思う。

7月19日 政策決定会合議事要旨

株価が、景気持ち直しの明確化や、企業リストラの着実な進捗などを反映して形成されているという基調的な流れに変化は生じていない、金融資本市場全体で flight to quality (質への逃避) が起きている訳ではない、したがって、米国市場が落ち着けば、国内株式市場も安定するのではないかと、との認識を明らかにした。ほかの委員からは、現状程度の株価下落であれば、実体経済に対して大きなマイナスの影響を及ぼすことはない、との考えが示された。

8月11日 ゼロ金利解除のときの決定会合議事要旨

ゼロ金利政策を解除した場合の市場への影響について、(1)株価は、一時的な下落圧力がかかる可能性は否定できないが、深刻なインパクトは考えにくい、(2)0.25%の利上げは、日米金利差への影響は微々たるもので、為替市場のトレンドを変えるには至らない。

こうした発言録を振り返ると、現状でも日銀関係者が同じようなニュアンスのことを話していたとしても全く違和感はないだろう。今回も、株価下落はあまり重視されずに日銀はゼロ金利解除に動いてくると考えられる。

内需拡大のファンダメンタルズは崩れないはずだが

今回の株価調整が年後半の景気後退につながっていくことを意味するかどうかは、先見的には判断できない。筆者は、2000年と現在の株式相場と日米金融政策の相似形を指摘しつつも、ファンダメンタルズの状況には大きな差があると考え。2000年の当時も春から生産調整のシグナルは出ていたが、年後半以降に雇用・賃金拡大が明確になるシナリオがあった。今の筆者も日本経済に多少の調整圧力が働いたとしても内需拡大の勢力が勝って、ファンダメンタルズが大規模に崩れるようなことはないことをメインシナリオにしている。

日銀にしてみれば、こうしたファンダメンタルズの認識に加え、米国で利上げ打ち止めを否定するような環境が定着していけば、円高圧力が生まれにくいので、ゼロ金利解除のタイミングとして好機だと考えるだろう。逆に、そのタイミングを逃すと、世界景気が勢いついた場合、日本の利上げだけが周回遅れになるという懸念を感じるかもしれない。そうした心理も働いて、日銀は今回も世界的な利上げの流れに追随する選択を採ると考えられる。

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。