

不安定性増す米金融市場

ー 引き締め局面の相場高は期待薄か

日本リサーチ総合研究所 調査研究部
主任研究員 藤原 裕之 03-5216-7314
hiroyuki.fujiwara@research-soken.or.jp

最近の市場の不安定性を地政学リスクだけで説明するのは無理がある。低ボラティリティ状態が長期化する中、進行中のテーパリングとその先に控えている利上げに対する警戒感が根底にあるのは間違いない。

リーマンショック以降、米株価・社債市場を需給面から支えてきたのは海外マネーではなくQEを源泉とした国内マネーである。テーパリングは10月に終了し、来年の利上げ時期が焦点となっている。通常、利上げ局面では長期金利が先行して上昇しはじめ、それに伴って株価も下方調整されることが多い。例外は前回利上げ時（04年6月開始）であり、利上げ局面の相場高をもたらしたのが海外マネーの大量流入にあった。今は当時のような大量の海外マネーの純流入はみられない。米金融市場の好調さを支えてきたのがQEマネーであった点を考えると、少なくとも株式市場において今はそれに代わる買いの主役が見当たらないため、金融市場の不安定性はしばらく続くだろう。

ただ今のところ金融市場の不安定性が实体经济を巻き込む混乱に発展する可能性は低いだろう。家計部門のバランスシート調整が終了しつつあるなど、緩和マネーが信用バブルを生んだリーマンショック時とは状況は異なる。

■ 不安定性高まる米金融市場

世界の金融市場はこれまで底堅く推移してきたが、7月下旬頃から米株式・社債市場を中心に調整色が強まっている。

市場の不安感が高まり始めたのは、バーナンキFRB議長がQE3の縮小を発表した2013年6月にある。テーパリングを織り込む形で米長期金利はほぼ2年ぶりの水準まで跳ね上がり、新興国の株式や通貨も大きく下落した。その後2014年に入って市場は落ち着きを取り戻す中、2000年代半ばから2007年ごろまでのグレートモデルション（超安定化）に戻つつあるのではとの声も聞かれるようになった。そうした中、ウクライナ情勢の緊迫化や米国のイラク空爆等で地政学リスク高まり、リスク回避志向が強まることで長期金利は低下、株価・社債市場に調整圧力が起きている。

こうした市場の不安定性を地政学リスクだけで説明するのは無理がある。低ボラティリティ状態が長期化する中、緩和縮小とその先に控えている利上げに対する警戒感が不安定性の根底にあるのは間違いないだろう。不安定性の先に何が控えているのか、筆者は米国を巡るマネーフローに手掛かりがあると感じている。

■ 米株式市場に海外マネーはあまり寄与せず

ー 支えてきたのはQEによる国内マネー

米国を巡る国際マネーフローの動きをみると、昨年以降、海外マネーの流入（ネット）が縮小傾向にある。リーマンショック以降も海外マネーは安定的に流入してきたが、昨年6月のFOMCを機に流入は減少しかつ不安定となった（図表1）。

リーマンショック以降の米国に対する海外マネーの動きでもっとも特徴的なのが、株式・社債市場、特に社債を中心とするクレジット市場への流入が急減した点にある。流入の中心は米国債であった。リーマンショック前は証券化商品を中心にして新たな金融商品が大量に供給されたが、それを吸収してきたのが海外マネーであった。リーマンショック以降、社債に対する海外マネーは売り越し基調が定着し、株式への流入も縮小状態となった。2010年頃から社債市場は落ち着きを取り戻し、いわゆる「サーチ・フォー・イールド」を反映して信用スプレッドが縮小する中、海外マネーもようやく買い越し状態となったが、買い越し額はリーマンショック前の水準の3分の1程度にとどまる（図表2）。

図表 1 . . .

図表 2 . . .

リーマンショック後に海外マネーが細る中で米株価を下支えしたのが年金・ミューチュアルファンドといった国内マネーの存在である。すなわちFRBによる資金供給（QEマネー）がこの間の米株価を押し上げる役割を果たしてきたのは間違いない。QEマネーが直接的に影響を及ぼすのは米国債市場であるが、ポートフォリオ・リバランスや市場参加者の期待に働きかけるアナウンスメント効果などを通じて株式市場に流れ込む好循環を生んだと考えられる。08年11月のQE1から積み上げられてきたマネタリーベースと米株価の動きは同じ歩調で上昇を続けてきた（図表3）

図表 3

■ テーパリング終了と利上げで何が起きるのか

－ 05年の再来は期待できず ～違いは海外マネーの大きさ

上記のように、海外マネーが細る中で米株価はQEマネーによって押し上げられてきた。しかしテーパリングは10月にも終了し、来年の利上げ時期が議論される状況にある。米株価は量的緩和から緩和縮小・利上げ局面に向かい、09年から続いてきたマネタリーベースと株価の関係が崩れることで、株価下落が引き起こされるリスクは否定できない。

通常、利上げ局面では長期金利が先行して上昇しはじめ、それに伴って株価も調整されることが多い。94年の利上げ時では長期金利が大幅に上昇し、99年の利上げ時はITバブル崩壊のきっかけをつくった。これに対し、04年6月から始まった前回利上げ時は長期金利が横ばいで推移し、株価は最高値を更新し続けるという特異なケースであった（図表4）。当時のFRB議長であったグリーンズパンに「謎（conundrum）」と言わしめた現象である。期待インフレ率の低下など理由は様々論じられているが、おそらくもっとも大きな理由は需給面、すなわち米国に対する海外マネーが利上げ後も大量に流入し続けたことにある。00年代半ばから07年の資金流入の過半を支えていたのが海外マネーであり、これが長期金利の上昇を抑制して株価を押し上げてきたと考えられる。

翻って今回も04年以降のような現象が起きる可能性はあるのだろうか。当時のように海外マネーの大量流入が

続いていければ利上げフェーズでも金融市場の動揺は避けられよう。しかし今は当時のような大量の海外マネーの純流入はみられない。金融市場の好調さを支えてきたのがQEマネーであった点を考えると、少なくとも株式市場において今はそれに代わる買いの主役が見当たらない。QEマネーをバックに株式市場の好需給をもたらしてきた企業の自社株買いもテーパリング開始以降ペースが急減している。社債市場の悪化を受けて自社株買いのための社債発行が困難になっていることが背景にある。低格付け社債に投資する投資信託からの資金流出も加速しており、QEマネー→社債による資金調達の増加→企業の自社株買いの増加、という好循環はなくなりつつある。

図表 4

－ 実体経済への影響は小さい・・・

今後の焦点は、①金融市場の大調整は起きるか、②それによる実体経済への影響はどうか、にある。①については正直なところ未知数な面が多い。上記のように、マネーフローの状況をみると金融市場の不安定性は確実に増している。ウクライナ情勢等の地政学リスクや社債スプレッドの拡大など懸念材料は尽きない。もっとも今はリーマンショック前のような信用バブルの状態にあるとは言えない。当時は証券化商品を中心に新たな金融商品が大量に供給され、クレジット・金利市場双方でレバレッジが一段と拡大した。しかし現在は前回危機時に問題となった複数の証券化商品を再証券化したCDO（債務担保証券）の発行はなお低水準にある。

さらに重要な点は家計部門のバランスシートにある。米家計のバランスシート調整はリーマンショックから6年を経てようやく終了局面にきており、リーマンショック前のような課題な負債を抱えている状態ではない。最近では消費者ローンに増加の兆しが出ているが、住宅ローンは依然として返済超の状態にある（図表5）。現状、米国経済は実体経済を巻き込んだ信用バブルの状態とは言えず、②の実体経済に与える影響もリーマンショックのような大混乱となる可能性は低いだろう。

図表 5