接近する米利上げと株価動向

~一旦株価下落でも利上げ後半には消化される~

発表日:2015年3月11日(水)

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

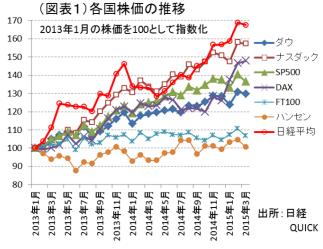
3月初に発表された米雇用統計が、予想を超える力強さであったことで、6月16・17日のFOMCでの利上げの 着手が現実味を帯びてきた。利上げが警戒される理由は、株価下落の引き金になると考えられるからだ。実際、調 べてみると、2004年と1994年は、利上げ直後に株価下落が起こっても、利上げの後半には株価上昇に転じていた。 反対に、株価が利上げの影響を受けずに上がっていった1999年は累次の利上げで株価上昇が終わった。

利上げは鬼門?

なぜ、これほど米利上げが注目されるか。理由は、株式市場にとって金融引き締めが大きな脅威になると多くの 人がみるからだ。象徴的なのは、I Tバブルと言われた 1999 年の株価上昇である。当時の株価上昇は、1999 年 6月から開始された利上げによって見事に潰された。

その影響は、米株価のみならず、日経平均株価にも及んだ。今の日経平均株価の前回高値(2000 年 3 月の20,809 円)は、I Tバブルの時期である。IT バブル以降、日本株は 15 年間も当時の高値を抜けないでいる。それほど米利上げは株式市場にとって「鬼門」だと言える。

各国株価の連動性を確認すると、日経平均株価は米株価との連動性が高いという特徴がある。2012 年末にアベノミクスが始まって以降の株価上昇局面では、その傾向はより強まっている(図表 1、2)。米株価が大きく調整すれば、その影響は避けがたく日本株にも及んでくるだろう。



(図表2)各国株価の関連性

\							
相関行列	1月~20	15年3月					
	ダウ	ナスダック	SP500	DAX	FT100	ハンセン	日経平均
ダウ	1.000						
ナスダック	0.979	1.000					
SP500	0.989	0.988	1.000				
DAX	0.905	0.922	0.896	1.000			
FT100	0.715	0.716	0.734	0.776	1.000		
ハンセン	0.670	0.703	0.699	0.645	0.639	1.000	
日経平均	0.921	0.920	0.890	0.896	0.590	0.684	1.000

注: 変数間の関連性は、表中の相関係数が1.000に近づくほど高いと言える。日経平均株価は、ダウ(0.921)とナスダック(0.920)との関連性が特に高い。

2004年と重なる経験則

ところで、なぜ、6 月のFOMCが利上げに着手する起点と考えられているかを説明しておく必要があるだろう。 FRBが前回引き締めをしたのは、11 年前の 2004 年 6 月である。最近の FOMC の声明中のガイダンスでは、 2004 年の利上げ前とよく似た情報発信が行われている(図表 3)。2014 年 12 月の声明文では、金融政策の正常 化に向けて「辛抱強くいられる(can be patient)」と書き加えられている。これは、利上げが近づいていることを示す。2004 年 1 月の FOMC 声明文では、「辛抱強くいられる」という表現が登場して、その後 5 月に「辛抱

強く」が落とされて、6月に利上げを実施している。今回も、基本は経済情勢次第であるとはいえ、2015年3月に「辛抱強く」の表現が修正されると、そこから利上げが至近距離にあると理解できる。そうした読み筋から、利上げのタイミングは2015年6月のFOMCだという見方になる。

(図表3)米連邦準備理事会の利上げ前後の声明文のガイダンス変更

(2004年のとき)			(今次局面)			
2003年12月	かなりの期間、現在の緩和的政策:	2014年10月	量的緩和を終了(テーパリング完了)			
	↓ することができる		現行金利をかなりの期間維持することができる			
	↓			↓		
2004年1月	緩和的政策の変更に対して辛抱強	2014年12月	金融政策の正常化開始に向けて辛抱強くいられる			
	==>「かなりの期間」を削除		==>「かなりの期間」は残った			
2004年3月	↓	2015年1月	↓「かなりの期間」の表記は消える			
2004年5月	慎重なペースで解除することができ	2015年3月	「辛抱強くいられる」を削除? (もしくは4月) 先			
	==>「辛抱強くいられる」を削除	2015年4月	\downarrow	ı	行	
2004年6月	政策金利を1.00%から1.25%へと引	2015年6月	政策金利の変更?	・・・議長会見あり 📗	き	
2004年8月	政策金利を1.50%に引き上げ		2015年7月	利上げ継続?	1	の
2004年9月	政策金利を1.75%に引き上げ		2015年9月	利上げ継続?	・・・議長会見あり	,予
2004年11月	政策金利を2.00%に引き上げ		2015年10月	利上げ継続?	•	想
2004年12月	政策金利を2.25%に引き上げ		2015年12月	利上げ継続?	・・・議長会見あり	

注: FRBの資料に基づき、筆者が作成。

本当に利上げは脅威だったのか

さて、今度は過去の利上げの影響について述べて おきたい。検証するのは、2004 年 6 月、1999 年 6 月、1994 年 2 月の 3 回の利上げ開始である。

まず、2004 年 6 月のときは、利上げの直後に株価が下落している(図表 4)。ただし、それは一時的であった。少し長い範囲でみると、利上げの後半期は株価上昇に転じている。言い換えると、株価は初期局面では金融引き締めを消化できなかったが、しばらく時間が経過すると、経済成長ペースが強まって、利上げは問題でなくなったということだろう。次に、1999 年 6 月は、前述した I Tバブルが潰れたときである(図表 5)。当時、ダウとナスダックでは反応が異なっているが、ここではわかりやすい動きをしたナスダックに注目している。

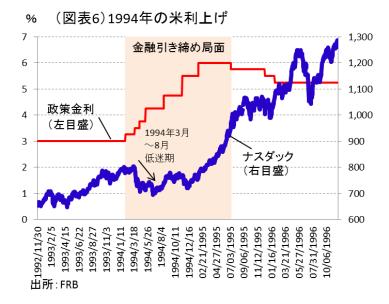
注意深くみると、1999 年 6 月に利上げを開始した当初は株価は下落していなかった。逆に、利上げをものともせずに株価が上昇したことで、当時の株価はバブル的ですらあったと言える。その後、利上げ効果が累積すると、ナスダックは急落して、バブル崩壊の憂き目をみている。

最後に、1994 年 2 月の利上げをみてみよう(図表6)。ここでも、初期局面では株価下落の反応を示したが、半年程度で株価上昇が再開された。





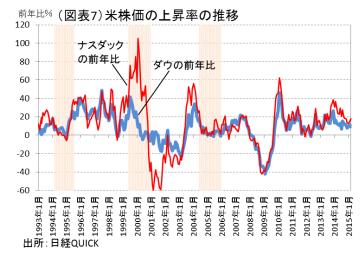
2004年と同じように、時間とともに利上げが消化されたのだと理解できる。



以上の経験を踏まえると、利上げ開始は、常に株価下落の引き金になっていた訳ではないことがわかる。少し丁 寧に利上げと株価の関係を記述すると、次のように整理できる。

- (1) 利上げの初期局面で株価が下落する反応は起りやすい。
- (2) その後、時間が経過して金融引き締めが消化されていくと株価は上昇を再開する。
- (3) 逆に、利上げを全く寄せ付けずに株価上昇が進んでいるときには、すでにバブル的な株価上昇になっている危険がある。累次の利上げによってバブル崩壊が起こることを警戒した方がよい。

結局、米利上げによって株価が大きく下落して、その後長い低迷期に入るかどうかは、利上げ前にどのくらい株価が低金利効果によって押し上げられていたかに依存するのだろう。1999年の株価上昇は、特にナスダックについて著しく大きかった(図表7)。それに比べると、最近のナスダック、ダウの上昇率はそれほど高くはない。



今後の金融引き締め

最後に、2015年の金融引き締めについて考えてみたい。多くの金融関係者は、6月の早期利上げが見送られて、9月以降になってほしいという潜在的な願望を持っている。しかし、筆者には、利上げの初期局面で起こる株価下落を警戒するよりも、その先で利上げを短期間で消化していけるかどうかを見極めた方がよいと考える。

経済成長ペースが強い場合には、利上げ後に起こる株価下落は一時的なものに止まる。当初、株価が下落しても、 それは株価が割安になるタイミングだという見方もできる。

むしろ警戒すべきは、永年の金融緩和効果が蓄積して、構造的な歪みが生じていた場合である。改めて利上げによって株価が下落する理由を確認しておくと、それは企業の割り現在価値が将来金利の上昇によって目減りするからである。割り現在価値とは、予想配当収益/割り率の累積値である。

例えば、0.25%の短期金利が 10 年間続くとみていたときの割引金利が、利上げによって 10 年間で 1.00%の短期金利になると変更されたとしよう。そのとき、当初の割引価値 100 は、割引率の上昇によって 92.8 に下がってしまう計算になる。金利見通しの変更で、▲7.2%の割引現在価値の下落が起こるという例証である。

もしも、波乱が起らないとすれば、(1) 実体経済の強さが段々と増していく場合である。現在の米雇用拡大は、賃金インフレを伴わずに増加している好ましい状態である。もうひとつ、(2) 米利上げ予想が事前に完全に株価に織り込まれているときも、株価は調整しない。利上げの事前と事後で、株価を計算する割引率が変動しないということだ。イエレン議長が、利上げのシグナルを随分と手前から発信していたのは、波乱を起こしたくないからだろう。

逆に、すでに株価がバブル的領域にあるという意味は、将来の利上げが織り込まれずに割引率が極端に低い状況である。現在の米国の長期金利が 2%台前半と極端に低いことはやや不安に感じさせる。もっとも、筆者は、すでに FRB の利上げは既定路線になっていて利上げ予想はかなり織り込まれているとみている。

むしろ、読みにくいのは国際的な資金移動の中に隠れた反動である、単純明快に言えば、超低金利を前提にして、 新興国が調達していた資金が、米利上げに反応して大量流出する可能性である。そうしたショックは、まだ十分に 織り込まれていないと思う。

仮に、その反動が顕在化すれば、新興国通貨がさらに売られて、ドルが買われることになる。新興国通貨の売りは、2014年冬のロシアのルーブル安や、2014年初のアルゼンチン・ペソの暴落を彷彿とさせる。筆者は、米利上げが進んだ段階で、売り込まれる新興国通貨が次々に出てきて、隠れた新興国ショックが株式市場を揺るがすことには注意すべきだと考える。