金融財政ビジネス Business

時事通信社

昭和23年7月8日　第3種郵便物認可
毎週2回 月・木曜日発行（但し祝日を除く）
購読料金 月額5,830円（税抜5,300円）

104-8178 東京都中央区銀座5-15-8
©時事通信社2021

2021年（令和3年）
8月5日［木］
第11003号

時事トップ・コンフィデンシャル+

Contents 8.5

.corner	.page	.title .writer
巻頭言	3	**世界的貯蓄過剰は続く** オックスフォード・エコノミクス在日代表　長井滋人
解説	4	**インフレ上振れに揺れる米国市場** 金融緩和解除に伴う株価反落の可能性は 龍谷大学経済学部教授　竹中正治
column 照一隅	9	**一筋縄ではいかない新疆ウイグル問題** 毅行者
インタビュー	10	**常にチャレンジ、組織を前へ** サステナブル金融1.5兆円 松下正樹八十二銀行頭取に聞く
連載	12	【新・歴史夜話】 **本当は怖くない「四谷怪談」** ポスターと祟りの恐怖 東京海洋大学非常勤講師　海上知明
続・怒れるガバナンス	16	**ブランドについてよく考えなあかん〈第205回〉** 作家　江上　剛
column インサイド	19	**注目される「PGS」の行方**
放眼日中	20	**香港茶餐庁で** コラムニスト・アジアンウオッチャー　須賀　努

本誌掲載記事・写真などの無断複写、複製、転載を禁じます。

インフレ上振れに揺れる米国市場

金融緩和解除に伴う株価反落の可能性は

米国の景気回復を受けた金融緩和解除の時期と、それに対して長期債券利回りと株価がどの程度反応するかをめぐって、金融資本市場の参加者はやや神経質になっているようだ。物価上昇率の上振れで、2022年以降のドル金利の引き上げが予想以上に急速なものになれば、株価をはじめ資産価格への下落ショックが起こるのではないかと懸念する声が聞かれる。この点についての投資スタンスを考えてみよう。筆者は結論として、米国株式については中長期楽観的な見方を維持し、米国長期債については、金利が引き上げられて利回りがアップするまで買うのを待つスタンスが妥当だと考える。

龍谷大学経済学部教授
竹中正治
たけなか・まさはる　79年東京銀行（現三菱東京ＵＦＪ銀行）入行、為替資金部次長、調査部次長、ワシントンＤＣ駐在員事務所長、国際通貨研究所チーフエコノミストを経て、09年4月より現職、経済学博士（京都大学）。最新著作「資産形成のための金融・投資論～黄金の波に乗る知の技法～」（Kindle、20年10月）。

金利と株価をめぐる原理

リーマン・ショック時を上回る財政支出と金融緩和で、米国の新型コロナウイルス不況は終焉した。それは実質ＧＤＰ（国内総生産）成長率（前期比年率）の推移を見れば明らかだ。20年第2四半期にマイナス31・4％と急激な落ち込みを示したが、翌第3四半期は33・4％と大きくプラスに反発した。続く第4四半期は4・3％、21年第1四半期も6・4％と高い伸びが継続している。

その一方で、インフレ率も上振れし、21年6月の消費者物価指数（ＣＰＩ、総合）は前年同月比5・4％、米連邦準備制度理事会（ＦＲＢ）が金融政策を決定する上で重視しているＰＣＥ物価指数（除く食料・エネルギー）も5月に3・4％と長期的に望ましいと考えられている2％を大きく上回った〈図表1〉。

その結果、市場参加者の主要な関心は、現下の金融緩和解除のタイミングと、その時の長期債券利回りや株価の反応に移っている。21年6月の連邦公開市場委員会（ＦＯＭＣ）後に示されたＦＲＢメンバーの予想の中央値は、政策金利の引き上げが23年であり（フェデラルファンド・レート平均0・6％）、その数カ月前（22年のどこかで）ゼロ金利下での量的な金融緩和（ＦＲＢによる国債、社債、証券化債券の大規模購入）が終了されると見込まれる。

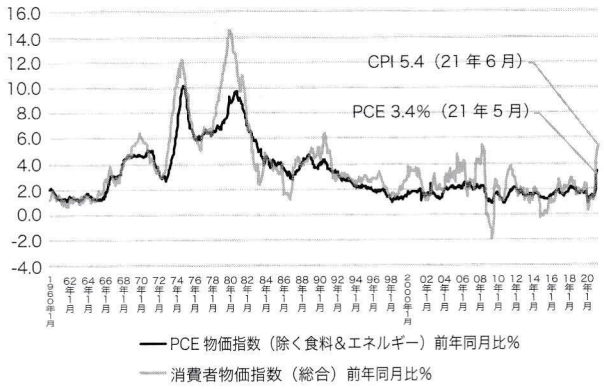
今後起こり得る金利の上昇とＧＤＰ成長率を念頭に置いて、まずは、極めて原理的に考えてみよう。〈図表2〉に示した関係式は、資産価格とそれから生じる利益に関する原理を公式にしたものだ。ここでは特定企業の株価ではなく、株式市場全体を一つの株式銘柄として考えていただきたい。

解説すると、他の条件が変わらなければ、投資家の求める期待リターン（割引率）が上昇すると株価は低下する。期待リターンはリスク無し

資産としての国債利回りと投資家の求めるリスクプレミアムの合計から成っており、片方、あるいは双方が上昇する場合には株価は下がる。逆なら上がる。

国債利回りの上昇が株価を押し下げる効果は、景気の回復期に金利の引き上げが行われる局面で典型的に生じる。リスクプレミアムの上昇が株価を押し下げる効果は、金融危機や昨年春の新型コロナ感染拡大などのように何かしらのショックが生じた時に、投資家層がリスク回避的になる局面で生じる。

〈図表1〉米国の消費者物価指数（前年同月比%）



（出所）FRED セントルイス連銀

〈図表2〉株価のファンダメンタルな価値

P=E ／（r-g）
P: 株価
E: 一株当たり利益
r: 割引率（投資家の求める期待リターン）
r＝リスクプレミアム＋無リスク資産利回り
g: 一株当たり利益の期待成長率
r>g
（以上全て名目値）

（出所）筆者作成

一方、1株当たりの利益の期待成長率（g）は、他の条件が変わらないならば、GDPの期待成長率と連動する。従って、GDP成長率に中長期的な上振れが生じれば、それに見合って上昇する。その場合は、分母が小さくなるので株価を押し上げる。逆ならば押し下げる。

このように考えると、今後の米国の景気回復過程で金利が引き上げられた時に株価がどう変化するかは、リスクプレミアムが一定である限り、金利の上昇と景気の回復を反映した利益成長率の上昇のどちらが大きいかに、依存していることになる。

もっとも、ここで対象となる投資家の求める投資リターン（r）も、利益の期待成長率も、長期趨勢的な値が想定されるのだが、足元の短期的な変化で投資家の期待値も揺れ動くのが現実だ。

この点で気掛かりな事情が存在する。それは、現在の状態はFRBの超金融緩和政策の結果、「10年物米国債で代表される金利＜GDP成長率」（いずれも名目値）となっていることだ。つまり分母（r－g）が今は00年以降で最も縮小している局面だ。

これを示したのが〈図表3〉、「10年物米国債利回り－名目GDP成長率」の5年移動平均値の推移である。コロナショックの20年第2四半期前後だけは名目GDP成長率の急減でプラス値になっているが、その後は00年以降で最もマイナス幅が拡大（金利＜GDP成長率）している。

この状況が続くと、どういうことが起こり得るか。一つはインフレの高進であり、1960年代と70年代のケースだ。もう一つは資産バブルであり、2000年代の住宅バブルのケースだ[1]。

低金利と信用膨張がバブル起こす

来年以降は①金利の上昇②新型コロナ不況からの経済成長率のリバウンドの剝落―で「金利＝GDP成長率」さらには「金利＞GDP成長率」の方向に揺れ戻しが起こる可能性が高い。そうすると分母（r－g）が大きくなり、株価には下押し効果が生じる可能性が高くなる。

とりわけ、今の局面はリーマン・ショック後の2000年代の住宅バブルの時以上に、「金利＜GDP成長率」の方向に傾斜しており、その意味では資産バブルが起こるリスクを内包している。超低金利資金による信用膨張が資産価格全般の過大評価を起こした後に、「金利＞GDP成長率」の方向へ調整が起これば、株価や住宅価格の下押し効果も大きなものになり得る。場合によってはバブル崩壊的な暴落も起こり得る。

実際、コロナショックに対応する金融緩和と財政支出が極めて大規模であったことから、それらの政策が

1　金利・GDP成長率の格差と資産バブルの関係については、最近のものでは以下の著書が参考になる。櫻川昌哉著「バブルの経済理論 低金利、長期停滞、金融劣化」日本経済新聞出版、2021年5月刊

巻き戻しされる局面では、長期債券利回りの高騰と株価急落が起こり、市場が混乱する危険性が高いのではないかと懸念する声が投資家層やメディア、評論家などにある。そうした論調で目立つのは、例えば、次のような日本経済新聞の記事だろう。

「13年5月に生じた市場の動揺との共通性が意識されている。当時のFRB議長の名前から『バーナンキ・ショック』、もしくは債券市場が起こした『テーパー・タントラム（緩和縮小へのかんしゃく）』と呼ばれる出来事だ。きっかけは13年5月22日、バーナンキ議長が議会証言で『雇用情勢の持続的回復が確認できれば、今後数回の会合で資産購入ペースを縮小できる』と発言したことだ。リーマン・ショック以降の世界経済を支えていた金融緩和が終わることへの警戒感が強まり、翌13年5月23日の日経平均株価は1143円（7・3%）下落した。今回は当時よりも資産価格の調整が深刻になる可能性がある」（21年6月22日「緩和縮小、13年より困難」）

金利引き締め転換を振り返る

果たして新型コロナの回復過程での金融緩和の解除は、資産価格の大反落を伴う厳しい調整を強いるものになるのだろうか。その点を考える上でまず、景気後退が終わり、回復過程で金利が最初に引き上げられた時に株価がどう変化したか過去を振り返ってみよう。〈図表4〉は1970年1月から現在までの米国の代表的な株価指数スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）500の前年同月末比の変化（グレーの折れ線）と政策金利（フェデラルファンド・レート）（黒の折れ線）の推移である。

グレーで色付けした期間は米国の景気後退期であり、景気後退が終わり、最初の利上げが行われた月を垂直な黒線で示してある（米国では景気判定は民間の非営利研究所であるNational Bureau of Economic Researchが行っている）。

垂直な黒線から短く横に突き出た水平な線は、最初の金利引き上げから12カ月間のS&P500の前年同月比の平均値を示している。これを見ると70～19年までの過去7回のケースにおいて、最初の金利引き上げ後12カ月平均で株価指数が前年比マイナスになったことはない。

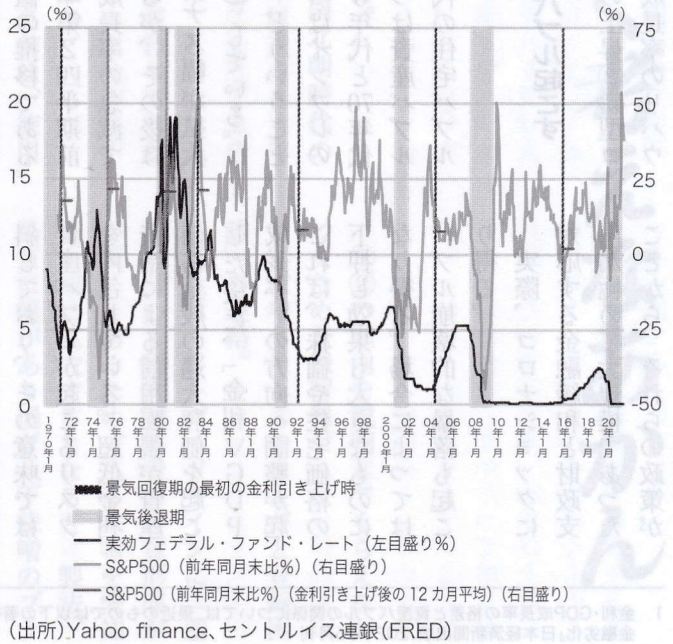
ただし、7回ともプラスではあるが、プラスの幅が次第に低くなっている。よく見ると、80年代まではグレーの景気後退期が終ると、すぐに金利が引き上げられている。一方、90年代以降は、景気後退終了から最初の金利引き上げまでの期間が次第に長くなっている。

これには二つの理由が考えられる。第一は情報通信革命による省力化や業務の海外へのアウトソーシング（外部委託）が増えた結果、雇用の回復に時間を要するようになったことだ。第二は金融緩和を継続しても

〈図表3〉10年物米国債利回り－名目GDP成長率（前期比年率）

（出所）FRED セントルイス連銀

〈図表4〉米国の株価指数の変化と短期政策金利の推移

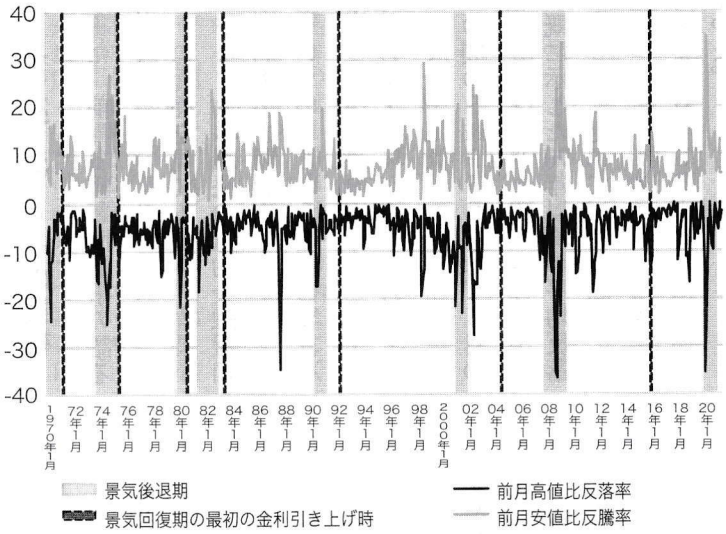


（出所）Yahoo finance、セントルイス連銀（FRED）

インフレ率があまり上がらなくなったからだ。FRBは物価の安定と雇用の最大化という二つの使命を負っており、景気後退終了後も雇用が十分回復するまで金利を引き上げずにいる期間が伸びているのだ。

ところが、企業利益は雇用に先行して回復する傾向がある。そのため90年代以降は最初の金利引き上げまでの期間に、株価は景気後退期の底値からリバウンドして既に大きく回復している。その結果、最初の金利引き上げ後の株価指数の上昇幅は、90年代以前に比べて相対的に小さくなっていると考えられる。

〈図表5〉S&P500の月次反落・反騰率



(出所)Yahoo finance、NBER

株価の月次反落率に注目

しかし、月次データによる前年同月末比の変化というのは、長期の株価の変化を見る上では十分でも、短期の変化に揺さぶられる市場参加者の実態を見る上では、目の粗過ぎる単位であろう。そこで70年1月～21年6月の期間について、S&P500の前月の高値から当月の安値までの反落率、並びに、前月の安値から当月の高値までの反騰率を示したのが〈図表5〉である。

〈図表6〉「バーナンキ・ショック」時の各株価指数の動き

	反落率		月末引値の前月末比	
株価指数	2013年5月	2013年6月	2013年5月	2013年6月
S&P500	-1.0%	-7.5%	2.1%	-1.5%
日経平均	-3.1%	-22.1%	-0.6%	-0.7%
MSCI-エマージング	-3.4%	-17.6%	-2.9%	-6.8%
上海総合	-4.1%	-20.8%	5.6%	-14.0%

(出所)Yahoo finance、Investing.com

反落率の平均値は6%だ。10%以上の反落を示したケースは月数で98カ月、全期間の15・9%だ。ちなみに20%を超える反落は、ずっと頻度が低くなり、月数で15月、全期間の2・4%しかない。

つまり、S&P500という米国を代表する株価指数は平均的には1年のうち2カ月程度は10%以上反落する月があるということだ。この一時的な反落リスクに耐えることの報酬として、長期平均では5%前後と推測されるリスクプレミアム(長期国債利回りを越えるリターン)が分散された株式投資に生じると言える。

さて、70年以降の景気後退終了後の最初の金利引き上げ全7回のうち、その前後の時期にS&P500の反落率が10%を超えたケースは2回だけで、75年8月(反落率14・9%、金利引き上げは6月)と16年1月(13・9%、金利引き上げは15年12月)と2月(11・2%)だけだ。

リーマン・ショック後の金融緩和では、ゼロ金利下でFRBが国債、証券化債券を大規模に購入することで、長期金利の低下や証券化債券のリスクプレミアム低下に直接的に働き掛けるという非伝統的な金融緩和が行われた。

従って、金利引き上げに先行して、ゼロ金利下でのこうした債券購入をFRBが停止するというステップが生じる。実際にはゼロ金利下での債券購入額を次第に減少させる(テーパリング)ステップが採られ、リーマン・ショック後では13年12月から14年10月に行われた。そこで、この期間のS&P500の推移を見ると13年11月末から14年10月末まで11・7%の上昇だ。また、この間の10年物米国債利回りは、13年10月末の2・54%から、一時3・03%(14年1月)まで上昇したが、その後は2%台でほぼ横ばいで14年10月末は2・34%で終わっている。

2　竹中正治著「コラム:新興国襲ったドルキャリー巻き戻しの残存リスク」ロイター、2013年7月

バーナンキ・ショックの実相

最後に、前掲日経新聞記事の語る13年5～6月「バーナンキ・ショック」の局面を見てみよう。当時バーナンキFRB議長の量的金融緩和の漸進的縮小を開始するタイミングが近づいているという趣旨の発言を契機に、10年物米国債利回りは13年4月末の1・68％から、6月の2・66％まで上昇した。

その間のS&P500は、5月の反落率が1・0％、6月が7・5％だ。既に示した70年以降の平均反落率6・0％に比べて、特段高いことはない。月末ベースでも4月末から6月末まで0・5％上昇でほぼ横ばいだった。

つまりバーナンキ・ショックとは、長期債券にとっては2カ月で1％の利回り上昇とやや急速なものとなったが、米国の株式市場にとっては極めて平常な市況にすぎなかったのだ。それにもかかわらず、バーナンキ・ショックという名称まで付けられて想起されるのは、実はその時に起こった新興国や日本の株価の揺れが大きかったからだ。

〈図表6〉に、日米中の株価指数と途上国全般の株価指数であるMSCIエマージング・マーケット・インデックスの13年5月、6月の変化を一覧にした。米国の変化が平常域にあるのに比べ、日本と中国、そしてMSCIエマージングの月間反落率が突出して大きい。

日本の6月の反落率が22・1％と大きいのは、12年12月から始まった「アベノミクス相場」で日経平均株価が9000円台から一気に1万5000円台（13年5月）に急騰した後の調整が入った結果だ、と筆者は考えている。

しかし、中国を中心とする新興国の株価の急落は事情が異なる。詳細な議論は省略するが、リーマン・ショック後の米国の金融緩和によるドル金利の未曽有の低下は、中国をはじめとする新興国でのドル建ての借り入れや債券発行の急増を起こし、その一部は自国通貨に転換して国内投資に向けられた。

そうしたドル資金の米国への回帰（引き揚げ）が、バーナンキ議長のテーパリング示唆発言で一気に加速したことがデータで裏付けられている。これこそが新興国株価へのショックが大きかった主因である[2]。

実際、ドル金利の上昇が始まるとドル建て債務を膨張させていた中国企業が債務返済をする動きが強まり、人民元は14年1月の1ドル＝6・04元前後から16年12月の6・9元台まで大きく下落し、中国の外貨準備はドル売り介入で4兆ドルから3兆ドルまで減少した。ドル債務を返済するためのドル買い・人民元売りがこの時期に非常に大きかったことを物語っている。

以上をまとめると、金利引き上げが実際に起こるまでにまだかなり時間があるので、米国株や住宅価格が続騰してバブルを起こしてしまう可能性については、現時点での確率が低い「リスクシナリオ」として頭の片隅に置いておく必要はある。

むしろ、リーマン・ショック後の景気回復のようなソフトランディング（軟着陸）が実現することが現時点ではメインシナリオだろう。その場合、金融緩和解除の局面では米国の株価指数は10％を超える短期的な反落を起こし得るが、そこは絶好の買い場となる。むしろ、ドル金利の上昇が新興諸国のドル資金調達に与えるインパクトに警戒した方がよいだろう。

市場動かす米国投資の切り札
バロンズ・ダイジェスト
Published by Jiji Press in association with Barron's Group
無料の会員登録・有料版のお申し込み共にこちらから
時事通信社はダウ・ジョーンズと提携し、米国で最も著名な投資週刊誌「BARRON'S（バロンズ）」の記事から、他では読むことができない厳選した米国の株式などの金融商品や米国経済のプロ向け情報を、日本語で毎日お届けします。
パソコン、スマートフォン、タブレット端末で、ご利用できます。
パソコン　タブレット端末　スマートフォン
時事通信社