

# 量的緩和縮小と市場動向

## QE3縮小決定後になぜ株価は上昇したのか

市場調査部シニアエコノミスト

武内浩二

03-3591-1244

koji.takeuchi@mizuho-ri.co.jp

- FOMCは12月17、18日の会合で量的緩和（QE3）の縮小を決定した。量的緩和の縮小は本来株式相場にとってマイナスの材料であるが、株価は予想外の上昇で反応した。
- 株価上昇の理由としては、フォワード・ガイダンスの強化、小幅な量的緩和の縮小規模と当面の証券購入継続の示唆、不透明感の払拭が挙げられよう。
- 今回の決定を受けて、当面の日米株価は底堅く推移する見通しである。特に日本株は好需給を背景として年初にかけて一段高となる可能性がある。

### 1. 米QE3縮小が決定するも、株式相場はむしろ上昇で反応

米連邦公開市場委員会（FOMC）は12月17、18日の会合で量的緩和（QE3）の縮小を決定した。具体的には、2014年1月から毎月の証券購入額を850億ドルから750億ドルへ100億ドル減額することとした（住宅ローン担保証券：400億ドル→350億ドル、米国債：450億ドル→400億ドル）<sup>1</sup>。今月の米議会による財政協議合意（12/10）を受けて、金融市場ではQE3の早期縮小観測が強まっていたものの、債務上限問題が残っていることや足元の低インフレなどを理由に今月は見送られるとの見方も根強かったため、発表直後の米ダウ平均は100ドル超の下落で反応した。しかし、FOMC声明文の内容が伝わると、株価は急速に切り返し、結局ダウ平均は前日比+300ドル弱の大幅高となった。また、為替市場ではドルが全面高となり、ドル円相場では1ドル=104円台まで円安が進行したことから、日経平均先物も大証終値に比して300円以上上昇した。翌日の日本市場でもこの流れを引き継ぎ、日経平均は年初来高値を更新し、15,800円台を回復した。

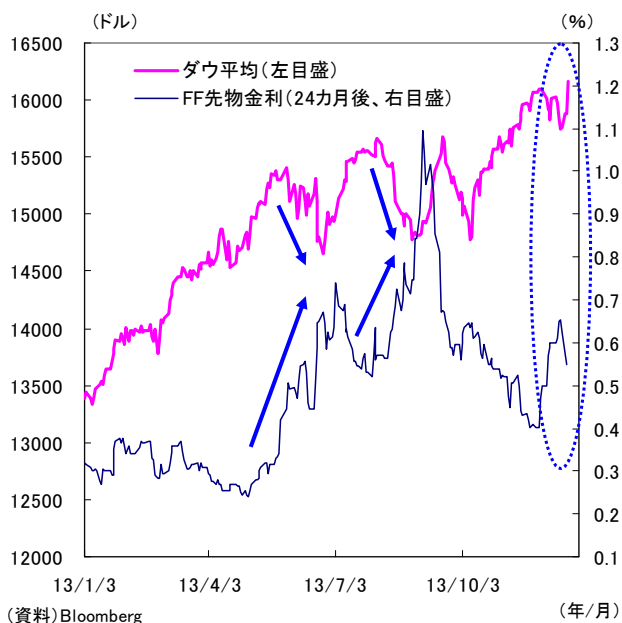
### 2. 株価上昇の3つの理由

量的緩和の縮小は本来株式相場にとってマイナスの材料であるが、株価が上昇で反応したことに対しては、以下の3つの理由が考えられる。まずは、フォワード・ガイダンスと呼ばれる超低金利政策に対する時間軸の強化である。これまでは、失業率が6.5%を上回り、かつインフレ率が2.5%を上回らないことが超低金利政策維持の条件とされてきた。現状の経済見通し等を踏まえると、インフレ率が2.5%を上回る蓋然性は低く、したがって、実質的には失業率が6.5%を下回ることが利上げ開始時期の目安と解釈されてきた。11月の失業率は既に7%まで低下しており、これは9月時点のFOMCメンバー

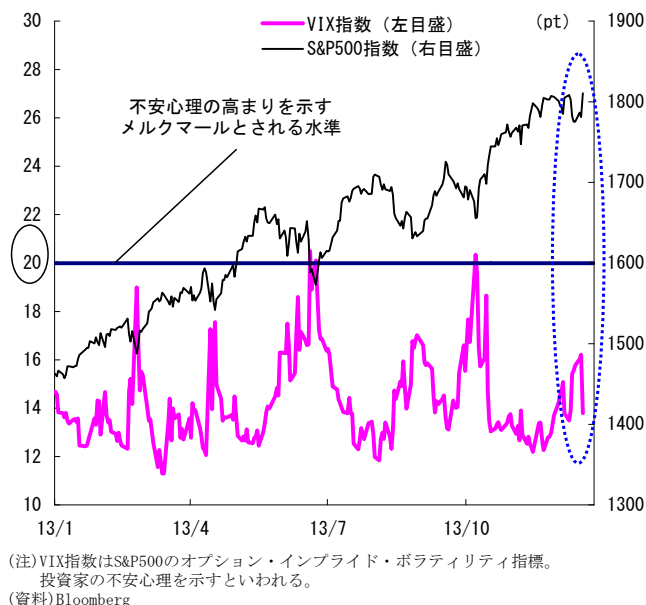
のコンセンサスを下回る水準である。さらに、緊急失業給付の打ち切りで、望ましい形ではないものの今後数カ月以内に失業率が6.5%を下回るといった観測も出ていただけに、FOMCメンバーの多くが利上げ時期として予想している2015年（17人中12人が予想）よりも前倒しの利上げ開始が意識され、長期金利が急上昇するというリスクを内包していた。しかし今回、超低金利政策維持の条件として「インフレ率が長期目標（2%）を下回って推移し続けると予測される場合」が加わったことで、むしろ低インフレの長期化によって2015年よりも利上げ時期が後倒しになる可能性が意識されることとなった。これは、FOMC後の長期金利上昇が限定的であったことから窺える。株式市場にとって、本当に怖いのは量的緩和の縮小よりも長期金利の急上昇である<sup>2</sup>。したがって、株式市場は量的緩和の開始以上に利上げ開始時期を意識してきたとみられ、このことは株価とFF金利先物の動きとの関係からも見て取れる（図表1）。量的緩和縮小の可能性を示唆した5月のバーナンキFRB議長講演後や縮小決定が予想されていた9月のFOMC前など、FF先物金利が上昇基調を強めた局面で株価には下落圧力が掛かっている。11月後半以降もFF先物金利が再び上昇し始めた中で株価はやや上値の重い展開となった。ただし、ハト派といわれるイエレン次期FRB議長の下では低金利が長期化し易いとの期待感から、FF先物金利の水準が9月に比べて低かったこともあり、株価への下落圧力も限定的であった。一方、QE3縮小決定後はガイダンス強化の影響からむしろFF先物金利は低下しており、これまでの逆相関の関係を維持する形で株価の上昇に繋がったとみられる。

二つ目の理由は、量的緩和の縮小規模が小幅であり、少なくとも今後数カ月は小幅な縮小を経ながらも証券購入が続けられることが示唆されたことである。バーナンキFRB議長は6月のFOMC（6/19）後の会見で「2013年後半に縮小開始、2014年前半で縮小を進め、2014年半ばごろに縮小」としていたが、12月の会見では「おそらく来年（2014年）終わりまでは量的緩和を続ける」との見解を示した。

図表1 米ダウ平均とFF先物金利



図表2 S&P500指数とVIX指数



当初の想定から量的緩和の開始が3か月程度後倒しされたのに対し、終了予定は半年程度遅らせるということなので、現段階でのFOMCの想定では緩和縮小は従来の考え方よりも緩やかなペースで進められていくことになる。確かに証券購入規模の縮小という面から捉えれば、株式市場にとってはマイナスという印象を受けやすいが、購入が続く限りFRBのバランスシートは拡大し続けるわけであり、景気の拡大が続いていく中で緩和状態が続くことは普通に考えれば株式の投資環境としては好ましい状況である。つまり、景気が回復する中での小幅かつ漸進的な緩和縮小であれば、株式市場参加者にとっては十分に許容可能であると捉えられたのであろう。伏線としては、5月のバーナンキFRB議長の議会講演以降に長期金利が急上昇してしまった苦い経験をもとに、FRBが量的緩和縮小は金融引き締めではないというメッセージを繰り返し伝えてきたことだ。こうした考え方が、時間をかけて市場に浸透してきたからこそ、量的緩和縮小に対するネガティブな印象が薄らいでいたのであろう。

さらに、三つ目の理由は、不透明感の払拭である。株式市場参加者が最も嫌うのは、先行きの不確実性である。いつ量的緩和の縮小が始まるか分からず、常に下落リスクを意識しなければならない状況から脱したことが、市場参加者に安心感を与えたという面も無視できないであろう。実際、市場参加者の不安心理を示すとされるVIX指数は、量的緩和縮小後に低下した（図表2）。

以上のような、いくつかの要素が複合的に投資家マインドに影響を与えたことによって、量的緩和縮小後の株価上昇という現象が起こったと考えられる。

### 3. 日米株とも当面底堅く推移する見通し

今回のFOMCの決定は、5月以降のコミュニケーション戦略の失敗によって長期金利の急騰と株価の下落を招いた経験を踏まえ、長期金利の上昇を抑制し、資産市場に悪影響を与えないよう最大限の配慮が示されたものといえよう。今回の決定を受けて、当面の米国株式相場は景気回復期待を背景に底堅く推移する見通しである。ただし、今回決定によってFRBの金融政策が出口戦略の入り口に入ったことは事実であり、スタートは成功といえるが、今後長期金利が予期せぬ形で上昇をするリスクは拭いきれない。その場合は米国株に調整圧力が掛かることは免れないであろう。

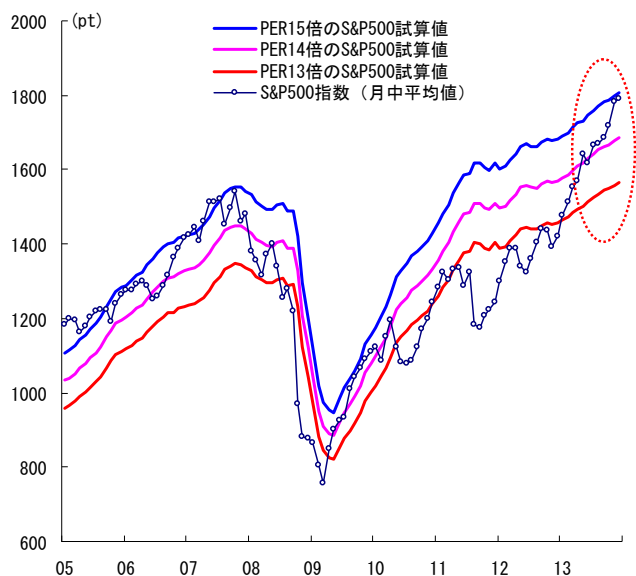
また、S&P500指数採用企業の業績見通しは改善基調が続いているが、2013年の株価は総じてこれを上回る水準で上昇してきた。これは、リーマン・ショック以降、成長期待の低下からバリュエーション上割安に放置されてきた株価が正常化する過程の動きと捉えられる。足元の12カ月先予想PERは過去の平均的水準である14~15倍の上限を超えてきており、バリュエーションの正常化の動きは一巡したとみられる（図表3）。したがって、今後の米国株価は業績改善に見合った緩やかな上昇となりそうである。

一方、日本株も内外経済の回復期待や日米金融政策スタンスの違いを映じた為替の円安地合いを背景に底堅く推移する見通しである。近年の日本株の動きはドル建てで見ると、概ねダウ平均と一定の相関関係を維持しながら推移している。例えば、ダウ平均とドル円相場を説明変数とした日経平均の試算値は概ね最近の株価の水準に沿ったものとなっている（図表4）。ただし、メインシナリオでは、消費税導入後の国内経済の落ち込みなどに対する警戒から2014年の春先にかけて株価の上値が抑制さ

れやすいと予想している（図表5）。

需給面では、海外勢による日本株への注目度は高く、引き続き海外投資家の買いが日本株を支えると考えられる。過去の四半期ごとの海外投資家の売買動向をみると、1～3月期は買い越し額が増え易い時期となっている。また、年明け以降はNISA（少額投資非課税制度）開始による投資信託などを通じた個人マネーの流入も期待できることから、年初の日本株は当社の予想以上に高値を試す可能性もあろう。昨年来のアベノミクスへの注目度の高まりから日本株の上昇局面では、ヘッジファンド等の短期資金などが入り易く、先物主導で急上昇し易い環境にある。足もとの株価水準はバリュエーション的にも概ね許容できる範囲にあるが、短期間に更なる急騰がみられた場合には、その後のボラティリティの高まり（急落リスク）に留意が必要であろう。

図表3 S&P500と予想PERの水準による同試算値



(資料)Datastream

図表4 為替・米株から試算される日経平均

(単位:円)

		ダウ平均(ドル)					
		14,000	15,000	16,000	17,000	18,000	19,000
ドル円相場(円)	85	10,635	10,875	11,104	11,323	11,534	11,737
	90	11,599	11,861	12,110	12,349	12,579	12,801
	95	12,651	12,936	13,208	13,469	13,720	13,961
	100	13,798	14,108	14,405	14,690	14,963	15,227
	105	15,049	15,387	15,711	16,021	16,320	16,607
	110	16,413	16,782	17,135	17,474	17,799	18,112
	115	17,901	18,303	18,689	19,058	19,413	19,754
	120	19,523	19,963	20,383	20,785	21,172	21,545

(注)以下の推計式より算出。推計期間:2005.01～2013.11 adj-R2:0.96 0内はt値。  
 $LN(TOPIX) = 0.30 + 0.32 * LN(\text{ダウ平均}) + 0.42 * (\text{鉱工業生産}) + 0.02 * \text{ドル円相場}$   
 (0.8) (8.0) (4.9) (33.0)

(資料)経済産業省、Bloomberg

図表5 当面の日米株及びドル円相場の見通し

	2013/7-9	10-12	2014/1-3	4-6	7-9	10-12	2012 暦年	2013 暦年	2014 暦年
米ダウ平均株価(ドル)	15,300	15,700	16,200	16,500	16,600	16,800	12,967	15,000	16,500
日経平均株価(円)	14,100	15,000	15,700	15,500	16,000	16,500	9,108	13,500	15,900
TOPIX(pt)	1,170	1,220	1,270	1,250	1,290	1,340	769	1,120	1,290
ドル・円(円/ドル)	99	100	104	105	106	107	80	98	106

(注)シャドウは予測。予測値は期中平均。但し、政策金利は期末値。ユーロ円TIBORは360日ベース。

1 小野亮 「FRBからのX'masプレゼント」(みずほ総合研究所 『みずほインサイト』2013年12月19日)

2 武内浩二 「QE3縮小と日米の株価の行方」(みずほ総合研究所 『みずほインサイト』2013年8月23日)

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。