

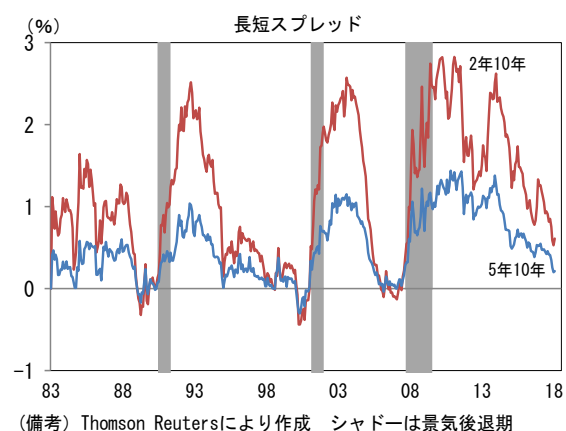
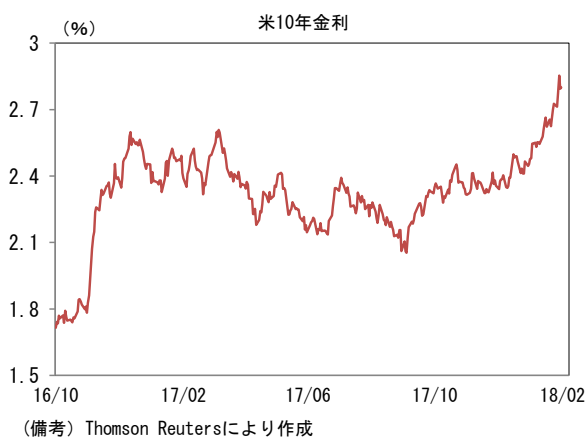
過去のバブル期にみられた現象が今ここにある ～経済は金利上昇に脆弱 利上げは正解なのか？～

2018年2月7日（水）

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

6日の米国株はNYダウ（+2.3%）、S&P500（+1.7%）がともに反発。NYダウは一時567ドル下落する場面もみられたが、過去2営業日に1840ドル下落していたこともあって買い戻しが優勢。引けにかけて上げ幅を拡大させ、直近の下落の1/3を取り戻した格好となる。今回の株価急落の引き金となった10年金利は2.802%（+9.6bp）へと上昇したものの、この日の株式市場で嫌気されることはなかった。「良い金利上昇」と見做されたのだろう。

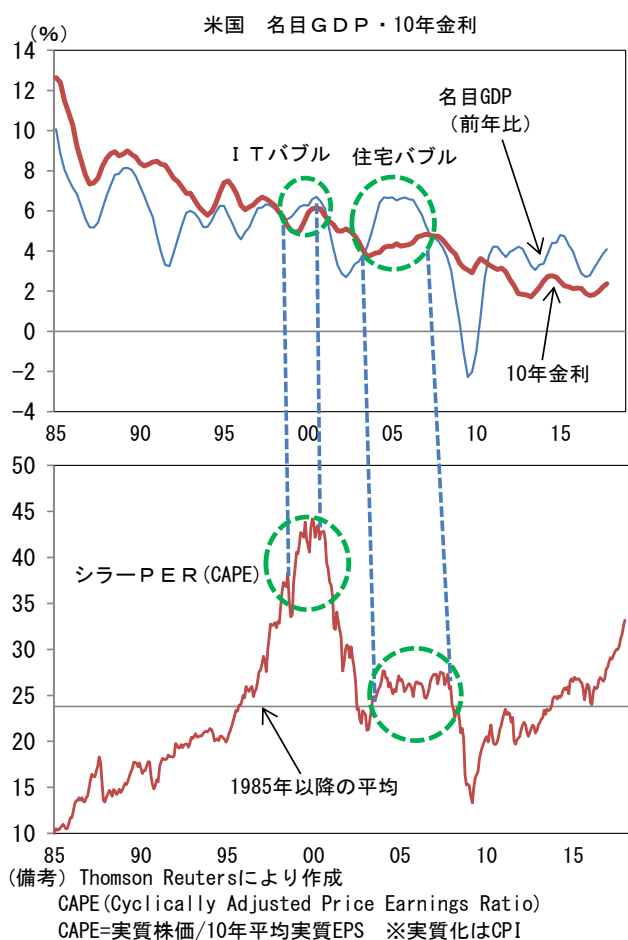
もっとも、年初からの10年金利上昇は景気回復期待を伴う「良い金利上昇」とは言い難い点に注意。6日の米債市場は2年が2.105%（+8.1bp）、5年が2.540%（+10.3bp）と、カーブ上では中期ゾーンの上昇が目立ち、5年10年の長短金利差は縮小した。こうしたイールドカーブの形状は年初から似た動きをしており、この間の長短金利差はやや縮小傾向にある。一般論として、長短金利差拡大を伴った金利上昇（ベアスティープ）は景気回復の初期段階に観察され、そこには将来の景気拡大期待が反映されている。反対に長短金利差の縮小を伴った金利上昇（ベアフラット）は景気拡大の後半ないしは終盤に多く観察される現象で、足もとの米債市場はそれに該当する。今次サイクルの長短金利差は、FEDが2012年から公表しているドットチャートによって政策金利の予見可能性が高まったことから、それ以前のサイクルと比較して抑制されている可能性があるものの、今や逆イールドが視野に入っていることは常に認識しておきたい。やはり、年初からの金利上昇を「景気拡大期待」に理由を求めることに距離を置くべきだろう。



金利上昇の理由はさておき、金利上昇が株価急落を引き起こしたのは事実。FEDの長期にわたる金融緩和が株式を過度にサポートしていた感否めず、それゆえ株式市場で金利上昇に対する脆弱性が露呈したものと考えられる。米国株は予想PERが18倍を超え、シラーPERも長期平均を大幅に上回って推移していたことから、以前よりバブルか否かの議論が盛んに繰り返されていたが、やはりバブルの手前、少なくともフロスの状況にあったのだろう。米国経済は景気後退後の果敢な金融緩和の結果として「名目成長率>名目長期金利」の関係が長期にわたって成立してきた。下図をみれば明らかだが、この関係は財政の持続性を

サポートする反面、資産価格を過度に支援してしまうことが過去の経験から判明しており、現在のようにそれが長期化していることは資産バブルの発生確率が高まっている（或いは既にその状況にある）ことを意味する。2000年代半ばの住宅バブルでは名目成長率対比で低過ぎる金利が住宅セクターの過剰投資を誘発した。2000年頃のITバブルも低金利が株式リスクプレミアムを過度に抑制したことが遠因だろう。

こうして考えると、名目成長率が年率4%、名目長期金利が2%台半ばという現在の関係が、金利上昇によって崩されるならば、株価バリュエーションは大幅に切り下がると思われるのが自然だろう。過去数年、FEDの金融緩和によって長期金利が低位安定する下で「株式配当利回り>10年金利」の関係に着目し、株式を社債と見做して高PER（低益回り）を許容してきた投資家からすれば、金利上昇は直ちに株式の魅力後退を意味する。資産価格の下落は、家計に逆資産効果をもたらすほか、企業に対してはトービンのQ低下を通じて設備投資意欲を減退させるなど、複数の経路を通じて実体経済に伝播し、景気後退の原因となる。現在の株式市場が安定を取り戻せば、FEDは3月に追加利上げを実施し、その後も段階的に利上げを継続するとみられるが、そうした金融引き締めが資産価格下落および景気後退の発生確率を高めることは常に念頭に置いておきたい。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。