

# 米金融政策を注視する金融市場

## 米金利、米株そして日本株への影響は？

市場調査部首席エコノミスト

武内浩二

03-3591-1244

koji.takeuchi@mizuho-ri.co.jp

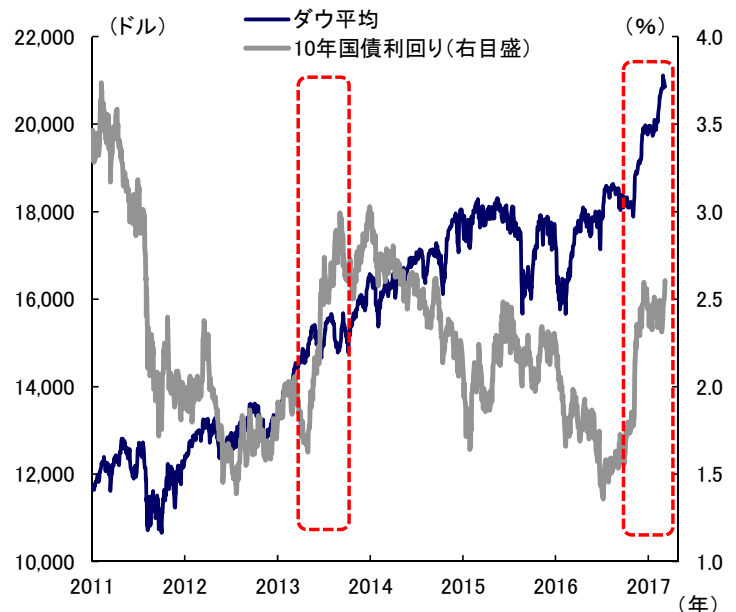
- FOMC参加者の想定する利上げペース加速は、市場参加者の利上げ見通しの修正とともに、FRBのバランスシート縮小の前倒しを想起させることで長期金利の上昇を促す可能性も
- 米長期金利の上昇が急速な場合は、割高感のある米株の調整につながるリスクがある。ただし、日本株への影響はドル円相場の動きも含めて考える必要がある
- 米国の株式市場と債券市場の間には温度差がみられ、FOMCに限らず、米政権の政策や欧州政治動向など何らかのイベントをきっかけに急速な相場変動を伴って調整するリスクには警戒が必要

### 1. 温度差がみえる株式市場と債券市場

昨年の米大統領選以降、金融市場では「トランプ相場」や「トランプラリー」といった言葉が飛び交い、急速に株高・債券安（金利上昇）が進んだ。ちなみに、金融市場におけるラリーとは短期間に相場が上昇することを指すが、しばしば上昇相場が始まる起点となる。今回も、トランプ政権下での減税や規制緩和を背景とした米株の中期的な上昇期待が高まっている。また、同時にFRBが利上げを進めていく中で米金利の上昇を伴った債券から株式への資金シフト、いわゆる「グレートローテーション」が起こるといった指摘も散見される。グレートローテーションへの期待は、景気回復とFRBによる量的緩和(QE3)の縮小が意識される中で株高・債券安が進行した2013年にも高まった(図表1)。ただし、当時はグレートローテーションには至らず、2014年にかけて株、債券とも底堅いゴルドロックと呼ばれるような相場展開となった。

今度こそグレートローテーションは起こるのであろうか。年明け以降の相場展開をみると、株式相場では主要指数が史上最高値を更新し続けるなど上昇基調が続く一方、長期金利は総じてレンジでの推移が続いており、株式市場と債券市場の参加者の間に

図表1 米国の株価と長期金利



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

は温度差があるように思われる。ただし、最近の FOMC 参加者による利上げに前向きな発言を受けて、3 月の利上げが確実視されると共にその後の利上げペースの加速が意識される中、長期金利は再び上昇圧力が強まりつつあるようにもみえる。

本稿では、FOMC や予算教書という重要イベントを迎える前に、今後の金融市場の行方を見通す上で重要と思われるポイントを整理しておきたい。

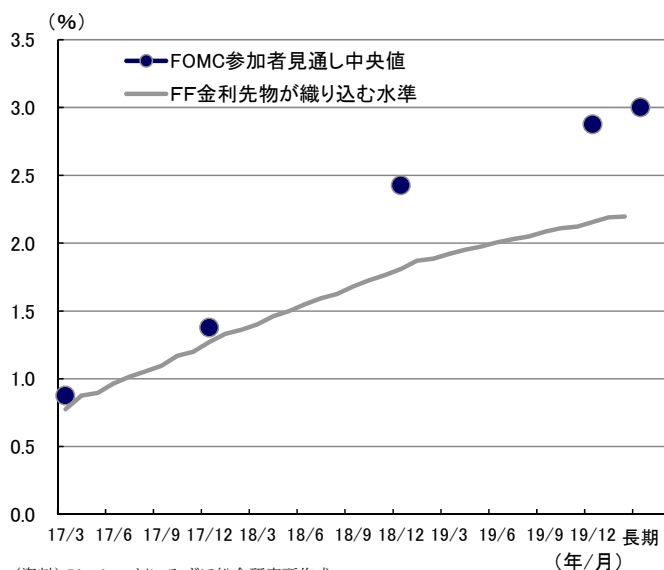
## 2. 債券市場参加者が警戒する F R B のバランスシート縮小

先物市場で3月利上げが100%織り込まれる中、市場参加者の関心はFOMC参加者の想定する利上げペースの加速や長期の F F 金利水準引き上げの有無に移っている。特に2017年の利上げ回数が現状の年3回から年4回に引き上げられるかどうかについては関心が高いようである。長期金利への影響という観点でいえば、理論的には長期の F F 金利水準引き上げは長期金利の上昇要因となるが、仮にこの水準が変わらなければ、利上げペースが加速したとしても影響は軽微なはずである。ただし、現状の長期金利を取り巻く環境を踏まえれば、2つの観点から利上げペースの加速が長期金利の上昇につながる可能性がある。

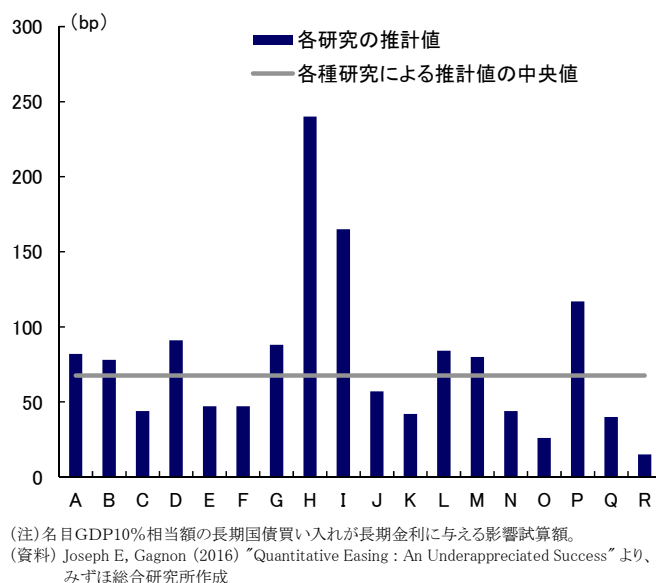
1点目は、FOMC参加者と市場との先行きの利上げに対する見方の乖離である。現状、F F 金利先物が織り込む先行きの F F 金利の水準はFOMC参加者の見通し中央値を大きく下回っている（図表2）。つまり、利上げに対してかなり慎重な見方をしていることになる。FOMCで利上げペースの加速が示唆された場合、市場が考えていた以上にFOMC参加者が利上げに対して前向きであることが意識され、市場の見方がFOMC参加者に近づく、つまり図表2に示された乖離が縮小することによって長期金利が上昇する可能性があるといえる。

2点目はの F R B のバランスシート縮小との関係である。債券市場参加者がより警戒しているのはむしろこちらの方かもしれない。利上げが進んでいけば、FOMCはいずれバランスシートの縮小に踏み切

図表2 先物市場及びFOMC参加者の F F 金利見通し



図表3 国債買入れが長期金利に与える影響



ることになるが、市場ではFRBのバランスシート縮小に関してはまだほとんど織り込んでいない可能性が高いためである。

では、FRBのバランスシート縮小はどの程度長期金利を上昇させるのであろうか。量的緩和による国債購入が長期金利に与える影響は、買う行為自体が金利低下につながるというフロービューと一旦購入した国債は一定の金利低下圧力を掛け続けるというストックビューの考え方があがるが、有力視されているのは後者の方であり、FOMC参加者も多くはこちらの見方を支持しているようである。実際に国債購入が長期金利に与える影響については、様々な先行研究がなされおり、その水準もまちまちであるが、中央値をとると名目GDP10%相当額の長期国債買い入れは約70bp長期金利を低下させることになる(図表3)。仮にこの数字をベースに試算すると、2016年の名目GDP基準で1兆ドルあたりでの金利低下圧力は36bpであり、FRBのバランスシートに占める国債残高が2.5兆ドルであることを踏まえると、現状は90bp程度金利を低く抑えている可能性が示される。先行研究のばらつきからも分かるように、影響についてはかなり幅を持つてみる必要があるが、市場がFRBのバランスシート縮小を織り込む場合には、相応の金利上昇圧力が掛る可能性があるといえよう。

### 3. 米長期金利上昇が日米株価に与える影響は？

次に、米国の長期金利上昇が日米の株価に与える影響について考える。米国における株価と長期金利の長期的な推移を比較すると、正の相関関係が見られる局面が多い。これは、景気の拡大局面では株価や長期金利は上昇しやすく、景気の後退局面では逆の動きが起こりやすいことによるものである。しかし、長期金利が株価に与える影響は、配当割引モデルなどの考え方からすれば、反比例の関係にある。つまり、長期金利の上昇は株価にはマイナスの影響を与えることになる。これは、イールドスプレッドなどで示される債券と株式の投資価値比較という観点からも整合的である。これらを踏まえ、過去の株価の動きもみながら利上げ局面における株価の反応を想定するには、場合分けをして考える必要があるといえよう。長期金利の上昇ペースが速い場合には株価を下落させる要因となる可能性がある一方、長期金利の上昇が緩やかなものにとどまれば、株価の上昇と長期金利の上昇は同時に進行すると考えられる。後者はまさにグレートローテーションが起こるケースである。

現状の米国株に当てはめて考えると、昨年の大統領選以降、予想EPSの伸びに対して株価の上昇ペースは速く、予想PERはバブル期との比較ではまだ低い水準ではあるものの、過去の平均的な水準である14~15倍を大きく上回り割高感が強まっている(図表4)。期待先行の面は否めず、長期金利の急上昇が

図表4 S&P500指数の12カ月予想PER



起れば、これをきっかけに株価が調整する可能性は十分であろう。ちなみに、株価を企業収益、長期金利及び景気マインドの要因を加えて推計すると、ITバブル期を除いて概ね株価の動きを説明することが可能であり、この推計に基づくと、現状の水準から長期金利が1%pt上昇した場合、株価は1割程度下落することとなる。

米長期金利上昇が日本株に与える影響はより複雑である。近年の日本株の動きはドル建てでみると、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。したがって、米長期金利が米株及びドル円相場にどのような影響を与えるかを考える必要がある。つまり、リスクケースとして米長期金利が急上昇した場合、米株は調整する可能性がある一方、ドル円相場は日米金利差拡大から円安ドル高が進行することも考えられる。こうしたケースでは、図表5に示したような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を示したマトリックスなどが一つの参考になろう。足元の水準はやや試算値を下振れているが、これは、トランプ政権の減税や規制緩和への期待から米株市場では楽観的な見方が強まっている一方、同政権の為替政策がドル円相場に円高圧力を加える懸念が残存している中、海外投資家が日本株投資に慎重であることなどが挙げられよう。つまり、実際の株価は試算値よりも円高水準の値で推移している可能性が考えられる。

図表5 為替・米株から試算される日経平均

(単位:円)

|          |     | ダウ平均(ドル) |        |        |        |        |        |
|----------|-----|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
|          |     | 19,500   | 20,000 | 20,500 | 21,000 | 21,500 | 22,000 |
| ドル円相場(円) | 95  | 15,700   | 15,900 | 16,200 | 16,500 | 16,700 | 17,000 |
|          | 100 | 16,600   | 16,900 | 17,200 | 17,400 | 17,700 | 18,000 |
|          | 105 | 17,600   | 17,900 | 18,200 | 18,500 | 18,800 | 19,100 |
|          | 110 | 18,600   | 18,900 | 19,200 | 19,500 | 19,900 | 20,200 |
|          | 115 | 19,700   | 20,000 | 20,400 | 20,700 | 21,000 | 21,400 |
|          | 120 | 20,800   | 21,200 | 21,600 | 21,900 | 22,300 | 22,600 |
|          | 125 | 22,100   | 22,500 | 22,800 | 23,200 | 23,600 | 24,000 |

(注)以下の推計式より算出。推計期間:2012.01~2017.1。adj-R<sup>2</sup>:0.970内はt値。  
 $LN(TOPIX) = -3.55 + 0.73 * LN(\text{ダウ平均}) + 0.53 * LN(\text{鉱工業生産}) + 0.01 * \text{ドル円相場}$   
 (-2.7) (7.7) (2.1) (13.7)  
 (資料)経済産業省、Bloombergより、みずほ総合研究所作成

#### 4. おわりに

現状の米国の株式市場と債券市場の間には温度差がみられると指摘したが、今後、景気の見方が定まるに連れ、どちらかに寄って行くか、もしくは双方が歩み寄ることが想定される。ただし、何らかのイベントをきっかけにこれらの乖離が急速な相場変動を伴って調整するリスクには警戒が必要である。本稿ではFOMCの政策スタンスの修正が与える影響を検証したが、トランプ政権の政策や欧州政治動向など、留意すべきポイントは多い。

●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。