

テーマ：第二弾の株下げを主導した長期的インフレ懸念
～バーナンキの懸念も一理あるにはあるが・・・～

発表日：2006年6月8日（木）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 嵐峰 義清 (03-5221-4521)

バーナンキ発言をきっかけに株式市場は第二弾の下げに

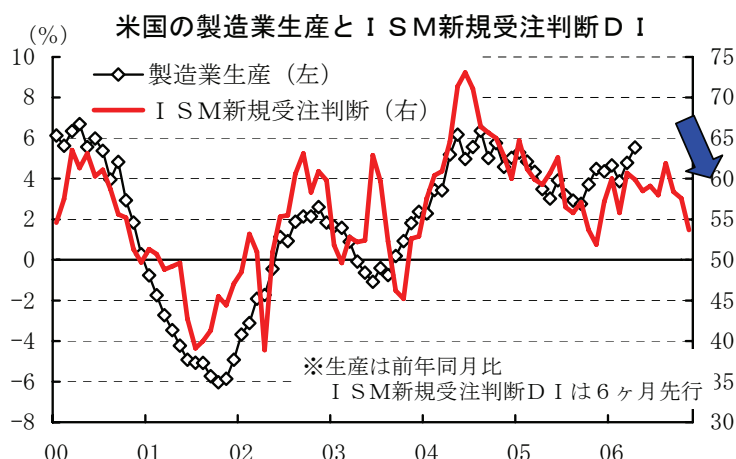
今週に入り、世界的に株価が急落している。6月7日時点の主要株価指数は、前週末比（3営業日前比）でみて、NYダウが▲2.8%、独DAXが▲2.5%、英FT100は▲1.0%、日経平均に至っては▲4.4%となっている。エマージング市場では、韓国総合が▲3.2%、ブラジルボブスバが▲7.1%、インドムンバイが▲6.6%、ロシアRTSが▲6.8%などと、大きく下げた。

世界の株価指数は5月初から中旬にかけて大きく値下がりした後、5月下旬から6月初にかけては下げが一服、ロシアや中東などエマージング市場では急反発、マーケットは落ち着きを取り戻しつつあった。こうした状況が崩れるきっかけとなったのが、6月5日のバーナンキFRB議長の講演である。

この中で議長は、最近の米コアベースの物価動向について「歓迎できない」と述べ、「このようなコアインフレの上昇が持続すれば、自身を含めたエコノミストが安定と見なすレンジの上限、またはそれを上回る水準に到達すると考えられる」として、インフレ抑制のために追加利上げを視野に入れていることをより強く打ち出した。ちょうど、5月下旬から6月上旬にかけて、米国景気が減速感を強めつつあることを示す経済指標が相次いで発表され、市場では利上げ打ち止め期待が再び盛り上がり始めたところだっただけに、一層のタカ派的な発言にカウンター・パンチを食らった格好となった。

米景気に必要以上の減速を強いる可能性

予想を大幅に下回った5月雇用統計（非農業就業者数の事前予想前月差+170千人に対して、実績値は同+75千人）は、一時的要因が含まれていることもあり、特に“悲惨な”数字ではない。懸念すべきはそれより前に発表されたISM製造業景況指数の構成項目である新規受注判断DIである。同DIは、生産活動にたいして1～2四半期先行する傾向が見られ、先行きの生産活動を把握するのに有用な統計だ。今年2月にかけて61.9ポイントまで上昇したあと、やや軟化するものの3月（58.4）、4月（57.6）と判断基準となる50を大幅に上回る比較的高い水準を保っていた。これが、6月1日に発表された5月分では53.7ポイントと前月差▲3.9ポイントと急低下した。過去の経験則に倣えば、秋から冬にかけて、米国の生産活動に目立ってブレーキがかかることを示唆した形だ。足元の米国経済は、住宅部門で減速が目立ち始めたが、雇用環境が良好なことから個人消費は底堅さを保っている。中でも、日欧など海外景気の回復による輸出拡大と、好調な設備投資が目立っているだけに、先行きの生産減速をによって年末にかけての米景気の減速が示唆されたと言える。

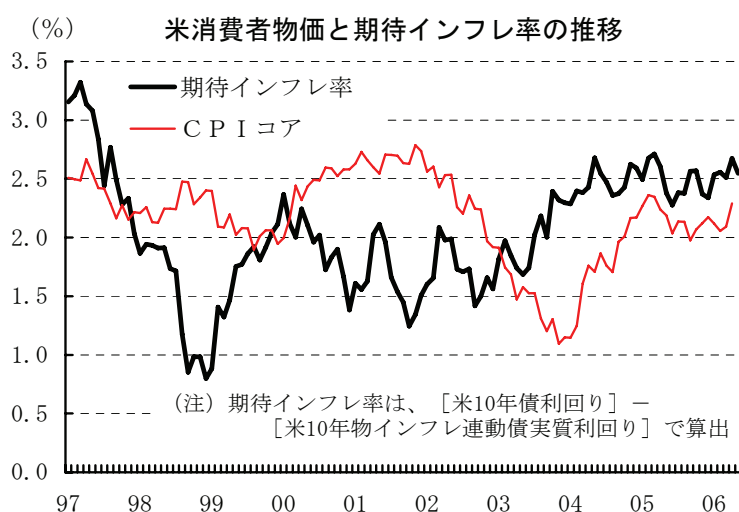
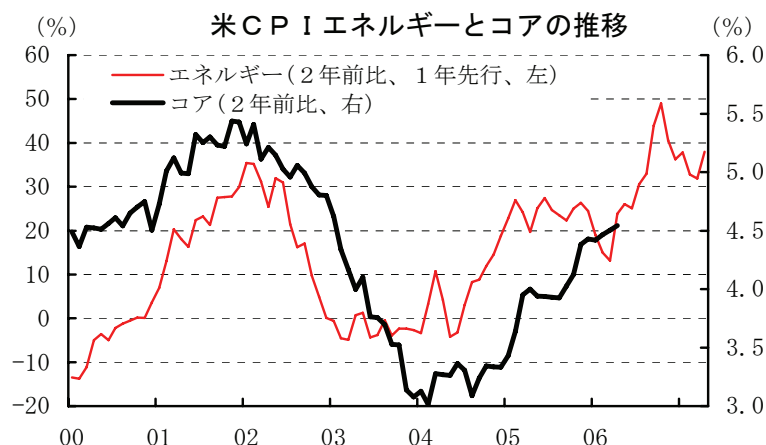


さらに、バーナンキ発言でインフレ懸念の時間軸が短期的なものではなく、中長期的であると捉えられる発言が見られたことが追い打ちをかけている。バーナンキ議長は、「エネルギーや商品価格の累積的な上昇は、コアインフレをある程度押し上げる要因となりうるのに十分なほど大きい」と述べた。このことは、原材料価

格の上昇が続くとすれば、やがて川下まで波及するリスクがあるとFRBが認識しているという趣旨に捉えられる。確かに、前年同月比で見たエネルギー価格の上昇率とコア物価の上昇率を比較すると、エネルギー価格が大きく上昇しているのに対し、コア物価は比較的落ち着いており、生産性の向上や価格競争の激化などによって川上での物価上昇がよく吸収されているように見える。しかし、バーナンキ議長が示したようにもう少し長いスパンでの上昇率（議長は3ヶ月前比や6ヶ月前比での上昇率に言及）を見ると、趣は大きく変わってくる。2年前比上昇率で見たエネルギー価格とコア物価の動向を見ると、エネルギー価格がコア物価におよそ1年先行する形で、両者はほぼ平行に推移していることが分かる。つまり、川上での物価上昇が持続的なもの（＝累積的なもの）となれば、それはやがて川下へと波及する姿は、未だに変わっていないということだ。無論、原材料価格の転嫁率は趨勢的に低下しているとはいえ、足元でコア物価の上昇率が許容範囲上限にある一方、なおも原材料価格が高水準にあるのであれば、今後はコア物価上昇率は許容範囲を逸脱するリスクが大きくなる。

こうした圧力を減退させるには、とりもなおさず原材料価格の騰勢を抑える必要がある。つまり国際商品市況を下落させる必要があるが、そのためには①景気を大幅に減速させて原材料の需給を緩和させる、②過剰流動性の吸収などによって投機マネーの流入を抑える——などの措置が必要となる。要するに、“利上げが必要”ということになる。

さらに、バーナンキ議長は「エネルギーと商品価格の上昇がより高いインフレ率に結びつくのを防ぐ最良の方法は、民間の長期的なインフレ期待を押さえつけておくことだ」と述べた。ここで、10年物国債利回りと10年物インフレ連動債実質利回りとの差を“長期的なインフレ期待”とすれば、2004年以降ほぼ2.5%±0.2%程度のレンジに治まっている。すなわち、特にここに来て期待インフレが上昇している様子は窺われない。そこで、実際のCPI（コア）上昇率と比較すると、多くの期間にわたって両者の方向性は一致しているものの、00年だけは両者が逆方向に動いていることがわかる。一般に、期待は過去の経験によって決定される要素が大きいため、実際のCPIと期待インフレが同一方向に動くのが常態と言える。ではなぜ00年だけが違った動き、すなわちCPIが上昇しているのに対し期待インフレが低下しているかといえ、この時期にFRBはより引き締め政策を強め、株式市場ではITバブルが崩壊、先行きの景気減速期待が高まったことが挙げられる。これにより需給は緩和、すなわちインフレ鈍化期待が生じたということになる。ここで足元に目をやれば、04年以来FRBは利上げを継続、累計で400bpものFF金利引き上げを行ったにもかかわらず、期待インフレは全く下がっていない。すなわち、これまでの利上げでは市場の期待インフレを抑えられていないということであり、先のバーナンキ発言に照らせば、期待インフレを抑制するためにはさらなる利上げ（あるいはタカ派的なポーズ）が必要ということになる。



以上のように、バーナンキ議長の5日の講演内容は、よりタカ派的なスタンスへの移行を打ち出したものであり、追加利上げの可能性も極めて高くなった、との市場の評価は妥当と言えよう。すでに、FF金利は足元で景気に対して中立とされる上限程度にあるため、一段の利上げは景気抑制的な水準へ完全に踏み出すものとなる。すなわち、米景気は“オーバーキル”されるリスクが高まったということになる。

問題はそれだけではない。原材料価格高騰の累積的な影響を通じた中長期的なインフレリスクに言及した以上、景気減速が明確になっても、緩和政策への転換のタイミングが遅れる可能性も高くなったと言える。このことも、米景気の減速が予想以上のものとなりリスクを高めたと言えよう。

株式市場は足元の“割高修正”相場から、今後は“業績下方修正相場”へ

5月以降の世界的な株安は、言わば割高感の修正相場であったと言える（「世界の株式市場動揺の背景と今後の展開」06/5/25 鳶峰を御参照）。足元でも日本株の下げが相対的に目立っているが、これもその流れにあると言える。東証一部の予想PERは19倍台にまで低下したものの、海外株式市場も下落、PERが低下しているために、相対的な割高感に残存している。金利を加味したイールドスプレッドを勘案すれば、日本の金利水準が際立って低いことから、日本の株は相対的に見ても決して割高とは言えない。しかし、日銀の利上げ観測が強い状況では、こうした側面に光は当たりにくい。

さらに、今後は米景気の予想以上の減速と、それに伴う世界的な景気減速を織り込む“業績下方修正相場”が訪れるリスクが高い。米国においては、7～9月期以降の企業業績が予想ほど伸びない、あるいは予想以上に悪化するリスクがある。株価の下落を受けて、予想PER水準は世界的に低下傾向にある。しかし、今後予想EPSが下方修正されることになれば、PERには再び上昇圧力がかかる。つまり、割安感というテーマでは買いにくくなってくる。

その後は、一般的には景気の減速を受けた金利の低下を受けて、“金融相場”が訪れることになる。しかし、前述したようにFRBが中長期的なインフレリスクに目を奪われ、緩和へのタイミングが遅れることになれば、金融相場によって株価が持ち直すタイミングも遅れることになる。無論、米国に遅れて中立水準への金利調整を画策している日本や欧州も同様である。

これまでの下げが急激なものであったために、一旦は自立反発的な動きが出てくる期待はあるものの、年末までの相場環境を見渡せば、株式市場は厳しい環境が続く可能性が高まったといわざるを得ない。