



米金利上昇と株価下落:「良い金利上昇」と「悪い金利上昇」の見分け方

- ・米・金利上昇で、株価が大幅下落。「良い金利上昇」で株反発か、「悪い金利上昇」で株続落かが焦点。
- ・「純粋期待仮説」からは、中立金利が上昇しているかどうかで、どちらもありうる状況。
- ・実質金利カーブは、長期的な潜在成長率が低下することを示唆。悪い金利上昇となるリスク。
- ・米国の財政拡張が生産性上昇に結びつかず、米FRBの引き締めが早過ぎると金利上昇・株安リスク。

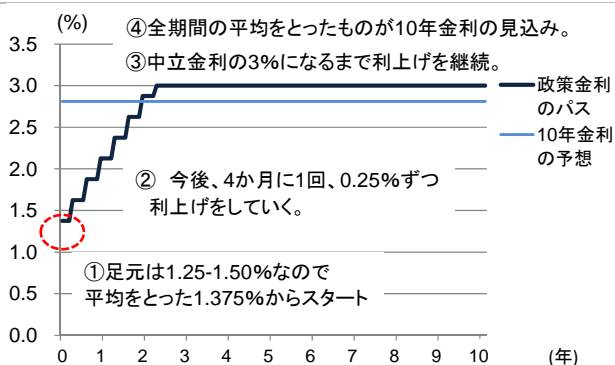
米・金利上昇で、株価が大幅下落 米国の金利上昇で、株価が大幅下落。昨年末(2017年12月29日)と足元(2月8日)の米金利を比較すると、2年が1.88%→2.10%(+0.22%)、5年で2.21%→2.54%(+0.33%)、10年で2.41%→2.82%(+0.42%)の上昇となっている。米ダウ平均は、ピークの2万6千ドル台から2700ポイント以上の下落となり、2月8日では2万4千ドル割れとなった。金利上昇の要因として、米国の減税決定を受けた「悪い金利上昇」と「良い金利上昇」の2つの見方が交錯している。

「良い金利上昇」か、「悪い金利上昇」 「良い金利上昇」は、米国の拡張的な財政政策による国内投資等の増加により、潜在成長率の上昇とそれ以上の景気拡大が起こりつつある、という見方で、株価の下落は一時的な調整に過ぎないとの見方。「悪い金利上昇」は、米国の減税やインフラ投資による財政赤字の拡大が、景気の拡大に結びつかずにインフレだけ招き、株価が一層の下落となりうるとの見方である。現在の長期金利をどう見るかが鍵となっている。

長期金利の見方 長期金利がどのように決まるかについて、図表1にみる様に将来の政策金利を予想して、それをつなげたものが長期金利となる、という「純粋期待仮説」という考え方がある。その際、最終的にどこまで政策金利を引き上げるのかの目安が、中立金利と呼ばれる。具体的には、①足元の1.25-1.50%の平均である1.375%から開始し、②今後4カ月に1回、0.25%ずつの利上げをしていくと予想し、③中立金利を例えば3%としてそこまで利上げを継続し、④その短期金利の全期間の平均をとると、結果はほぼ現在の10年金利2.82%とほぼ一致する。

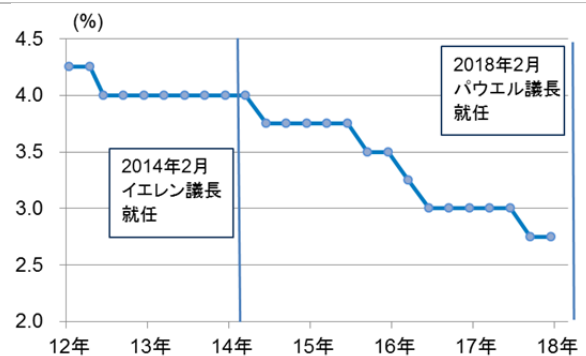
中立金利の低下 米国での中立金利の一つとして、FRBが3か月ごとに公表している経済見通しで示される長期的な金利(Longer-Run Rate)がある。同金利は、イエレン議長の在任期間中に低下を続け、4%から2.75%へ1%超も低下した(図表2)。4年前、イエレン前議長とともに議長候補に挙がっていたローレンス・サマーズ元財務長官は、イエレン氏の議長退任にあたり、この低下を見抜いて緩和的な政策を続けたことが、イエレン氏の在任期間中の経済パフォーマンスの良さにつながったとしている(Summers(2018))。

図表1 純粋期待仮説の考え方 4か月に1回0.25%ずつ、3%までの利上げのケース→現状と一致



(出所) FRBより、新生銀行 金融調査室作成

図表2 中立金利の推移 イエレン議長の在任期間中に4%から2.75%まで1%超の低下



(出所) FRBより、新生銀行 金融調査室作成

中立金利の見方の差が分水嶺 中立金利は図表1の例では3%であり、図表2のFRBの見通しでは2.75%となっているが、この差が「良い金利上昇」か「悪い金利上昇」かの重要な違いをもたらす。もちろん、名目の中立金利(潜在成長率)自体は非常に計測が困難であるため、0.25%の差は誤差の範囲ではあるが、考え方の指針となるとの前提で議論を進めたい。

純粹期待仮説に基づく金利の理論値との比較： 中立金利の見方によって大きく分かれる 図表3は、純粹期待仮説に基づいた米2年・5年・10年金利の理論値である。上段は中立金利がFRBの示す2.75%、下段は上記の図表1のケースでみた中立金利が3%のケースを示している。表の1行目が何か月に1回の利上げを想定しているかを示し、2行目が年間の利上げ回数を示している。

図中① 前ページでみた中立金利を3%として、現在の10年金利が説明可能な4か月に1回、年3回の利上げを想定した列には網掛けをしている。

図中② 昨年末時点では、中立金利は2.75%との見方が多かったため、中立金利を2.75%として、昨年末の時点での金利に近い部分を示したのが点線の枠である。利上げペースは、2年金利で5か月に1回、5年金利で8か月に1回、10年金利で10か月に1回と徐々に鈍化することが織り込まれていた。残存期間の長い金利ほど、利上げペースが緩やかになるとの織り込みであったことがわかる。

図中③ 足元では、仮に減税を受けた投資の拡大等により、中立金利が3%に上昇した(する)との見方に立てば、図の二重線で囲んだ金利にあるように、年3回の利上げペースで、2年・5年・10年の織り込みはきれいに一致する(2年金利の理論値2.10%・実績値も2.10%と一致、5年金利は理論値2.64%に対して実績値2.54%、10年金利は理論値2.82%・実績値2.82%)。中立金利が3%と仮定した場合、昨年末から足元の金利上昇は、「中立金利の上昇、利上げ回数の上昇、利上げ織り込みが進んだこと」の3つで説明でき、「良い金利上昇」と言える。

図中④ 一方、仮に中立金利が2.75%のままであると仮定した場合に、実績値を実線の囲みで示している。10年金利はさきほどの「足元の1.375%から2.75%に徐々に上昇してその平均を取る」との仮定より、2.75%以上には上がらない。このため、2.82%の金利は説明できないということになる。5年金利でも、3か月に1回(年4回)という織り込みとなっている。現状議論されているのは、どんなに早くても3か月に1回、年4回の利上げということを踏まえると、5年金利は、最速ペースを織り込み済みである。なお、2年金利は2.75%のケースと同様、理論値も2.10%となり、実績値の2.10%と一致する。以上より、中立金利が2.75%と仮定した場合には、一転して現状の10年金利には、純粹期待仮説からは説明できないプレミアムが上乘せされている「悪い金利上昇」の可能性がある。

まとめ 中立金利(潜在成長率)が2.75%で過去のトレンドのままであれば「悪い金利上昇」、中立金利が3.0%に上向いているのであれば「良い金利上昇」と言える可能性があり、中立金利の動向が重要となる。

図表3 「純粹期待仮説」による米金利の理論値と実績値(昨年末・直近)

理論値(中立金利の前提=上段:2.75%、下段:3.00%)													実績値			
〇か月に1回の利上げ 年間利上げ回数	12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	2017年 12月29日	2018年 2月8日	差	
	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5	1.7	2.0	2.4	3.0	4.0	6.0	12.0				2.41
2.75													2.75	2.21	2.54	0.33
10年金利	2.34	2.37	2.41	2.44	2.48	2.51	2.55	2.58	2.62	2.65	2.69	2.71	2.41	2.82	0.42	
5年金利	1.94	2.00	2.06	2.13	2.20	2.28	2.35	2.42	2.49	2.56	2.63	2.68	2.21	2.54	0.33	
2年金利	1.56	1.59	1.62	1.65	1.70	1.76	1.83	1.94	2.10	2.27	2.45	2.57	1.88	2.10	0.22	
3.00													3.00			
図表1の例																
10年金利	2.43	2.48	2.53	2.57	2.62	2.67	2.72	2.77	2.82	2.87	2.92	2.95				
5年金利	1.94	2.00	2.07	2.15	2.25	2.34	2.44	2.54	2.64	2.73	2.83	2.90				
2年金利	1.56	1.59	1.62	1.65	1.70	1.76	1.83	1.94	2.10	2.34	2.58	2.76				
利上げペース																
← 緩やか、より低金利																
③ 「良い金利上昇」のケース：潜在成長率の上昇 + 年4回の利上げペースで説明可能																
利上げペース																
早い、より高い金利 →																
④ 単位、%																
② 昨年末(2017年末)の状況：2年金利は、2年2回強の利上げを織り込み、それ以降の金利は織り込み不足(より緩やかな利上げペースを想定)																
① 4か月に1回、年3回の利上げを想定																
「悪い金利上昇のケース」：潜在成長率は一定、拡張財政=プレミアムの拡大																

(出所) FRBより、新生銀行 金融調査室作成

名目金利のベアスティーブをインフレ期待の上昇とみる解釈 これまでの議論はすべて名目ベースで行ってきた。名目金利の動きに注目した議論としては、図表3の一番右の列にある様に昨年末から直近にかけての金利上昇は、2年で+0.22%、5年で+0.33%、10年で+0.42%となっており、残存期間が短い年限よりも長い年限の方が金利上昇している、典型的なベアスティーブの動きをしている。このため、El-Erian(2018)にみられる様に、「現状の金利上昇は、米国経済の回復を受けたインフレ率の高まりを反映したもの」と、金利上昇をポジティブにとらえる見方がある。

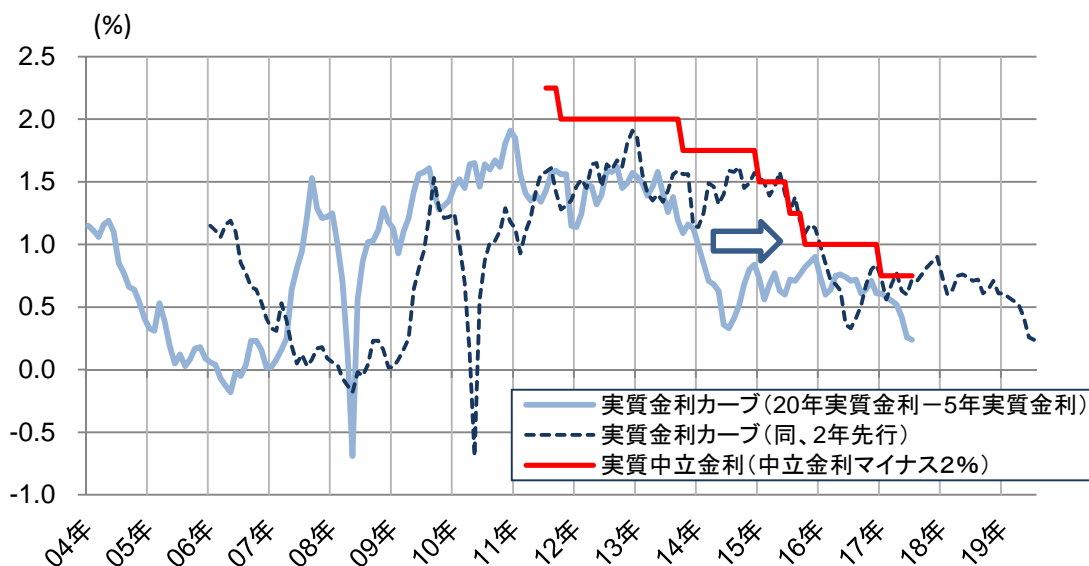
実質金利でみるとどうなるか 経済を動かすのはもっぱら名目値からインフレ率を除いた実質値であるとされる。安達(2018)は、最近の米国経済・金利では非伝統的な金融政策によって名目金利にゆがみが生じており、名目の金利だけをみるとそのシグナル効果を見誤るリスクを指摘し、潜在成長率の上昇が実現しているのであれば、実質金利の上昇・スティーブ化がおき、株価と金利上昇が起こるとみている。ここでは、米・実質金利の動きをみる指標として、図表4にあるように米・物価連動国債の示す20年の実質金利と5年の実質金利を示した(以下、「**実質金利カーブ**」)。ほぼ5年先からスタートする15年間の実質金利の予想となる。図表2のFRBの中立金利は、政策金利の長期的な見通しを示しているから名目金利であり、そこから2%のインフレ目標が達成されるとして、2%を除いたものを示した(**実質中立金利=中立金利マイナス2%**)。

実質金利カーブは、実質中立金利の低下を示唆 (1)実質金利カーブは、2010年以降、徐々に2%から低下し、2014年には1%に到達し、2015年には0.5%となっており、(2)実質金利カーブは実質中立金利の動きに2年間ほど先行しており、(3)その先行関係が維持されると、今後実質中立金利が低下することを示唆している。この先行関係が正しければ、(3)インフレ率が一定であれば、名目の中立金利も低下に向かい、(4)したがって、上記の議論では中立金利が2.75%よりさらに低下することとなり、(5)現状の金利上昇は、純粹期待仮説からは説明できない財政プレミアムの拡大等を示す「悪い金利上昇」である可能性がある、ということになる。

もっとも名目金利のベアスティーブ化から解釈されるように、米国の財政政策や金融政策が今後の中立金利(潜在成長率)を高めるのであれば、一転して「良い金利上昇」であり、株価の調整は一時的なものに留まる可能性もある。当室の見方では望ましい政策は、①完全雇用となるまでは中立金利よりも低い金利と財政拡張を続け、②完全雇用に至ってからは、規制改革などの供給側の政策が重要になるとみている。

まとめ 本レポートでは、最近の米金利上昇と株価下落について、「純粹期待仮説」の観点から米金利がどのように位置づけられるかを確認した。その結果、名目の中立金利が3%に上昇しているのであれば、「良い金利上昇」とみなして株価の調整は一時的なものとなる一方、同金利が2.75%のままであるならば「悪い金利上昇」で株価の一段の調整の可能性があるとした。また、実質金利カーブの織り込みは今後の中立金利の低下を示唆しており、今後の米国の財政・金融政策の運営によって中立金利が引き上げられるかに注目したい。

図表4 実質金利カーブの織り込みは、実質中立金利の低下を示唆



(出所)FRB、新生銀行 金融調査室

(参考文献)

安達誠司(2018)『「株価大暴落」を再び招くかもしれない米国金利の不穏な動き この程度のリバウンドでは安心できない』、現代ビジネス「講座:ビジネスに役立つ世界経済」(2018年2月8日)

El-Erian, Mohamed (2018), "Don't forget there's good news behind higher bond yields", Financial Times, 5 February

Summers, Laurence (2018), "Powell's challenge at the Fed", Financial Times, 5 February

- この資料の無断での複写、転写、転載、改竄、頒布または配布は、形式の如何を問わず、厳しく禁止されています。
- この資料は、情報の提供を唯一の目的としたもので、特定の金融商品取引又は金融サービスの申込み、勧誘又は推奨を目的としたものではありません。
- この資料に述べられている見通しは、執筆者の見解に基づくものであり、弊行の売買・ポジションを代表した公式見解ではありません。
- この資料は公に入手可能な情報・データに基づくものですが、弊行がその正確性・完全性を保証するものではなく、その内容を随時変更することがあります。
- この資料に述べられている見通しは実際の市場動向とは異なる可能性があり、今後の推移を弊行ならびに執筆者が約束するものではありません。
- 金融商品取引を検討される場合には、別途当該金融商品の資料を良くお読みいただき、充分にご理解されたうえで、ご自身の判断と責任においてお取引をなさるようお願いいたします。
- 金融商品によっては所定の手数料等をご負担いただく場合があります。また金融商品によっては証拠金や担保をご提供いただく場合があります。なお、具体的な金融商品が定まっていないため、現時点では手数料・証拠金・担保等の額または計算方法およびその比率をお示しすることはできません。
- 金融商品によっては、金利水準、為替相場、株式相場等の金融商品市場における相場その他の指標にかかる変動により、お客様に損失が生じることがあり、またこの損失がお客様からご提供いただいた証拠金・担保(もしあれば)の額を上回るおそれがあります。
- 商号等／株式会社新生銀行 登録金融機関 関東財務局長(登金)第10号。
加入協会／日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会