

米株価に嘯かれるバブル

～家計部門よりも企業部門に及ぶ金融緩和～

発表日：2014年7月14日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生 (Tel: 03-5221-5223)

目先、米株価が足踏みして、日本株上昇の重石になっているように見える。ここにきて米金融緩和への警戒感と、バブル懸念を疑うような見方もあった。代表例は、低格付け社債の利回りが低下している点だ。一方、企業部門では、社債調達が容易になって設備投資が増える前向きな評価も成り立つ。まだバブル再燃ではないと思うが、見極めづらいのが実情だ。注意したいのは、シロとクロが渾然一体となって、気がつけばバブル再燃となっている点だ。

17,000 ドルに到達したダウ

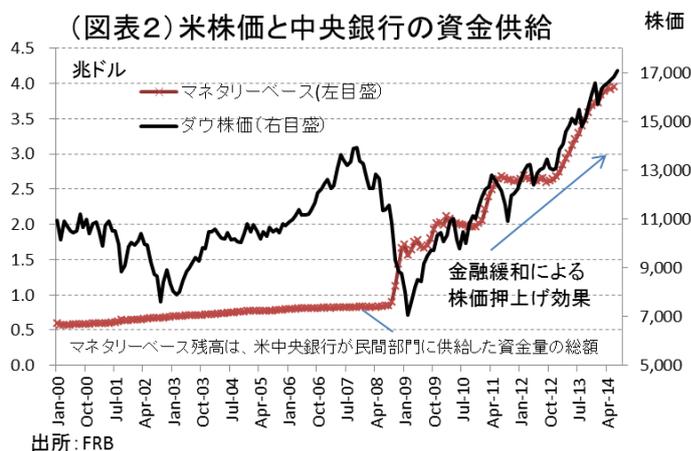
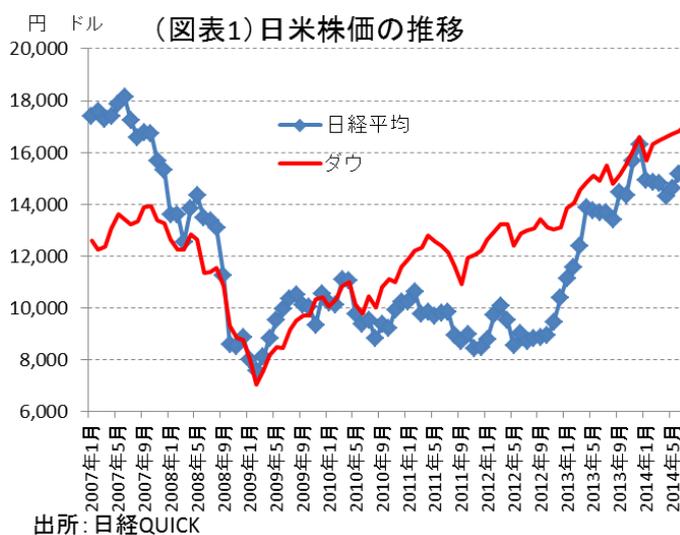
日経平均株価が上昇する度に、アベノミクスに対する評価が反映されると言われるが、本当のところは米株価の動向次第なのだろう。ダウ株価は、雇用統計の発表直後の7月3日に市場再高値となる17,000ドル台をつけたものの、その勢いは続かず一旦は下落する展開になっている。

一方、日本株はどうか。7月初にダウの高値に連動するかたちで上昇したが、その後はもみ合いになっている。これまで、グラフに並べた通り、日経平均株価とダウ株価は微妙に連動してきた(図表1)。今回もダウの水準を追いかけながら、その動きに同調して足踏みしている。

米株価の動向について帰趨を握っているのは、FRBの金融緩和だとしばしば言われる。米国の金融政策は、日本では考えられないほど株価と密接な関係にあり、FRBが資金供給を増やせば、それに応じて株価が上昇しているように見える(図表2)。

今後、FRBは2014年10月にも、テーパリングを完了させることが見込まれる。そのとき、FRBが長期債の再投資を継続していれば、マネタリーベース残高は横ばいを維持することになる。今後どこかで図表2のような関係を離れて、米株価は実体経済の成長を背景に上昇していくと考えられる。

問題は、マネタリーベース残高が増加から減少に転じたときである。FRBは2015年中の次なる利上げに移る手前で、長期債の再投資を停止(またはペースダウン)させて、FRBのバランスシートを圧縮することが予想される。FRBの出口戦略のメニューを実行していくと、これまで2009年から現在まで続いてきたマネタリーベースと株価の関係では、株価下落を促してしまうリスクが潜んでいる。



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。

今のところ、FRB のテーパリングがそこまでネガティブな結果を導くとは考えられていない。FRB は米経済拡大ペースを見極めてから、慎重にテーパリング後の展開を示唆していくのだろうという信頼感が醸成されている。イエレン議長のハト派的なイメージと、柔軟な説明は、それなりの神通力を持っている。

折しも、4、5月の雇用統計は、非農業部門の雇用者数が前月比で28.8万人も増えた（4月、5月の当初発表は同数）。ともに20万人程度の増加予想を大きく上回り、かつインフレ懸念を間近に感じさせない内容だった。

株価は、金融緩和への依存度が低くなっても、雇用拡大ペースが強まっていけば、実体経済の成長を推進力にした上昇にスイッチできると考えられているのだろう。

散見されるバブル懸念

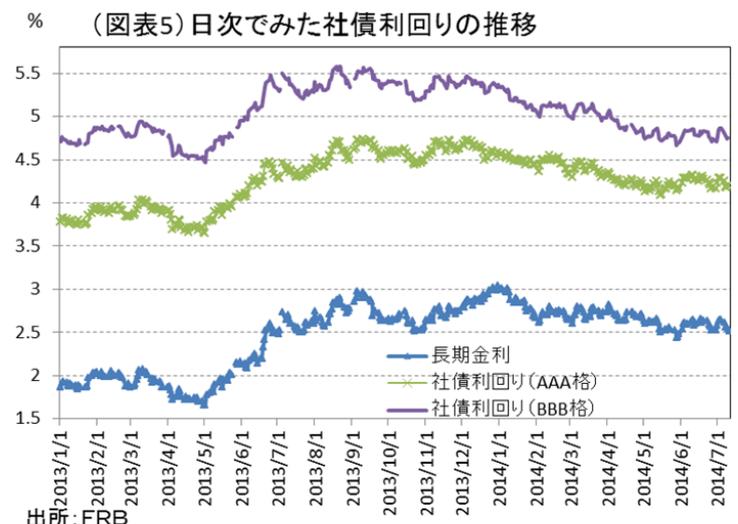
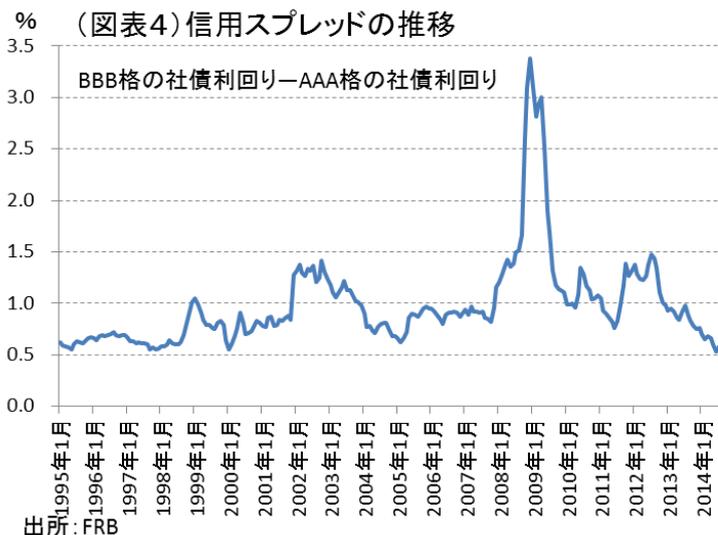
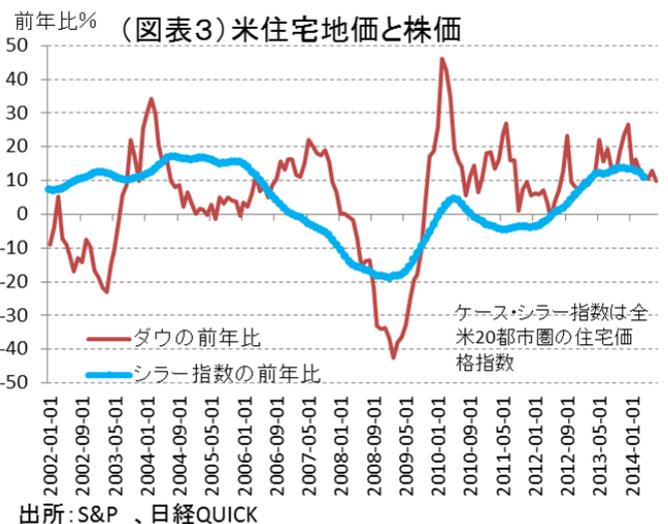
ダウ株価が高値警戒感も手伝って、バブルのきな臭さが語られるようになってきた。いくつか実例を紹介すると、

- (1) これまで低格付けの社債が買われて、長期金利や高格付け社債との間の信用スプレッドが縮小してきた。
- (2) 株価上昇の一方で、長期金利は低位安定して、典型的な流動性相場になっている。
- (3) VIX 指数（恐怖指数）が低下して、むしろ目先は不安定化する可能性が感じられる。

そのほかにも、米住宅地価の上昇率が、リーマンショック後の落ち込みから回復して上昇に転じた後、ここに来て高原状態になっていることが、株価上昇の微妙に重なっていることを警戒する向きもある（図表3）。米住宅価格と株価の前年比伸び率は、ともにピークアウトしている印象である。

この中で、筆者が最も気になるのは、クレジット・リスクに対する警戒感が薄らぐことである。まだ、サブプライム問題が騒がれた2007年の記憶は鮮明に残っている。上記の4つで言えば、(1)の信用スプレッドの変化である。

この現象は、果たして金融緩和が行き過ぎて過度のリスクテイクを起しているとみるべきなのだろうか。信用スプレッドが縮小するのは、国債の利回りが低くなりすぎて、余剰資金が社債投資に回っていることの表れだ。BBB格とAAA格の社債利回りのスプレッドは、特にリーマンショック後の水準としてかなり低下していることがわかる（図表4、5）。



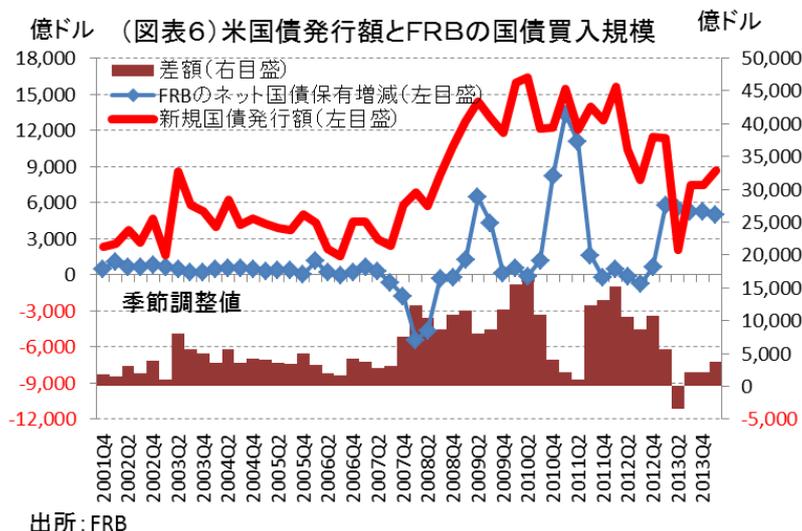
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

もっとも、投資家の間でリスクテイクが行き過ぎて、不健全な資金調達が行われているかどうかは見解が分かるところだ。長期金利水準が歴史的な低位にあるから、社債市場への資金シフトが助長されていることは自然な流れに見える。景気がよくなれば、信用リスクは低下する。スプレッドの変化を単純に異常と判断はできないだろう。

筆者は、信用スプレッドが低下する現象が、長期金利が異様に低下しているために起こっているとみている。長期金利の低下に関して、筆者の理解では需給要因も大きいと見る。米連邦政府の財政赤字は、2013年以降、急速に縮小している。「財政の崖」と言われる歳出削減と減税の停止が、2013年1月に実施され、当時、「2013年前半に景気が失速する」と言われたのが懐かしい。

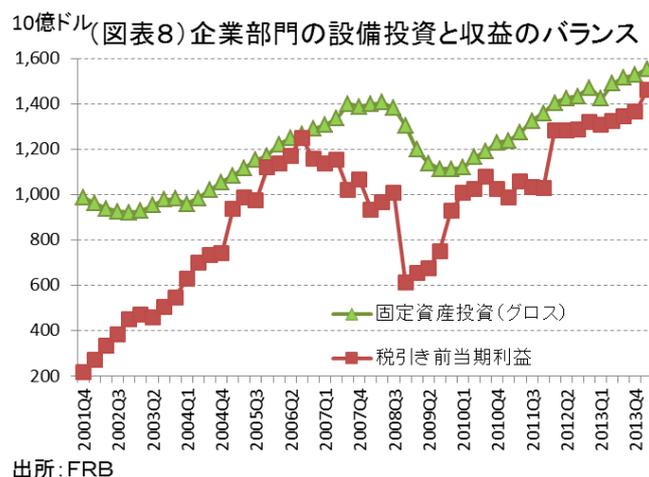
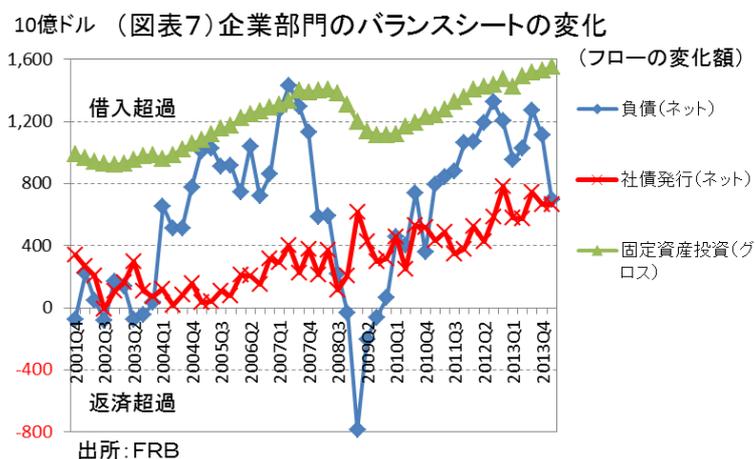
今、思えば、バーナンキ前議長がQE3を発動した遠因には、緊縮財政への不安があったことは否定できない。それでも米景気は堅調に推移したので、その成果が財政再建として結実した。

米長期金利の低下は、債券の発行圧力が急低下する中で、QE3が市中の債券を大規模に吸収したから起こった側面がある(図表6)。財政再建の果実として長期金利は低下していることを、前向きに評価してもよい。



金融緩和効果による企業部門の体質改善

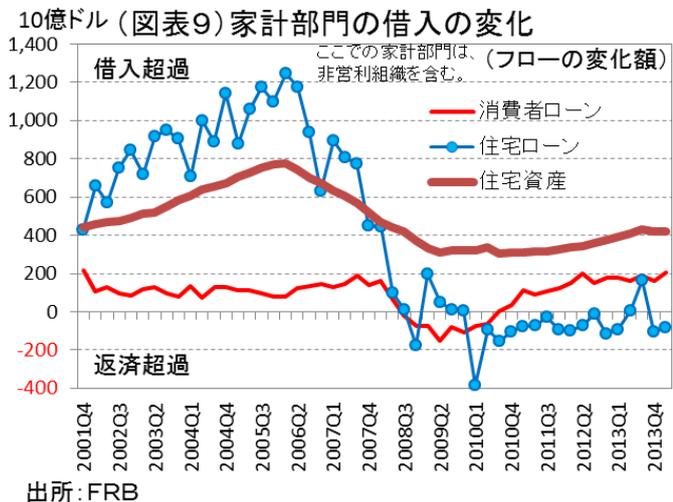
米経済には、金融緩和の効果が実体経済を改善させている部分も多く確認される。そうした部分は、過大な金融緩和によってバブルが生じたとみるよりも、意識的に金融緩和が企業部門に作用しているとみるべきだろう。企業部門のバランスシートに注目すると、このところ社債発行が増えてきて、その資金が設備投資を増やすような図式もある(図表7)。



一時は米企業も、デフレが始まったときの日本企業と同じように、設備投資を手控えて、キャッシュを積み増す動きがあった。それが長期金利の低位安定によって、社債による資金調達が促され、設備投資の拡大に動いてきたというのが最近の変化である。これは、1990年代の日本とは異なり、設備投資拡大による持続的な成長へと健全化している変化という理解もできる。設備投資の増加ペースも、企業収益の増加に比べて、必ずしも過大であるとは言えない(図表8)。

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。

考えてみると、サブプライム問題やリーマンショックの傷を依然として引きずっているのは、企業部門よりも家計部門だろう。長期金利が低位にあっても、家計の住宅債務はそれほど増えていかない(図表9)。長期金利の低下に反応するのは、企業部門であり、家計部門の方は相対的にリスクテイクをする反応が乏しいように見える。従って、家計部門のバブル化は起こっていないとみることができる。



注意してみるべきはこれから

金融緩和が「またバブルを発生させた」と警鐘を鳴らすのはたやすい。バブルが発生しているときほど、「バブルが発生している」という批判と同時に、「今はバブルではない」という声上がる。実際、本当にそうなのかどうかは、渦中にいると見極めがつかない。バブルの芽が育っているときは、多くの場合、バブル的な要素の膨張と、それでない実体的な拡大が同時に進んでいるものだ。シロとクロの要素が入り混じっているから、それぞれ人は「見たいものを見る」のである。所詮、今が健全な経済成長の領域にあるのか、それとも不健全な投資が増えて歪んだ経済成長に導かれているのかは、事後でなければ判定できない。筆者は、現時点で「今はバブルではない」と感じているが、時間が経過すると、知らず知らずのうちに米経済は不健全な領域に入るかもしれない。そのことには、くれぐれも注意したい。

最後に、今後、イエレン議長が2014年後半あたりから取り組んでいく課題は大仕事になりそうだ。米経済が不健全なエリアに踏み込んでいく手前で超金融緩和を寸止めして、好ましい状態を維持することがミッションである。そうした手綱さばきの結果として、米株価がさらに上昇し、日本株に好影響が及んでくるのだろう。

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。