

テーマ：米量的緩和政策後の株式市場

発表日：2012年10月10日（水）

～流動性が株価を押し上げるのは年明けまで待つ必要あり～

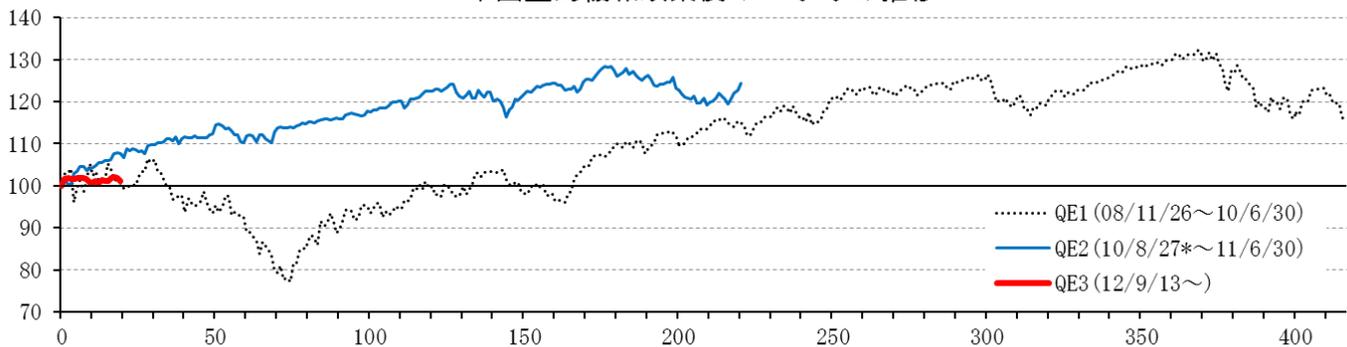
第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 嶋峰 義清 (03-5221-4521)

## QE 1、QE 2、それぞれの市場環境

F R Bが9月13日のF O M CでQE 3の導入を決定してから3週間以上が過ぎた。しかし、市場ではQE 3前とQE 3後とで、特別大きな変化はない。NYダウは、QE 3決定日に前日比+1.55%上昇したものの、その後は一進一退を繰り返し、足元ではQE 3決定日から▲0.5%と小幅ながら下落している。量的緩和政策によってあぶれたマネーは、株式市場を中心としたリスク性資産市場に流れることが期待されているが、少なくとも足元までのところはそうした“効果”が現れていない。

リーマン・ショック以降に執られた3回の量的緩和政策時の株価の動きを振り返ると、QE 2（10/11～11/6）時には株価は順調に上昇基調を辿っていたのに対し、QE 1（08/11～10/3）時には株価は下落基調から脱するのに3ヶ月も要している。QE 3決定後の株価の動きは、どちらかというとならばQE 1時に似ていると考えられる。そこで、QE 1とQE 2の時の環境について改めて振り返ると、市場の雰囲気やファンダメンタルズに大きな違いがあることがわかる。

### 米国的量的緩和政策後のNYダウの推移



\*QE2の起点は、バーナンキFRB議長がQE2導入を示唆したジャクソンホール講演とした

まず、QE 1とQE 2、それぞれが決定された時期の市場環境を俯瞰すると、QE 1は、リーマン・ショックによってグローバルに金融市場が大混乱している最中に導入された。各国中央銀行は、短期金融市場において巨額の資金供給を実施したほか、国際的なドル・スワップ取極を実施するなど緊張緩和に努めた。また、米当局は破綻したリーマンブラザーズ以外の金融機関については“様々な形で”救済して破綻はさせない方針を打ち出していたものの、欧米を中心とした大手金融機関を含んだ連鎖破綻のリスクは払拭されず、投資家のリスク許容度は極端に低下した状態が続いていた。戦後初とも言える金融市場の混乱は直ちに実体経済にも影響を及ぼし、各国経済は急失速の様相を見せた。これに対し、各国政府は過去最大規模の景気対策などを打ち出したものの、金融機能が失われている状況で、なかなか効果を発揮しなかった。こうしたなかで、株価は急落する場面がたびたび見られ、NYダウはQE 1導入から3ヶ月以上経過した09年3月9日には6,547.05ドルと、QE 1導入前から▲23%もの下落を記録した。しかし、その後は株価は急反発に転じる。きっかけは、米大手金融機関が1～3月期の業績が大幅回復するとの見通しを発表したことであった。これ以降、リーマンブラザーズの破綻をきっかけとした金融不安は氷解し、市場の極端なリスク回避姿勢にも改善の動きが見られるようになった。

一方、QE 2は10年11月のF O M Cで決定されたが、8月末に行われたジャクソンホールでのバーナンキFRB議長の講演で新たな量的緩和政策の導入が示唆されたことで、市場は同講演以降QE 2を織り込んだ動き

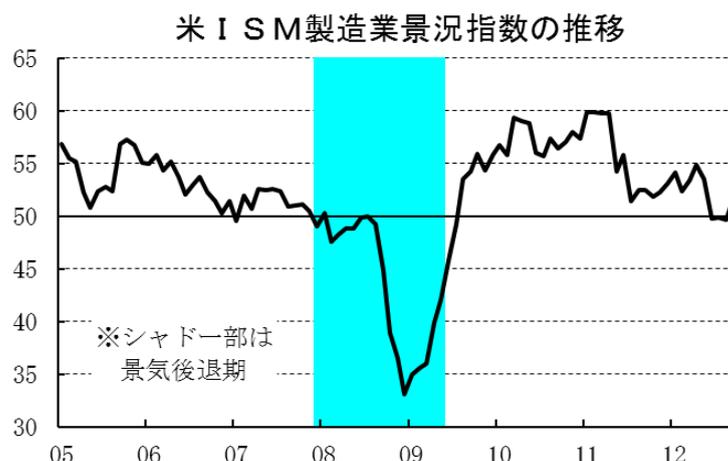
となった。したがって、決定の2ヶ月あまり前からQE2の実質的な効果はすでに市場に染み渡っていたと言えよう。当時は、すでにサブプライムローン問題を起因とする金融機関に対する不安は払拭しており、懸念すべき問題は“米経済の回復の遅さ”であった。同年春にQE1が打ち切られて以降、夏場には米雇用関連統計が下ぶれるなどしたことから、市場の一部では景気の再減速を懸念する向きも目立っていた。もっとも、この時期には欧州の財政問題が新たな不安要素として浮上していた。QE1が打ち切られた後の4月にはギリシャが資金支援を要請したうえ、アイルランドやポルトガルも国債発行による自力での資金調達はいずれ困難になるとの見方が大勢であった。とはいえ、これらの国の経済規模は決して大きくはなく、欧州当局が適切な対応を取れば、グローバル市場を巻き込むリーマンショックのような混乱に直ちに繋がると見る向きは多くはなかったのも事実である。

このように、QE1は市場環境が戦後最大とも言える“緊張”のなかで、市場関係者のリスク許容度が極端に低下している中で導入されたのに対し、QE2は欧州問題が新たな不安材料として取り上げられてはいたものの、まだその問題の解決の困難さを市場が直視していたとは言い難く、特に米市場では一時的な経済指標の下ぶれの方に関心が集まっていた。

## 実体経済にも大きな違い

QE1時とQE2時とでは、ファンダメンタルズにも大きな相違がある。QE1は、米国においては07年まで続いた金融引き締めとそれに伴う住宅バブルの崩壊、サブプライムローン問題と続く中で、景気は減速圧力を高めていった。また、欧州でもいくつかの国で住宅バブルが同時期に崩壊したほか、新興国では金融引き締めの影響によって景気減速圧力が強い状態にあった。こうした中で起こったリーマン・ショックで、景気は世界的に急激に悪化、日本では戦後最大となる生産活動の落ち込みに繋がるなど、世界経済は失速状況となっていた。このように、QE1は世界経済がショック状態にある最中に発動されたが、しばらくは景気の底が見えない状態が続いていた。

これに対し、QE2時には米国で雇用指標が一時的に悪化したものの、景気全体の方向性については堅調な推移を保っていた。たとえば、企業の景況感を探るうえで注目度の高いISM製造業景況指数を見ると、判断基準の分かれ目となる50を大きく上回る55~60ポイントでの安定的な推移が続いている。同水準は歴史的に見ても高く、少なくとも企業活動については減速感などは確認されない状態で、QE1時には30ポイント以下と過去最悪の水準で推移していたのとは対照的とさえ言える。



## 過去に倣えば

さて、今回のQE3が行われた環境については、QE2の時よりはQE1の時の方に似ていると言えよう。ファンダメンタルズに関しては、景気は世界的な後退局面にあるわけではないものの、減速傾向が強まっていることは間違いない。米国においては、強弱入り交じった経済指標の発表が続いている印象があるかもしれないが、あくまで市場の事前予想と比較して強かったか弱かったかというだけで、数字の水準そのものは冴えないものばかりだ。たとえば、ISM製造業景況指数は判断基準の分かれ目となる50前後での推移が続いている。生産活動に半年程度先行するとして注目されているISM新規受注判断DIは一進一退を繰り返しながらも徐々に水準を切り下げており、米国の生産が持ち直す兆候も見えてこない。9月雇用統計では失業率の大幅低下などが目を引いたが、その内容は数字のイメージほど良いものではない。また、住宅価格の持ち直しなどが好感されてはいるものの、肝心の需要については住宅ローン申請件数の低迷などからも明らかのように、これ

だけの低金利でも未だ盛り上がる気配が見えてこない。世界的に見れば、米景気の停滞と欧州景気の悪化によって、新興国でも輸出の減速を通じて国内景気にも影響が及び始めている。新興国の中には、財政状況が芳しくなく、インフレが高止まりするなどして景気対策を打ち出す余地も少ない国なども存在し、景況感という点でも格差が広がり始めている。このような点を勘案すれば、ファンダメンタルズ面において不安の小さかったQE 2時とはだいぶ異なる環境にあると言えるだろう。

一方、市場のセンチメントという観点で見れば、先行きの不透明要因として欧州の財政問題が引き続き市場に重くのしかかっているほか、年明け直後に控える米国の“財政の崖”の問題がある。特に後者については、11月の米大統領選挙から2ヶ月弱という短期間での対応が迫られており、選挙の結果も含めて全く先が読めない。最悪の場合、GDP比で4%強の財政引き締め効果となり、米国経済は急失速する恐れがあると指摘されている。足元で金融市場が混乱しているわけではない点についてはQE 2時と同様ではあるが、“先行きが全く判らない”という点はQE 1時とよく似ていると言えよう。

そこで、過去に行われた米国の量的緩和政策時との相違点をもとに、今後の株式相場の展開を考えると以下のようになる。

① “財政の崖”の行方が見極められるまで、株価は現水準での推移が続く

： 世界経済の減速基調が徐々に強まっているうえ、景気の“突然死”のリスクもある米財政問題が控えている中では、QE 3により市場に供給された流動性がリスク性資産に向かう程度は限定的なものにとどまると考えられる。したがって、QE 2時のように流動性供給が株価を大きく押し上げる（流動性相場）ことは想定し難い。一方で、金融市場は極端なリスク回避姿勢を強めるような状況にはなく、景気は減速しているものの循環的な要因で説明可能な側面が大きい。したがって、金融機能が事実上停止して、景気が予測のつかない失速状況を演じたQE 1導入時のように、大量の流動性供給をもってしても株などのリスク市場からの資金流出を止められなくなるような事態に陥るリスクも限りなく小さい。

② “財政の崖の傾斜”が見えてくれば、株価は流動性により押し上げられる

： 米政府による“財政の崖”に対する処理が見えてくれば、同問題に関する不透明感は払拭される。その最も早いタイミングとなり得るのは、11月6日に行われる大統領選挙で、大統領、及び上下院の“ねじれ”現象が解消する場合となる。直近では、ロムニー共和党候補への支持率がオバマ大統領をわずかながら上回ったという調査もある。米各種報道では上下院についてはいずれも共和党が過半数の議席を確保するとの見方が強い。仮に、議会のねじれが解消する形で共和党政権が誕生した場合、ブッシュ減税は現行に近い形で延長される可能性が高まる。これは、米個人消費の押し下げリスクを払拭するばかりでなく、年明け後の増税を睨んだ消費抑制姿勢を緩め、クリスマスセールスに対する期待を高める。さらに、株式投資額が相対的に高い富裕層への減税延長は、株価にとってプラス要因となるため、株価は大幅に上昇することが期待される。

これに対し、ねじれが解消しない場合（たとえばオバマ大統領が再選し、上下院を共和党が制する場合など）は緊張感は今よりも高まる。年末に向けての市場の関心事は、年内に解決策、あるいは短期間の減税延長などの急場をしのぐ取り敢えずの妥協策などが纏まるかどうかということになる。妥協策であれ、何らかの対応が年内に纏まれば、ブッシュ減税に絡んだ年明け直後の“崖”はマイルドなものとなる。その後は新議会（あるいは新政権）のもとで、財政再建を進めながら景気にも配慮する形の望ましい財政政策がスンナリと纏まるとは考えにくいものの、少なくとも景気を失速させるようなことは避けたいという政府の姿勢が見えたことで、今よりも市場の不透明感は弱まらう。同時に、政府のこうした動きは企業や消費者の不安感をも和らげ、抑制圧力がかかっていた設備投資や消費が動き出す力とならう。株価は不透明感が和らいだ分水準を切り上げた後、政府の議論を横目で睨みながらQE 3によって流動性が供給されるに連れて、緩やかに上昇していくものと

予想される。

一方、年内に何の対応策も纏まらず、且つ与野党が互いに歩み寄りの姿勢を見せない雰囲気の中で年を越すようなことがあれば市場の雰囲気は一変する可能性が高い。しかし、年内に対応策が纏まらないにしても、現実的には与野党双方は少しでも妥協点を見出そうと努力するだろう。仮に年を越して一時的に減税が打ち切りになるとしても、景気に深刻なダメージを与えるほどの期間放置されとの悲観的な見方が市場を支配する懸念は小さいと考えられる。慎重な見方をとっても、1～2月中には“財政の崖”をなだらかにする政策が纏まる方向性が固まると考えられ、株式市場のセンチメントもそうした政府と議会のやりとりを睨みながら、徐々に改善していくものと予想される。

### ③ 米財政政策が固まった後は、欧州に目を配りながらも流動性相場が継続

： 米国が“財政の崖”問題を乗り切った後は、最大の不透明要因がクリアになったことで、市場のリスク許容度の改善も見込まれる。同時に、企業や家計も不透明感が払拭するために、設備投資や個人消費にもプラスの影響が期待され、景気にも一定程度の浮揚力が増すことが考えられる。企業業績にも改善期待が高まることも相俟って、米株式市場は流動性+業績改善期待から上昇ペースも速まることが予想される。

一方で、欧州の財政問題については抜本的な対応策などが打ち出されて、緊縮財政による景気悪化と、景気悪化による財政改善の遅れという負のスパイラルから脱するとの期待が高まっているかどうかは微妙だ。しかし、9月に決定されたECBによる国債買入策は、国債市場の安定化という観点では大きな効果を発揮すると見込まれる。問題となるのは、買取を要請するに当たっては、財政改善に向けた動きを厳守する必要があり、政治的な観点から当該国が要請を躊躇うという点だ。しかし、すでに国債発行を諦め、同時に復帰の目処もつかないギリシャを除けば、国債発行によって安定的に資金を得るツールができたことで、市場が想定する最悪のケースと考えられるデフォルトに陥るリスクはほとんど無くなったと考えられる。したがって、リスクという点ではこれまでに比べて小さくなったと判断され、株価押し上げを阻害する力も小さくなっていると見ていいだろう。

以上のことを勘案すれば、足元までのところQE3による株価への影響はほとんど無いようにも見られるが、それは“財政の崖”という先の見えないリスク要因があることによる影響が大きいと考えられる。むしろ、景気が減速傾向を辿っている中で、更に先行きに大きなリスク要因が控えているにもかかわらず、株価がほぼ横ばいの動きにとどまっていることは、QE3による効果であると言えよう。

QE3による株価押し上げ、すなわち流動性相場の展開になるには、こうしたリスク要因が払拭する必要がある。米大統領選挙、及びその後の米政府の取り組み次第ではあるが、来年1～2月頃には対応も決まってくると考えられる。QE3の効果が出るのはそれからということになるだろう。