

# “適温経済”との別れ

経済調査部 首席エコノミスト 鳥峰 義清 (しまみね よしきよ)

## 夢から覚めた米国株市場

米国発の株式市場の混乱をもたらしたのは、金利上昇に対する懸念だ。それまで、株式市場を中心に“適温経済”という言葉で楽観論が広がっていた。ITの普及やグローバル化の進展により経済は過熱せず、物価は抑制される結果、金利も低水準にとどまり、景気の失速は抑えられるという考え方だ。

金利が低水準にとどまることは、株式市場に二つのプラス効果をもたらす。一つは、景気拡大が長期化するため、企業業績の改善が続くことだ。もう一つは、債券に比べて株式の投資魅力を相対的に高めることだ。

これにより、米株価は通常割高とされる水準にまで上昇した。業績と株価の関係からその適正水準を算出するPER(株価収益率:株価を一株当り利益で割って算出)は、通常1年程度先の業績予想をもとに、15~18倍程度であれば適正の範囲内とされる(予想PERという)。しかし、1月時点での米株の予想PERは20倍を大きく上回って、過去の経験則からは急落の恐れもある割高な水準にあった。しかし、市場では「2~3年先の業績まで勘案すれば割高とは言い難い」との強気な見方があった。インフレが加速せず金利が低水準にとどまって、好業績が続く世界であれば、1年とはいわず数年先の業績まで織り込めるのではないかと、ということだろう。

しかし、2月に発表された1月の米時間あたり賃金の伸びが市場予想を上回り、リーマンショック後では最も高い伸びとなったことが明らかとなると、こうした見方は一気に後退した。すでに、商品市況の高まりなどから債券市場や短期金融市場では、将来のインフレ加速や中央銀行(FRB)の利上げ加速を警戒するような動きが1月から見え

始めていたが、株式市場は他市場に遅れてそのリスクを織り込むこととなった。FRBの議長が交代したことで、パウエル新議長の手腕が未知数だったことも、市場の不安感を高めるのに一役買ったと言える。

景気拡大が長期化して需給が逼迫すれば、それに応じて物価には上昇圧力がかかりやすくなるという、古くからの経済のセオリーが生きていることに直面した以上、株式市場は“適温経済”という夢の世界に戻ることは難しくなった。少なくとも数年先までを織り込んで足元割高といえる水準にまで上昇した株価は、現実の世界で割高とはいえない水準への調整を余儀なくされた格好だ。

## 歴史は繰り返す

今回の一件は、その割高度合いや経済状況、金利水準などを勘案すれば、過去におけるバブルの崩壊ほど深刻な問題でないと考えられる。急上昇する資産価格を“アテ”にして負債が積み上がっていたり、景気が失速するほどに金利が上昇しているわけではないからだ。

しかし、過去のバブルとの共通点はある。それは、それまでとは異なる経済状況に進化したとの理論が、資産価格の高騰を正当化したということだ。適温経済によって描かれる世界も、ITバブルの頃に登場した“ニューエコノミー”論とほぼ同じ内容といえよう。

確かに、過去に比べて在庫調整に伴う景気の振幅や、需給の逼迫に伴う物価の上昇はマイルドなものになった可能性がある。しかし、都合の良い解釈が入れ替わり立ち替わり登場することによって資産価格の変動が激しくなるのであれば、不安定さをもたらす要因が実体経済から資産価格に変わっただけといえよう。