

週刊マーケットレター（2023年3月13日週号、No. 823）

2022年3月12日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	3月10日（前週末）	1ヵ月前	2022年末
円ドル	134.98(135.86)	131.41	131.11
ドルユーロ	1.0643(1.0632)	1.0675	1.0702
ドルポンド	1.2028(1.2040)	1.2058	1.2097
スイスフランドル	0.9212(0.9358)	0.9236	0.9244
短期金利（3ヵ月物）			
日本			
米国			
ユーロ			
スイス			
長期金利（10年債）			
日本	0.390(0.500)	0.490	0.410
米国	3.70(3.95)	3.73	3.87
英国	3.63(3.84)	3.39	3.66
ドイツ	2.50(2.71)	2.36	2.56
株 式			
日経平均株価	28143.97(27927.47)	27670.98	26094.50
TOPIX	2032.66(2019.52)	1986.96	1891.71
NYダウ	31909.64(33390.97)	33869.27	33147.25
S&P500	3861.59(4045.64)	4090.46	3839.50
ナスダック	11138.88(11689.00)	11718.12	10466.48
FTSE100（英）	7748.35(7947.11)	7882.45	7451.74
DAX（独）	15427.97(15578.39)	15307.98	13923.59
商品市況（先物）			
CRB指数	264.99(275.05)	272.67	277.74
原油（WTI、ドル/バレル）	76.68(79.68)	79.72	80.26
金（ドル/トロイオンス）	1867.2(1854.6)	1874.5	1826.2

FRBの蒔いた種

物価は思うように低下せず、景気も意外に底堅いなどで、米10年債利回りは今月2日、4%を超えたが、先週末の10日には3.70%に低下した。2月の非農業部門雇用者数は前月比31.1万人増と予想を上回り、賃金は前年比4.6%と前月の伸びを上回った。この雇用統計の結果を受ければ、10年債利回りは上昇してもおかしくないのだが、総資産2,090億ドル（昨年末）全米16位のシリコンバレー銀行（SVB）の破綻によって、国債に資金は向かい、利回りは大幅に低下した。次回FOMCでの利上げ幅が50ベイシスポイント（bp）ではなく

25bpにとどまるとの見方が優勢になった。

米10年債利回りは昨年10月、4%を超えたが、これは2008年7月以来約14年ぶりであった。今年1月末には3.51%まで低下したが、2月末3.92%まで上昇し、高止まっていた。米国債の利回りがこれだけ上昇していることは他の債券はもっと上昇し、価格は下落している。FRBの『Financial Accounts of the United States』によれば、昨年末の米国内金融部門の総金融資産は127.1兆ドル、そのうち財務省証券や住宅ローン担保証券、社債などの証券類を33.2兆ドル(4,482兆円)保有していた。

米10年債利回りは2020年7月の0.53%を底に2022年10月には4.22%へと、2年3カ月ほどの短い期間で、369bpも上昇するという過去にない急激な上昇であった。FRBの急ピッチな利上げによって、先行き債券価格の下落による損失を避けるために、債券から現金への資金の移し替えが起こった。だが、なかには逃げ遅れた個人や法人もいるはずだ。そうした処置を果たせなかったところは、巨額の損失を抱えている。そのひとつがSVBであったのだ。バランスシートの借方の債券類が毀損し、売却すれば債務超過となり、預金の返済に応じることができないのだ。国内金融部門は33.2兆ドルもの証券類を保有していたのだが、おそらく数兆ドルの損失を被っているのだろう。だから、米金融株が売り込まれているのだ。

国内金融部門が爆弾を抱えているとなると、FRBも利上げに慎重にならざるを得ない。これからの利上げ幅、最終金利水準、いつがピークになるのかなどによって、10年債利回りも決まってくる。現在、米国経済は減速しており、さらに先をみても、過去10年間のような成長は期待できないだろう。2012年までの10年間の名目GDPは年率4.04%だったが、2022年までの10年間は4.59%と2012年までを上回った。これからの10年間は4%にとどかないのではないか。そうであれば、米10年債利回りも高く4%ということになる。4%前後の米10年債は流動性を手放し、購入する時ではないか。

新型コロナによって、FRBは熟慮することもなく、政策金利を闇雲に引き下げた。その前のリーマンショックのときも同じような行動に出た。1930年代の大恐慌のときでさえ採らなかつたゼロ金利を、なにの逡巡もなく採用したのである。リーマンショック後の2012年中央、米10年債利回りは1.5%前後に下がったが、2012年までの10年間の名目GDPは年率4.04%であった。4.04%と比較すると10年債の1.5%はあまりにも低すぎ、債券相場はバブル化していたと言える。

新型コロナ期、FRBは政策金利を再びゼロとし、それに連れて、10年債利回りの下げ方はリーマンショックをはるかに上回っていた。2020年までの10年間の名目GDPは年率3.41%であり、新型コロナでいくら経済が悪くなったとしても、10年先の10年移動平均成長率が3%を下回ることはないだろう。米国債相場は10年先ではなく足元を眺めていただけなのだ。

FRBはあまりにも目先の現象に惑わされ、超短期の視点で金融政策を運営している。そのことが、实体经济に悪影響を及ぼしていることが分かっていない。米国の国内金融資産は2022年、280兆ドル、前年比では5.7%減少したが、2020年比は4.2%増である。10年前の

2012 年比では 1.73 倍に拡大しており、年率では 5.67%と名目 GDP よりも 1.08 ポイント高い。2022 年の金融資産・名目 GDP 比は 11 倍である。2020 年の過去最高 12.7 倍よりは低下しているが、趨勢は上昇傾向を示している。金融資産は名目 GDP の 11 倍の規模であり、これが、わずかな鞘をもとめて四六時中虎視眈々と獲物を狙っているのだ。特に、FRB の金融政策の変更は相場が激しく変動する切っ掛けとなり、巨額の金融資産がホットマネーとなって蠢くことになる。

2022 年末の米株式価額は 64.5 兆ドル、総金融資産の 20.1%を占めており、債券の 53.9 兆ドルを上回り、最大の米金融資産である。米株式価額の 2022 年までの 10 年間の伸びは年率 9.57%と名目 GDP の 4.59%を大幅に上回る。2012 年までの 10 年間（年率 7.63%）や 2002 年までの 10 年間（年率 8.61%）をいずれも上回る高い伸びとなった。昨年末の株式価額・名目 GDP 比は 2.46 倍と 2021 年末の 3.28 倍に比べれば低下しているが、依然高いことには変わりはない。S&P500 はピークから約 17%下落しているが、過去の下げに比べれば、なお下値を模索するだろう。1%台半ばの株式配当利回りに対して、10 年国債利回りが 3%台では株式の魅力は薄れる。

これほど株式を持ち上げたのは、FRB のゼロ金利である。10 年債利回りの 1%割れは、株式の魅力を高め、株式に資金は流入、そして株高となり、そのことがさらに株式への資金流入を促すという好循環を、FRB は演出したのだ。

株式価額・名目 GDP 比と FF レートの長期の関係をみれば、FF レートが高ければ、株式価額・名目 GDP 比は低下し、その逆もまたしかりなのである。第 1 次石油危機から 1981 年に至る金利の高騰と 2000 年以降の金利の低下が株式の動きの大半を説明できる。だが、金融政策で株式を操作することはできるが、実体経済はそうはいかない。短期金利が低下すれば長期金利も低下するけれども、期待収益率がそれ以上に低下する場合には、設備投資は動意付かない。しかも、現在の大企業の内部留保は厚く、外部金融に頼らなくても、内部資金で自由に設備投資を行うことができることから、金融政策で設備投資を刺激することはできない。ということは、名目 GDP にも金融政策は無効だということになる。

2008 年末に FRB はゼロ金利にしたが、2009 年から 2022 年までの 13 年間の名目 GDP は 1.75 倍に拡大した。が、1995 年と 2008 年までの 13 年間の 1.93 倍を下回っている。設備投資も 2022 年までの 13 年間で低く、ゼロ金利によって実体経済の勢いを増すことはできなかったのである。

日本の政策金利は 1990 年代半ば以降、ほぼゼロかゼロに引き下げられており、米国よりも約 13 年も前から異例の超低金利政策が続けられていた。だが、実体経済にその効果はまったく現れてこなかった。効果ははっきり現れたのは債券と株式であり、10 年債利回りは 1990 年代から低下し続けており、株式は 2013 年以降、急速に値を戻していった。1994 年から 2022 年までの 28 年間の名目 GDP は年率 0.32%だったが、日経平均株価（年平均）は年率 1.09%と経済成長率よりも 3 倍も高い伸びだった。株式の拡大で実体経済の停滞をカモフラージュしているのだ。