

米再投資政策見直しと金融市場

金利急上昇による株式バリュエーション調整に警戒

みずほ総合研究所
 調査本部 市場調査部
 03-3591-1249

- 6月FOMCでは利上げに加え再投資政策の見直し計画が発表された。バランスシート縮小は金融市場に対し引き締め効果があると考えられるが、市場では株高・債券高の状況が継続している
- バランスシート縮小が緩やかに進められれば長期金利への影響は平準化されると予想。ただし、物価上昇などを契機に長期金利が急上昇すれば、割高感のある株価下落のリスクが高まる可能性
- 金融緩和後に国内外から米金融市場への資金の流れが拡大。金利上昇や株価下落でマネーフローの流れに変調が生じれば、米国内のみならずグローバルに影響が波及する懸念も

1. FRBは再投資政策縮小方針を発表

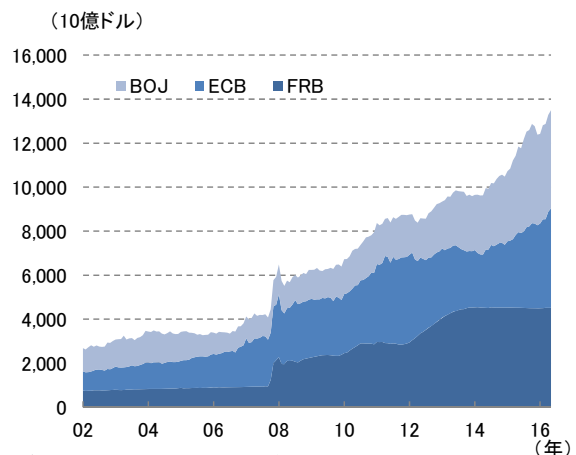
6月の米連邦公開市場委員会（FOMC）（6/13・14）では、利上げと同時に、年内に再投資政策を縮小する方針が発表された¹。バランスシート縮小は政策金利の調節と同様に金融市場に対して引き締め効果があると考えられるが、米株式市場は歴史的な高値を更新し、米10年国債利回りについては2%台前半へと緩やかに低下する局面が継続している（図表1）。長期にわたる国債買入により日米欧の中銀バランスシートは大きく拡大し、3中銀のバランスシートは連邦準備制度理事会（FRB）の量的緩和開始以前と比較すると3倍以上の水準となっている（図表2）。今後、FRBによる再投資政策が縮小された場合、各金融市場は現状のゴルディロックス的な状況（株高、債券高が併存する適温相場）を維持できるのだろうか。本レポートではバランスシート縮小が金利上昇や投資マネーの縮小という経路で金融市場のリスクファクターとなり得るかを考察する。

図表1 米国債利回りと株価



(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表2 日米欧中銀のバランスシート



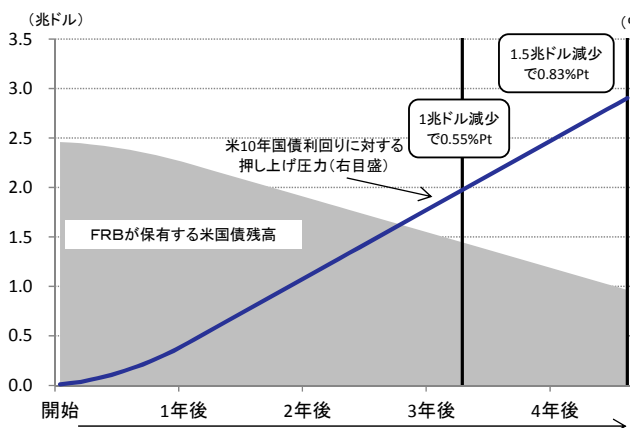
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

2. 米国債への影響は平準化されると予想するも、金利急上昇リスクは残存

再投資政策の見直しは、短期的には長期金利急上昇というショックとなり得るほか、中長期的には金融緩和効果はく落に伴うイールドカーブ全体の押し上げ要因となる。量的緩和政策に対する市場の予見性が著しく損なわれた事例が2013年のテーパー・タントラムである。バーナンキ前FRB議長が量的緩和政策変更の可能性について議会証言等を通じて発言した結果、2カ月で米10年国債利回りは1%以上急騰した。テーパー・タントラムでは中央銀行と市場のコミュニケーションが適切にとられていなかったことが長期金利の上昇を招いた。今次局面においては、FRB高官の発言やFOMCの声明文・議事要旨を通じ、再投資政策縮小が近々行われるということに加え、その方法についても予見可能で緩やかな縮小ということがアナウンスされてきた。6月FOMCでは月間の再投資縮小額が示されているが、縮小後のバランスシートの規模は明示されていない。ニューヨーク連銀が5月FOMC前に行ったアンケート調査によれば、2019年末のバランスシート残高（2017年5月末時点で4.2兆ドル）について、3.5兆ドル～4兆ドルのレンジを予想する割合が最も高くなっている。また、2025年末時点でも3.1兆ドル（中央値）の残高が見込まれている。これらの数字からは、市場参加者が、再投資政策の縮小は非常に緩やかで、市場環境が急変する影響はないと考えていることが推察される。みずほ総合研究所では、名目金利が実質金利と期待インフレ率に加え、FRBによる米国債保有残高の影響を受けるという前提を元に、米国債保有残高減少が米10年国債利回りに与える影響を試算した。FRBの米国債保有残高（2016年5月末時点で約2.5兆ドル）が1.5兆ドル減少した場合を想定すると、米金利は0.83%pt押し上げられるという結果が得られる（図表3）。FRBの米国債保有残高が緩やかに減少するなかで、同様のスピードで金融市場の織り込みが進めば、毎年の金利上昇圧力は平準化され、米金利に対する上昇圧力は緩やかなものとなることが想定される。

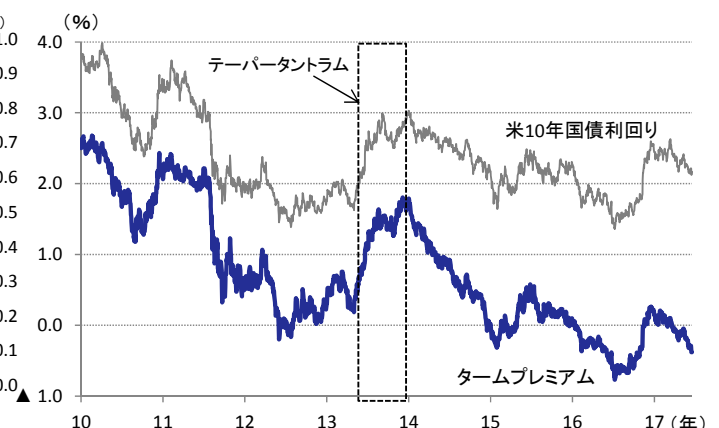
しかしながら、仮に市場が縮小規模を短期的に織り込んだ場合、金利は一時的に急騰する可能性を秘めていると考えられる。足元でタームプレミアムは0%近傍の推移が続いているが（図表4）、米国

図表3 バランスシート縮小の影響



(注) 名目金利が実質金利と期待インフレ率に加え、FRBによる米国債保有残高の影響を受けるという前提を元にしたみずほ総合研究所の試算値。
(資料) FRB、米国国家予算局、Bloomberg、米国労働省などより、みずほ総合研究所作成

図表4 米10年国債利回りとタームプレミアム



(資料) Bloomberg、ニューヨーク連銀より、みずほ総合研究所作成

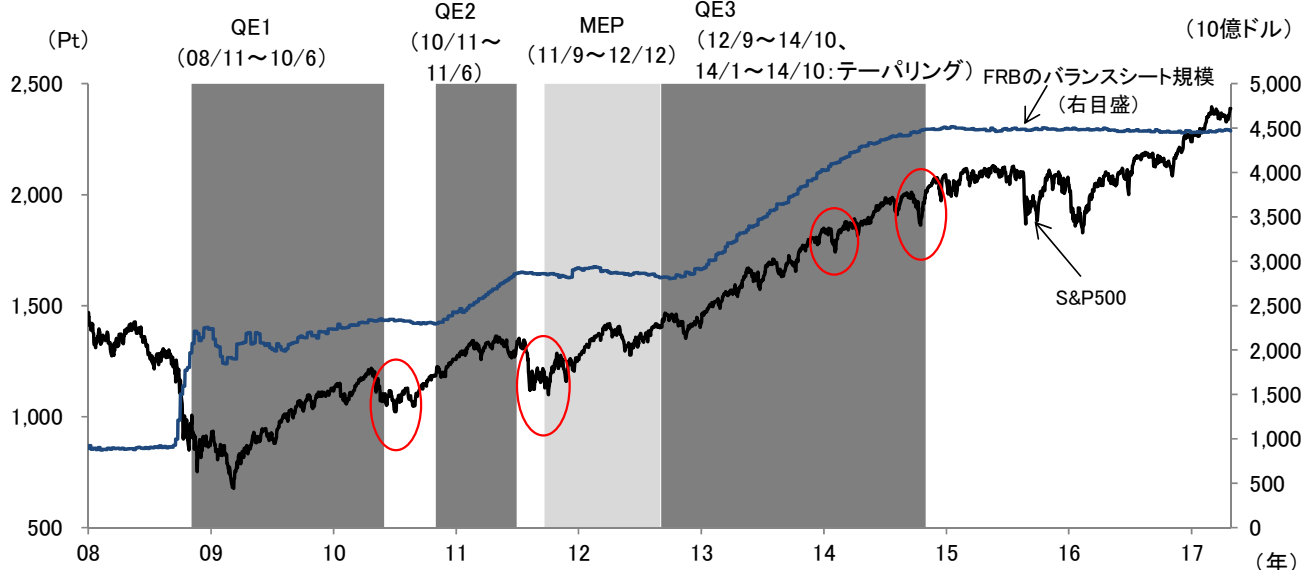
経済のファンダメンタルズ（潜在成長率1%台後半、期待インフレ率2%）とリスクプレミアムを勘案した米国債利回りの水準は3%台後半から4%台となる。金融政策の正常化が急速に織り込まれれば、一時的に4%台まで急騰するリスクシナリオも想定しておく必要があるだろう。急上昇のきっかけとしては、物価や賃金の上昇幅が拡大し、先行きの金融引き締めペースが加速するとの観測が高まることが挙げられる。基調的なインフレ率をみると、このところ上昇ペースが鈍化している。インフレ率の鈍化を受けて期待インフレ率もやや低下しているが、市場参加者と米国の消費者の期待インフレ率を比較すると、市場参加者の方が慎重なようである。今後発表される経済指標から物価や賃金の伸び率の加速が確認されれば、先行きの物価見通しが上昇し、更なる利上げや保有資産売却といった金融引き締めペースの加速が織り込まれる可能性がある。足許の長期金利はトランプ政権への期待のはく落や経済指標の下振れ等を背景に、政策見直しの議論がなされる中でも低下傾向が続いている。しかし、2年債利回りは中央銀行による利上げが順当に実施されるなかで着実に上昇している。米国経済の持ち直しが今後確認されれば、長期金利への上昇圧力が高まっていくだろう。金利上昇が他市場に波及する可能性に留意が必要である。

3. 金利急上昇による株式バリュエーション調整リスクに留意

次に、FRBの再投資政策見直しが米株式市場にどのような影響を与えるか考察したい。

米国株は、2007年後半から2009年初めにかけて金融危機による大幅な下落を経た後、米国経済の持ち直しとともに約8年にわたり上昇基調を維持している（図表5）。この期間の半分を上回る約5年間、FRBは量的緩和或いは実質的に量的緩和と同等の緩和効果を持つオペレーション・ツイストを実施してきた。FRBのバランスシートの規模と株価の関係を見てみると、QE3が終了した2014年10月以降、トランプ政権誕生に伴う政策期待の高まりによる急速な株価上昇を除くと株価上昇が一服している。2015年から2016年前半にかけては中国経済の落ち込みを主因に世界経済が一時的に減速した時期

図表5 FRBのバランスシートと S&P500 指数

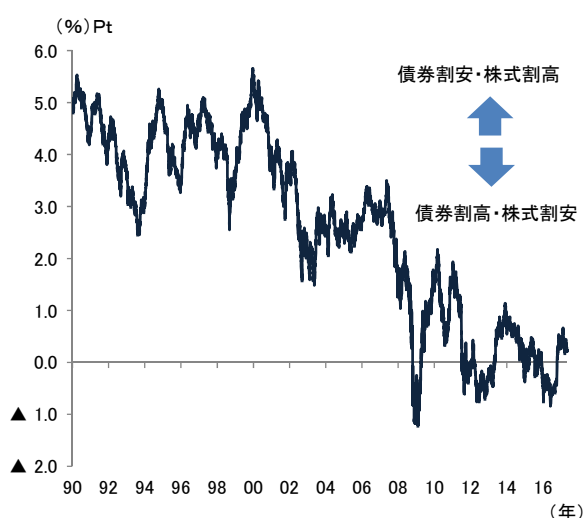


(注) MEPは、Maturity Extension Programの略であり、残存期間延長プログラム。オペレーション・ツイストとも呼ばれる。
 (資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

であり、一概にFRBのバランスシートの拡大停止による影響とは言い切れないが、QE1からQE3を経るまで、FRBの資産買入に係る政策変更やそれに対する思惑は株式市場の短期的な調整のきっかけとなってきた。QE1、QE2の際には、終了する前後約2カ月の間に15%程度の株価の調整を挟んだほか、QE3の際には買入資産の金額を逡減していくテーパリングを開始した直後や買入終了前に約6~7%程度調整した。もっとも、QE1、QE2の時期には欧州債務問題の金融危機への波及リスクが意識されていたことから、FRBのバランスシートを巡る政策変更のみが株価を下押しした訳ではないものの、潤沢なマネーが下支えする流動性の高い相場への期待後退・投資家心理の悪化が株価下落のきっかけの1つであったことは確かであろう。

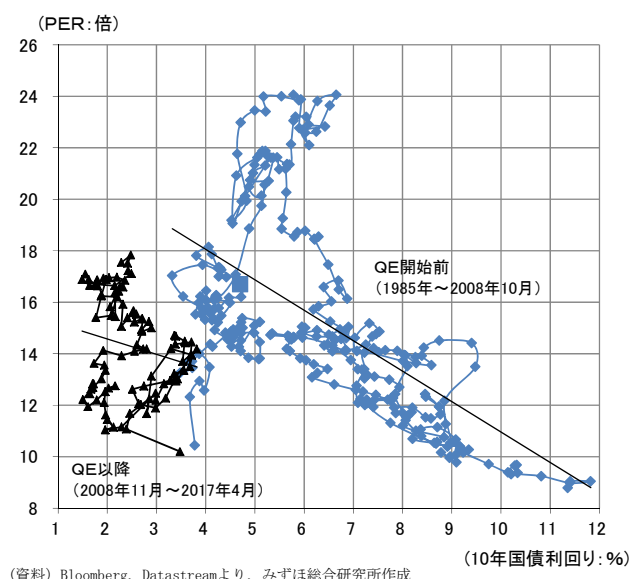
こうした過去の経緯を踏まえると、再投資政策見直しの時期の決定、あるいは実施を受けた非常に初期的な反応については、前述の通りマネー縮小による流動性低下への警戒感が高まり、リスク回避的な株価下落の可能性が指摘できる。しかし、株価の下押し圧力がどの程度の調整幅でどの程度の期間に及ぶのかという点については、長期金利の反応によって異なってくるだろう。米10年国債利回りが歴史的に見ても非常に低い水準にある一方、株価についてはトランプ政権の政策に対する期待が維持されていることもあり、史上最高値圏で推移している。堅調な株価の背景には改善基調を強めている企業業績があるが、PER（株価収益率、12カ月先予想）は17倍台後半であり、80年代後半からの平均値である15倍を上回り、割高感を示唆している。足元では政策期待が株価を押し上げているとは言え、2014年後半以降のPERの平均は16倍台後半であり、企業業績から見たバリュエーション面では割高な株価が維持され続けている。こうした割高感のある株価を支えている一因が低位に推移する長期金利であると考えられる。債券と株式の相対的な割高感・割安感を示すイールドスプレッドを見ると、歴史的に見て債券と比較した割安感が顕著であることが分かる（図表6）。しかし、長期金利が上昇すれば、債券対比の株式の割安感は後退し、バリュエーションの調整が起こる可能性がある。

図表6 イールドスプレッド



(注)イールドスプレッドは米10年国債利回りからS&P500指数の配当利回りを引いたもの。
(資料)Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表7 米10年国債利回りとS&P500 指数の予想PERの関係



(資料) Bloomberg、Datastreamより、みずほ総合研究所作成

一方、通常は株価と金利は正の相関が見られ、景気拡大局面では、投資家のリスク選好が高まり株高・債券安（金利上昇）の動き、反対に景気後退局面では、投資家がリスク回避的な姿勢となり株安・債券高（金利低下）の動きが見られる。景気拡大局面における株価上昇は、企業業績、つまり株価の構成要素のうち、EPS（一株当たり利益）の改善に起因した株価上昇である。1985年以降の米国の10年国債利回りとS&P500指数のPERの関係を見てみると、総じて逆相関の関係がある（図表7）。この関係は、株式益利回りがPERの逆数であることから、債券と株式の投資価値判断の理論とも整合的である。さらに、期間を量的緩和が開始される前までの1985年から2008年10月までと量的緩和開始後の2008年11月から直近までに分けてみると、逆相関の関係は変わっていないものの、量的緩和開始後に10年国債利回りの低下とともにPERの金利感応度は低下している。

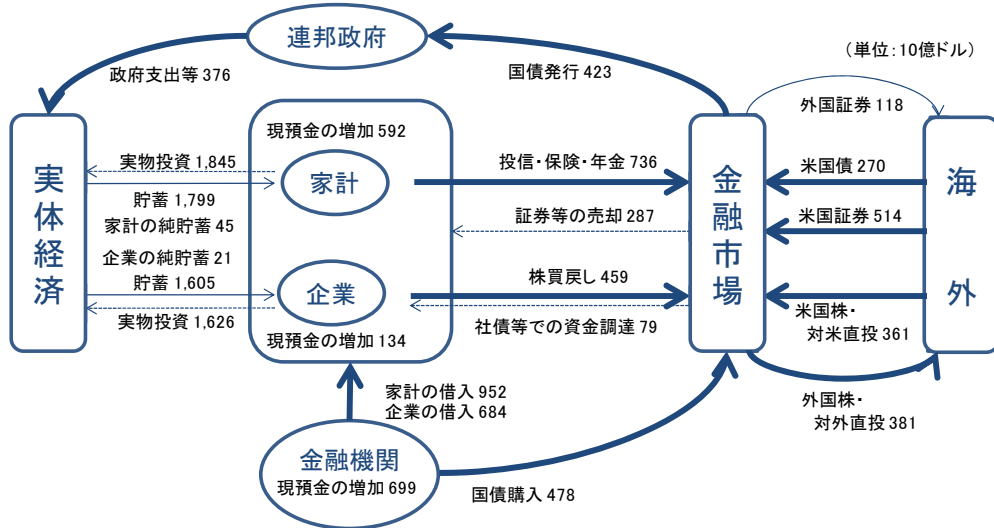
こうした関係を踏まえて考えると、景気拡大とともに緩やかな金利上昇・株高という経路ではなく、ショック的に長期金利が急上昇した場合、PERの低下を通じた株価の調整が起こり得るだろう。仮に米10年国債利回りが2.1%前後から3%程度まで上昇した場合、PERが量的緩和前の金利感応度で調整されたとすると、S&P500指数は10%程度下落すると試算される。更に5%程度まで上昇すると、PERは14倍程度まで低下し、20%近い株価調整を伴う可能性がある。短期的な金利の急上昇が起こる蓋然性は高くないものの、FRBが金融政策の正常化を慎重に進めていく中で長期的にこうした金利の水準が視野に入ってくるならば、株価のPERも徐々に過去平均である15倍程度に収れんしていくだろう。ただし、中長期的な金利の上昇であれば、EPSの拡大も伴うため株価のショック的な調整は回避されると考えられる。

4. 金融市場混乱によるマネーフローの逆流リスク

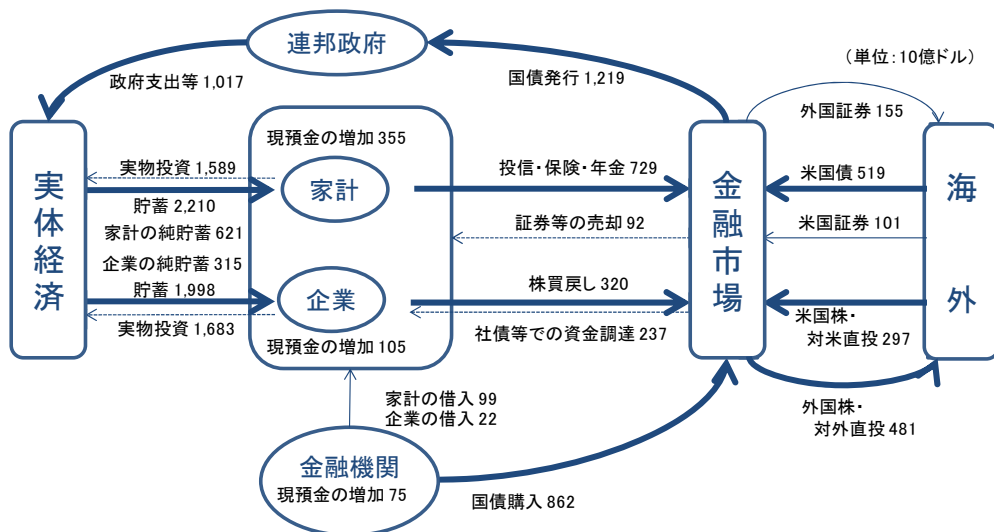
最後に、量的緩和前後のマネーフローの構造から、バランスシート縮小の影響を考察する。次頁の図表8は、金融市場と実体経済間のマネーフローの動きをリーマン・ショック前後で比較したものである。景気後退に伴い家計や企業の実物投資、借入が減少する一方、貯蓄が増加し金融機関などを經由し金融市場に流入する資金が増加していることが確認できる。国債発行の増加による政府支出増も、家計や企業の貯蓄増につながったと考えられる。米国債市場には海外市場からの資金流入も増加している。ユーロ圏や日本での金融緩和、マイナス金利導入などの動きから、少しでも高い金利を求める資金が債券市場に流れている。企業の自社株買いによる株式市場への資金の流れは量的緩和前から続いており、株価の下支え要因になっていると考えられる。量的緩和後もこうした資金の流れは継続しているが、FRBのバランスシート縮小で金利の急上昇や株価下落が生じれば、これまでの家計や企業からの資金の流れが逆流するリスクに警戒が必要だ。ただし、実体経済の加速感が強まらなければ、家計や企業の実物投資は増加せず、金融市場への資金の流れが維持される可能性がある。海外からの米国債市場への資金の流れについては、日本銀行や欧州中央銀行（ECB）がマイナス金利政策を維持している間は継続すると予想される。

図表 8 金融市場への資金の流れ

【 量的緩和前 : 2005/Q1~2008/Q3 】



【 量的緩和期 : 2008/Q4~2014/Q4 】



(注) 季節調整値 (年率換算)。金融機関は中央銀行を含む。実物投資は、住宅投資、設備投資、在庫投資、耐久消費財消費の合計。政府支出等は、便宜的に実物投資と財政赤字の合計を用いた。

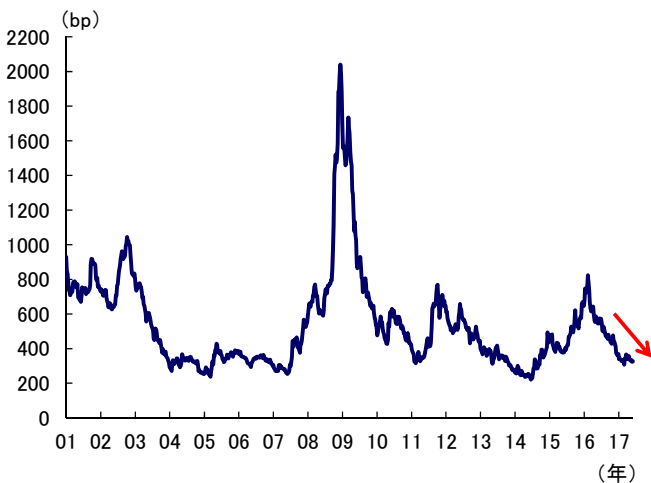
(資料) FRBより、みずほ総合研究所作成

5. リスクシナリオが顕在化した場合、グローバルに影響が波及する懸念

F R Bは今次局面において、利下げから量的緩和へと段階を踏んで金融緩和を実施してきた。一方で、金融市場のコンセンサスや当局者の利上げパス等の予測から、金融政策の引き締めについては、再投資政策の停止と利上げが同時に行われる公算が大きい。果たしてF R Bは急速な金利上昇に対するリスクをコントロールできるであろうか。金融市場が急速に金融引き締めを意識した場合、長期金利の急騰とともに株式市場のバリュエーション調整を受けた下落リスクがあることを示してきた。また、中長期的には再投資政策の見直しがイールドカーブ全体の押し上げに寄与するという分析結果を得た。ただし、数年間行われるであろうバランスシートの正常化はイールドカーブの上昇圧力を平準化することが想定され、毎年の金利上昇力は緩やかになると予想する。緩やかな金利上昇であれば、E P Sの拡大により、株式市場の調整もある程度は軽減されるであろう。

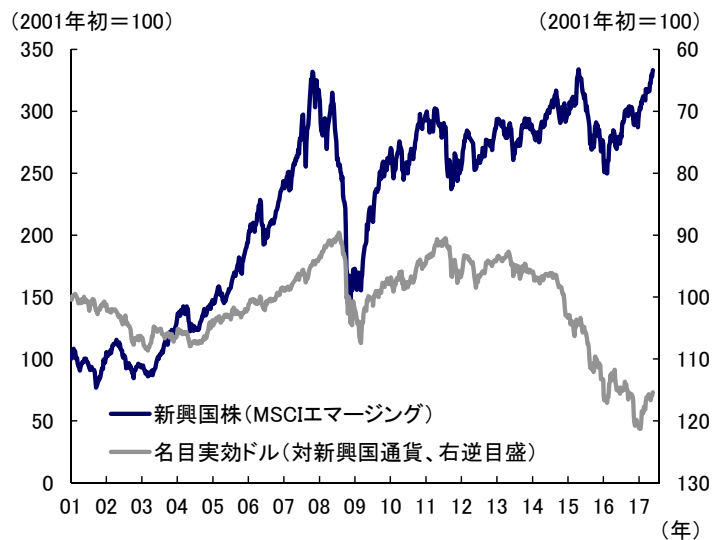
金利上昇による株式市場への悪影響にはマネーフローを変調させる可能性がある点には留意が必要である。量的緩和の拡大は企業や家計の純貯蓄を高めるという経路からも、金融市場に一定程度流入していることが確認できた。金融緩和環境下において金利が低下し、株価が上昇したことによる資産効果がこうした資金の流れにつながった可能性がある。債券利回りや株式の期待収益率の低下に加えて、クレジットリスクについてもタイトニングの傾向がみられる（図表9）。再投資政策の停止を受けた米金利上昇を端に発した米国金融市場の調整は、急速に拡大したマネーがグローバルに染み出た投資マネーを逆流させるリスクを孕んでいる。新興国市場では、F R Bの利上げ開始以降、株式市場が一時的な調整を経て上昇基調に復しているものの、為替市場については下落傾向が続いている（図表10）。投資マネー縮小の動きは、新興国の株式市場に関しても調整余地があることにも留意したい。

図表9 米ハイイールド債スプレッド



(注) 米国ハイイールド債利回りの対10年国債利回りスプレッド。
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

図表10 新興国株と名目実効ドル相場



(注) 世界の上場不動産企業、不動産投資信託250銘柄を対象とした指数。
(資料) Bloombergより、みずほ総合研究所作成

みずほ総合研究所のメインシナリオでは、バランスシート縮小が金融市場に与える影響は、限定的なものにとどまるとみている。足許では米国の物価指標の下振れにより、市場は先行きの緩やかな利上げを織り込んでいることが挙げられる。利上げペースが緩やかである限り、バランスシート縮小のペースが一定であれば長期金利への影響は過度なものにならないと考えられる。またグローバルなマクロ環境をみれば、中国経済がけん引となり、世界経済が当面底堅く推移することも金融市場には追い風となろう。先行きについても、FRBが市場とコミュニケーションを進め、市場が再投資政策の緩やかな縮小を織り込めば、金融市場への影響は限定的になるというのがメインシナリオになると考えている。ただし、例えば想定を上回るスピードで物価が上昇する場合の金融市場への影響については留意が必要である。

¹ 小野亮 (2017) 「米追加利上げと新出口戦略の発表～月間 100 億ドルで年内開始予定の再投資縮小計画～」みずほインサイト (6 月 15 日) <https://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/insight/us170615.pdf>

[共同執筆者]

市場調査部主席エコノミスト	武内浩二	koji.takeuchi@mizuho-ri.co.jp
市場調査部上席主任エコノミスト	野口雄裕	takehiro.noguchi@mizuho-ri.co.jp
市場調査部主任エコノミスト	井上 淳	jun.inoue@mizuho-ri.co.jp
市場調査部主任エコノミスト	大塚理恵子	rieko.otsuka@mizuho-ri.co.jp
市場調査部主任エコノミスト	殿岡直樹	naoki.tonooka@mizuho-ri.co.jp
市場調査部主任エコノミスト	坂中弥生	yayoi.sakanaka@mizuho-ri.co.jp

●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。