

## 日米株価暴落は世界同時不況の予兆か

株式会社日本総合研究所 副理事長 湯元健治

### 1. はじめに

昨年来、一本調子で上昇を続けてきた日米の株価が急激かつ大幅に下落した。ピークからの下落幅(下落率)は、わずか2週間余りでNYダウが▲2,000ドル超(▲9%超)、日経平均株価が▲2,500円超(▲10%超)となっており(2月13日時点)、この先、どの時点で、またどの水準で下げ止まるのかが判然としない状況が続いている。日本株の方が、震源地の米国株よりも下落幅が大きいのは、同時に円高が進行しているためだ。過去を振り返ると、米国では2004~06年にかけての段階的金融引き締めの後、2008年にリーマン・ショックが発生。また、99~2000年の利上げの後、ITバブルが崩壊するなど、いずれも世界同時不況に発展している。本稿では、株価が下落に転じた基本的背景を分析するとともに、今後の株価シナリオについて検討したい。

### 2. コンピュータによるプログラム売買が下げを加速

まず、株価の急激な下落のテクニカルな要因として指摘できるのが、コンピュータやAIを使ったプログラム売買の増加だ。米国株式運用の6割がコンピュータによるものと言われているが、とりわけ、内外の株式、債券などの金融資産のリスクをボラティリティ(予想変動率)で定量化し、リスク量が各資産で等しくなるよう、資産配分を変化させるリスク・パリティ戦略の影響が大きい。株価上昇局面でボラティリティが低い状況が長く続いたため、次第に株式運用比率が高まっていたが、最近の急激なボラティリティ上昇により、逆に、株式運用比率を引き下げるプログラムが作動した。

ボラティリティを示すVIX指数は、20以上で投資家の不安心理が高まるとされているが、ピーク時には37前後まで上昇、オプション取引の売りが急増し、株価の下落を加速させた。現在、ボラティリティは25前後まで低下しているが、なお20倍を超えている。このボラティリティが大幅に低下しない限り、株価下落リスクは燻ることになる。

そもそも、昨年秋以降の日米株価の上昇ピッチは、1週間単位で大台を更新する等、尋常ではないハイスピードで上昇を続けていた。何らかの要因をきっかけとして、株価がスピード調整に転じる可能性が高かったと言える。プログラム売買がスピード調整を加速、増幅させた可能性が高い。

### 3. 米国長期金利の上昇が株価下落の契機に

米国株価の大幅下落の契機となったのは、長期金利の上昇だ。10年物国債利回りは、米国FRB(連邦準備制度理事会)が利上げを続ける中で、株価下落前には、2%台前半で不思議とも言える安定を維持していた。しかし、トランプ政権が昨年末に1.5兆ドルもの大規模な減税法案を成立させて以降、高基調に転じ、足下では2.85%と0.5%ポイントも上昇している。当初、株式市場は減税法案成立について株価上昇要因とみて、年明け以降、異常とも思えるスピードで株価上昇が続いた。市場参加者の中には、長期金利上昇も3%を超えない限り、大きな影響はないとの強気の見方が大勢を占めていたが、減税だけでなく、インフラ投資も当初の官民資金合わせて1兆ドルから1.5兆ドルに嵩上げされるとともに、連邦債務上限引き上げ法案の成立によって、今後2年間の歳出総額が3,000億ドル増加することとなり、国債発行ペースが急増するのではな

いかとの懸念が浮上した。そうなると、長期金利も 3%未満にはとどまらず、3%を超えて上昇するのではないかとの思惑が高まった。国債需給の悪化懸念がほとんど動かなかった長期金利を上昇させ、金利上昇→株価下落というある意味で当たり前の反応となったわけだ。

#### 4. インフレ懸念の高まりが当局の引き締め強化を連想

しかし、それでも金利上昇幅がさほど大きくない割に株価の下落幅が大きかったのは何故か。それは、インフレ懸念の高まりである。今月 2 日に発表された 1 月雇用統計の結果は、非農業就業者数が前月差 20 万人増(市場予想 18 万人増)、失業率が 4.1%、時間当たり賃金が前年比 2.9%と 2009 年 6 月以来、8 年半振りの高い伸びとなった。米国株式市場では、イエレン前 FRB 議長がミステリーと呼んだように、景気好調にもかかわらず、物価上昇率と賃金上昇率が中々高まらず、FRB の利上げペースも慎重かつ緩やかなものに止まるとの見方が根強かった。このため、長期金利も大きく上がらず、ゴールドロックス(適温)相場が続くと期待が醸成され、株価の上昇が加速していった。しかし、雇用統計の結果で、いよいよ賃金・物価の上昇が始まるとの見方が強まった。減税やインフラ投資の効果は、2018 年の米国経済成長率を 0.7%ポイント高め、成長率は潜在成長率(1.8%)を大きく上回る 3%超になるとの予想が強まっている。

FOMC(連邦公開市場委員会)メンバーの今年の利上げ予想は、年 3 回程度と公表されていたが、これが年 4 回、来年も 4 回の利上げがあり得るとの見方が急速に増え始めている。市場は当初、物価上昇率が大きく高まらない中で、FRB の利上げ回数はせいぜい年 2 回程度と楽観視していたが、こうした当局と市場の見方の乖離が株価上昇と反動としての下落を増幅させたといえよう。

#### 5. 今後の株価展望～3つのシナリオ

それでは、今後の日米株価の展開をどうみるべきだろうか。市場の動揺が完全に収まっていない現段階で先行きを展望するのは、困難な面があることは否めないが、以下の 3つのシナリオを筆者が考える確率とともに示してみたい。

第 1 のシナリオは、株価が NY ダウは 2 万 4,000 ドル、日経平均が 2 万 1,000 円程度を底値として、しばらく一進一退を続けた後、年末にかけて再び上昇基調を強めていく展開だ。その根拠は、リーマン・ショック時や IT バブル崩壊時とは異なり、景気や企業業績などファンダメンタルズ(経済の基礎的条件)が基本的にしっかりしており、何らかの不均衡やバブルが形成されている訳ではないことだ。この 10~12 月期の企業業績は、純利益ベースでみて日本が前年比 42%の増益、米国が 15%の増益と好調だ。確かに、今年に入ってから急ピッチの株価上昇はバブルの様相を帯びていたといえるが、それでも PER(株価収益率)は 18.5 倍程度であり、IT バブル時の 25 倍をはるかに下回る。株価が下落した現在、米国は過去平均並みの 16 倍台、日本は 13 倍とかなり割安な水準まで低下しており、これ以上の下落は考えにくい。このため、相場が落ち着けば、いずれ堅調な企業業績を反映して株価は上昇基調を取り戻すと考えるのが自然に見える。年末には米国が 2 万 7,000 ドル台、日本が 2 万 5,000 円台に乗せる展開だが、ここまで上昇する確率は 35%程度とみる。

第 2 のシナリオは、日米株価が一旦は戻した後、再び大幅に下落するなど乱高下し、NY ダウは 2 万 2,000 ドル、日経平均は 1 万 9,000 円まで落ち込むシナリオだ。こうした展開は、市場のインフレ懸念が懸念に止まらず、現実のものとなり、長期金利が 4%に向けて上昇、FRB の利上げペースも実際に加速していくケースだ。この場合、米国は景気後退に陥ることになる。米国のコア

消費者物価(食料・エネルギーを除く)は 12 月に 1.8%上昇したが、FRB が重視していると言われるコア PCE(家計消費)デフレーターは、同 1.5%に止まっており、目標の 2%には中々届かない状況が続いている。しかし、ここで注目すべき指標がある。それは、NY 連銀が最近公表し始めた基調的インフレ指標(UIG: Underlining Inflation Gauge)だ。UIG は、長期的に安定した動きを示す 243 の価格指数をベースに、企業の景況感や雇用統計、金融指数など合計で 346 の指数を使って算出した物価指数であり、物価の先行指数としての性格を持っている。NY 連銀は過去のインフレ率の転換点を示す正確なシグナルになっていると説明している。これが直近では前年比 3%に達しており、FRB が引き締めを強化しないと、2%目標を超えてインフレ率が加速してしまうリスクが高まる。この確率は、25%程度あるとみる。

第 3 のシナリオは、株価の乱高下がかなりの期間続いた後、ようやく上昇基調を取り戻すが勢いは弱く、NY ダウで 2 万 5,000 ドル前後、日経平均で 2 万 3,000 円前後に止まるケースだ。景気や企業業績の好調は大きく崩れないものの、米国のインフレ懸念は燻り続け、長期金利もジリ高となり、3%を超える。FRB は市場に配慮しつつも年 3 回の利上げは確実に行う。米国景気は株安による逆資産効果で潜在成長率を若干上回る 2%成長にまで減速する。長期金利の上昇はドル高、新興国通貨安を招き、世界経済も減速、日本の輸出の回復力は緩やかなものに止まり、企業業績の回復ペースも鈍化するとみられる。日本株にとってのもうひとつの波乱材料は、米国長期金利上昇にもかかわらず、トランプ政権のスキャンダル悪化や中間選挙を睨んだ保護貿易主義の強まりで、円高・ドル安が 1 ドル 100 円程度まで加速する可能性だ。この場合、米国株価がある程度戻っても、日本株の戻りは鈍い状況が続こう。このシナリオの確率は、40%と相対的に最も高いとみる。

## 6. おわりに

以上をまとめると、最近の株価下落を世界同時不況の予兆とみることは必ずしも適切でなく、株価のこれ以上の大幅な下落は考えにくいといえよう。10%程度下落はむしろ健全な調整の範囲内とみるべきで、これによって、景気過熱、インフレ高進の可能性は低下し、FRB の利上げ加速シナリオはむしろ遠のいた可能性もあろう。ただし、市場のインフレ懸念は根強く残り、今後も経済指標やインフレ指標、FRB 議長の議会証言など各種発言に一喜一憂する相場展開が続くと予想される。FRB はバランスシートの縮小に踏み切ったとはいえ、そのペースは極めて緩やかで、ECB の量的緩和終了までになお時間がかかると予想される。日銀も黒田総裁の続投が決まり、当面緩和の出口すら見いだせない状況が続くだろう。その意味では、世界全体の流動性の量は大きく縮小しない。バブル気味の株価上昇再燃のリスクにも目配りが必要だろう。

(2018.2.14)