

米株価下落、利上げ観測後退の再検討

発表日：2014年10月17日（金）

～マネタリー要因が強く、マインドは不安定～

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

日米株価は急激に下落している。米株価の上昇は、金融緩和に依存してきただけに、利上げ観測が早まったり遅れたりすると、マインドの不安定化に拍車がかかる。米長期金利は、实体经济の改善にもかかわらず、2013年6月水準までオーバーシュート気味に下がっている。資金量が増えて安全資産へのシフトが大きいからだろう。日本への影響は、行き過ぎた長期金利低下が、ドル円レートにも円高圧力を及ぼすことだ。

株価下落はマネタリーな要因

日米株価の同時下落によって、米株価はやはりバブルだったという印象が強まっている。米国の株価下落は、マネタリーな要因を認めなくては、ファンダメンタルズの変化だけで説明することが甚だしく困難になっている。10月15日の株価下落は、確かに予想外に9月の小売売上高が前月比▲0.3%と落ち込んだ（自動車、ガソリン、建設資材、飲食を除いたコアも▲0.2%）ことが要因であるが、これは例外的な変化にみえる。



筆者の解釈は、米国経済に実体的に不安が乏しいのに株価が下落したことは、むしろマネタリーな側面が強いと考える。以前からNYダウの株価水準は17,000ドルを達成したことで、高値警戒感が醸成されていた。そうした投資マインドの不安定化しやすい環境に変わってきた(図表1)。これは、過剰流動性によってマネーが嵩上げされた部分があったという点で、バブル的色彩が強まっていたということだろう。

そのマネーの嵩上げの梯子を外したのは、FRBの金融緩和観測の変化である。9月のFOMCの議事要旨によって、テーパリングの完了後、2015年前半にも利上げがあるだろうとみていた市場観測が一気に後退した。以前は、FRBが2014年10月のテーパリング終了後も、国債などの償還資金を再投資することで、マネタリーベース残高を横ばいに据え置く構えをみせてきた。市場の見方は、ハト派のイエレン議長の下、FRBは实体经济の改善に併せて、ゆっくりと緩和水準の後退を進めるだろうという先入観に基づき安心していた。それが徐々に変化したのは、ここ数か月、金融緩和の継続は経済データ次第というトーンを強めてきて、新たにFRBが金融緩和を見直すときの自由度を確保しようとする姿勢を強調してきたことによる。9月のFOMCの議事要旨を通じて発表(10月8日)された内容では、それがいよいよ鮮明になった。さらに、そのときの議論が、予想外に警戒色の強い内容だったので、利上げ観測が後退し、株価下落、長期金利低下を誘った。

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。

長期金利低下による円高リスク

筆者が驚くのは、米長期金利の低下があまりに進んでいる点である（図表2）。10月15日には長期金利水準が2.10%になった。この水準は、2013年6月初のレベルである。当時は、バーナンキ前議長がQE3の縮小を示唆して、株価が一旦大きく調整した時期である。現在と当時を同一視できるかという点、実体経済の状況は大きく異なる。当時の失業率は、2013年央で7.5～7.6%であり、毎月の雇用増加ペースが20万人に届いていなかった。それが現

在は、失業率が5.9%（2014年9月）まで下がり、雇用拡大ペースが20万人を上回っている。2013年と現在を比べると、今の方がファンダメンタルズの改善が断然良くなっていることは明らかだ。

米長期金利がその時期と同じくらいに低下するの理由は、株式市場に流入していた資金が一気に債券市場にシフトからだと理解できる。原油市況も急激に下落しているため、リスクマネーは一挙に安全資産へとシフトしてきたに違いない。流動性環境は、2013年央よりもはるかに過剰の度合いが強まっているので、米長期金利は以前よりも巨大な資金シフトを受けて著しく下がっている。

日本に影響が大きいのは、米長期金利の低下が円高圧力になる点である。日米金利差が縮小すると、ドル安・円高になっていく。仮に、米長期金利の低下が行き過ぎているとすれば、その影響は為替レートにもオーバーシュート現象として表れるはずだ（図表3）。

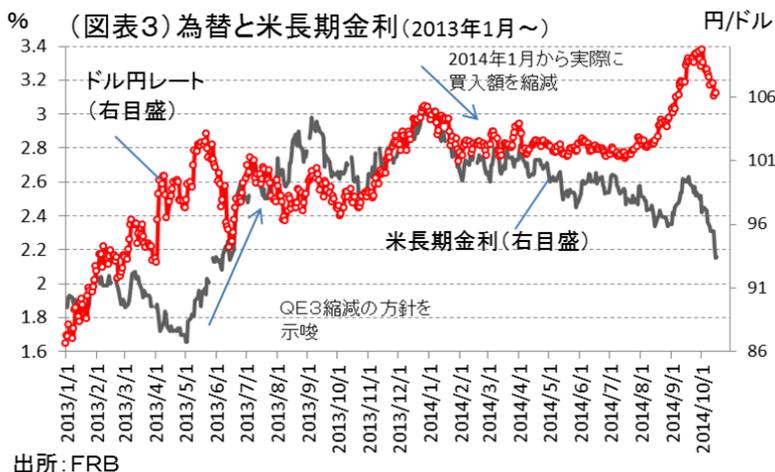
ドル円レートは、10月1日に一時1ドル110円になったが、ここに来て1ドル105円台まで円高に振れている。相場のレンジは、再び2014年初からの1ドル101～104円のレンジに押し戻される可能性もある。米経済の改善は進んでおり、ドル高・円安はそれに応じて起こってきたから、1ドル110円近くまで円安になった。米金利が低下方向にオーバーシュートすると、その図式が崩れる。ファンダメンタルズはドル高方向に変化しているが、マネタリーには米長期金利低下、ドル安の反動が大きいように思える。

本当に利上げは遠のいたのか

ところで、FRBは本当に利上げを後ずらしすることになるのだろうか。この点は、額面通り、今後の「経済データ次第」だと考えられる。

やや詳しく振り返ると、米国発マーケットの混乱の原因は、冒頭に述べたように、利上げの見方が大きく修正されたことにある。9月のFOMCでは、現状の金融緩和を「相当の期間」維持するという言葉を声明文に残しつつ、テーパリング完了後の利上げは経済データ次第だという方針が強調された。9

（図表2）米長期金利の推移



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。

月 17 日の FOMC の直後は、このことが問題視されることはなかった。

しかし、この 9 月の議事要旨が 10 月 8 日に発表されると、にわかには風向きが変わることになる。議事要旨の議論では、これまで予想していたよりも、メンバーたちが慎重だったからだ。例えば、海外経済が予想よりも弱くなったとき、米経済に及ぶ不確実性やリスクを懸念していたことがわかった。欧州の悪化がさらにドル高を招き、米国の外需セクターに悪影響を及ぼすかもしれないという見方もあった。

しかし、もしかすると、メンバーたちは、9 月の FOMC で利上げへのアクションについて、あらかじめ固定的に決まったインターバルを置くのではなく、時々刻々と変化する経済データによって決まるという原則を確認したに過ぎないかもしれない。経済データは弱いこともあれば強いこともあるから、あらかじめ様々なリスク要因を頭に入れておかななくては行けない。よって、ダウンサイドリスクへの警戒を怠りなく行ったという解釈もできる。

また、メンバーたちは、「相当の期間」というガイダンスの扱いに関して、これまで通り特段削除しなくても金融政策の正常化がうまく進んでいけば、あまり意味を成さなくなると考えた。だから、ことさらに削除してスタンスが変わったとミスリードされたくないという意図に基づいて、声明分に残すことにした。経済データ次第だという考え方は、利上げが至近距離にあるので、決め打ちをしない方がよいという解釈を再確認したとみられる。

欧州経済の悪化傾向を無視することはできないが、そのリスクに過剰反応することもまた FRB の意図ともかけ離れているように思う。上もあれば下もあるのならば、懐を深くしておく方がよいのだろう。ブロード・セントルイス連銀総裁は、テーパリングの完了を目前に、債券買入の減額を中断して、指標を見極めることに言及している。かつて日銀は、量的緩和政策を 2006 年 3 月に停止し、2006 年 7 月にゼロ金利解除を行った。今の FRB はそのときを髣髴とさせる。FRB のメンバーも、当時のことを研究して、懐の深い対応を検討しながら、金融政策の正常化に取り組もうとしているはずだ。

よく考えると、不思議なことに欧州など世界経済の悪化によって米経済にも悪影響が及ぶという見方については、少し前は異なる解釈も一般的だったように思う。米経済の拡大が牽引役になって世界経済が拡大し、欧州経済は停滞で取り残されるさるだろうという理解である。今、その理解が正反対になって、米国経済が欧州に引きずられると逆転したことは、観察者のマインドが弱気に傾いていることを象徴しているのではないだろうか。筆者は、過剰流動性の中で、もともと市場のセンチメントが不安定化しやすいことに注意を払うことが重要だと思う。

今回は、議事要旨の内容が中立よりも弱気のマテリアルとして、必要以上に引き上げられたが、仮に、この先に発表される経済データで力強い指標が相次いで、再び利上げ観測が一転して前倒しになる可能性も十分にあるだろう。センチメントの地盤が緩いということは、ちょっとした出来事が必要以上にマーケットを揺さぶりリスクを持つということだ。

金融緩和の延長でなぜ株価が下がるのか

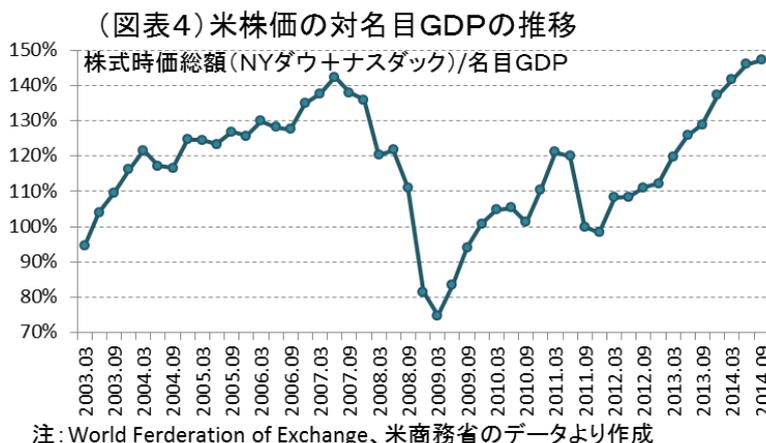
ところで、FRB の利上げが遠のいたのに、なぜ、株価が下がるのであろうか。おそらく、多くの人がわかりにくいと感じているのは、この点だろう。素朴に FRB の利上げが遠のくと、むしろ株式市場には歓迎されるのではないか。そうした発想とは反対に、なぜ、利上げ予想が後退したにもかかわらず、株価が下落するのか。

この議論に対して、2014 年のノーベル経済学賞を受賞したフランスのジャン・ティロール教授の「バブル代替」の考え方を援用すると巧みに説明する。まず、ティロール教授が示した「バブル代替」

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。

とは、投資収益率（利子率）が、経済成長率を上回っているときは、実物投資が加速する。反対に、投資収益率が、経済成長率を下回っている状況では、金融投資に資金が回って、金融資産が膨張している。総体としての金融資産が膨らんでいる状態は、バブルである。

これまでのQE3を実施していた米国経済は、実体経済の成長力が弱く、成長率よりも金融緩和的な金融政策運営を余儀なくされていた。このときの株価は、成長率よりも膨張度合いが大きくなっていったと考えられる。実際、NYダウとナスダックの株式時価総額を、名目GDPで除した割合の推移をみると、徐々にその比率が高まっていたことが確認される（図表4）。



一方、米国経済はFRBのトップがイエレン議長に代って、成長率が上昇してきた。多くの投資家は、ハト派のイエレン議長は過度な金融引き締めはしないだろうと予想し、金融の緩和度合いは実体経済と平行移動して調整されるとみてきた。テーパリングで緩和環境は徐々に後退したが、それは成長率の上昇ペースからみれば、相対的な金融緩和は維持されて、株価上昇とも整合的だった。金融緩和の解除は、利子率<成長率の関係を脅かさない範囲で進められてきたと言える。

ところが、ここにきてFRBのメンバーが欧州発の景気悪化リスクが米国にも波及することを警戒させたことで、この関係を不安定化させた。つまり、景気悪化によって成長率が下方屈折するリスクは、利子率>成長率となりかねないという不安である。金融緩和が継続していても、実体経済が悪化してしまうと、相対的な金融緩和環境が崩れかねないということだ。利上げ観測が遠のいても、相対的な緩和度合いが後退しては株価は下落する。

ただし、株価が急落したと言っても、マネーの総量は維持されていて、資金シフトが債券市場に向かって起こったに過ぎない。バブルは、株価から金利へとシフトして、過剰な資金は総体としては維持される。これが、バブル代替の図式である。長期金利の低下は、金融緩和環境が変わったことを意味するのではなく、実体経済の悪化シグナルに反応して、金融資産のアロケーションが、株式から債券にシフトして、依然として過剰流動性なのである。

もうひとつ、重要なのは、この理論を採用すると、今後の株価上昇を見通すこともできる。FRBは、本格的な引き締めをすることを考えている訳ではなく、我慢強くファンダメンタルズのさらなる改善を待っていると考えられる。依然として、「経済データ次第」の姿勢を守り、強気のデータが相次いで発表される環境を待って、再び利上げにトライする方針なのだろう。経済データが強くなれば、また債券から株式へと資金シフトが起こる可能性もまた十分にある。

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。