

週刊マーケットレター (2021年3月1日週号、No. 749)

2021年2月28日

曾我 純

■主要マーケット指標

為替レート	2月26日(前週末)	1ヵ月前	2019年末
円ドル	106.58(105.43)	104.68	108.61
ドルユーロ	1.2074(1.2117)	1.2136	1.1210
ドルポンド	1.3932(1.4014)	1.3702	1.3259
スイスフランドル	0.9082(0.8962)	0.8903	0.9678
短期金利(3ヵ月物)			
日本	-0.08200(-0.07950)	-0.09450	-0.04733
米国	0.18838(0.17525)	0.20188	1.90838
ユーロ	-0.55171(-0.54971)	-0.54343	-0.41429
スイス	-0.74560(-0.75560)	-0.76140	-0.68840
長期金利(10年債)			
日本	0.160(0.100)	0.050	-0.025
米国	1.43(1.33)	1.06	1.91
英国	0.82(0.70)	0.32	0.81
ドイツ	-0.26(-0.31)	-0.52	-0.19
株 式			
日経平均株価	28966.01(30017.92)	27663.39	23656.62
TOPIX	1864.49(1928.95)	1808.78	1721.36
NYダウ	30932.37(31494.32)	29982.62	28538.44
S&P500	3811.15(3906.71)	3714.24	3230.78
ナスダック	13192.34(13874.46)	13070.69	8972.60
FTSE100(英)	6483.43(6624.02)	6407.46	7542.44
DAX(独)	13786.29(13993.23)	13432.87	13249.01
商品市況(先物)			
CRB指数	190.43(188.62)	174.20	185.78
原油(WTI、ドル/バレル)	61.50(59.24)	52.20	61.06
金(ドル/トロイオンス)	1728.8(1777.4)	1850.3	1523.1

硬直的金融政策の弊害

米国の国債利回りが上昇している。1ヵ月で利回りは37ベイシスポイント(bp)上昇し、2020年2月以来約1年ぶりの高い水準である。米長短金利差は1.25%と1ヵ月前よりも39bp開き、イールドカーブの傾きはきつくなった。日本やドイツと米国の国債利回り格差は拡大し、ドルは強含んでいる。米国債利回りの上昇は主要国に波及しており、債券は軒並み値下がりしている状況にある。商品相場は総じてまだ強いが、金だけは過去1ヵ月で6.6%下落した。

米債利回りの上昇により、米株式は動揺している。S&P500 の配当利回りを国債利回りが 25 日には上回ったからである。こうした国債利回りが株式配当利回りよりも高い状態が続くならば、株式の魅力は薄れ、最高値を更新する力はなくなるはずだ。ナスダック総合の株価収益率は 40 倍を超えてバブル化していることから、国債利回りと配当利回りの逆転は米株式バブル破裂のきっかけになるかもしれない。

長期の国債利回りと株式配当利回りの関係を見ると 1958 年までは配当利回りが国債利回りを上回っていたが、その後、2012 年までの 54 年間、両者は逆転していた。2012 年以降は国債利回りが上回ることもあれば、逆のケースも見られる。株式はそのような関係に無頓着で上昇傾向を強めていくばかりだった。両者の関係よりも、国債利回りが過去最低を更新していくことが株式にとっては一番重要な要素だったのだ。しかし、国債利回りは昨年 7 月の 0.5% 台を底に上昇傾向を強めており、今後、再度、最低を更新することは非現実的なことから、国債利回りが株式を引き上げる時代は過ぎ去ったようである。

米国債利回りの上昇は至極当然のことで、実体経済の回復を睨んだ動きと言える。新型コロナウイルスの出現によって、米名目 GDP は昨年第 1、2 四半期と 2 期連続の前期比マイナスとなったが、第 3 と第 4 四半期は 2 期連続のプラスとなり、不況から脱出しつつある。昨年第 4 四半期は前期比 1.5% 伸びたが、前年比では 1.2% 減と 3 期連続の前年割れである。だが、今年第 1 四半期は前年比プラスが見込まれ、第 2 四半期は前年の大幅な落ち込みのため、2 桁の伸びが期待できる。

今年第 1 四半期の米名目 GDP の水準は、コロナ禍以前の 2019 年第 4 四半期並みに回復し、第 2 四半期はさらに拡大する見通しである。1 月の米新築住宅販売は前年比 19.3%、1 月の耐久財受注も 8.3% 伸び、昨年 12 月の S&P ケース・シラー住宅価格指数は 10.1% と 2 桁増となるなど、米国経済は力強さを増している。

昨年 12 月末に決まった 9,000 億ドルの追加経済対策によって、国民一人当たり 600 ドルの給付金が支給されており、1 月の米可処分所得は前月比 11.4% も増加した。その結果、個人消費支出は前月比 2.4% と 3 カ月ぶりにプラスに転じた。ただ、貯蓄率は 1 月、20.5% と前月比 7.1 ポイント上昇しており、給付金を貯蓄に回す慎重な消費者の姿勢も依然強いのである。

さらに、近々、バイデン大統領の打ち出した 1.9 兆ドルの追加経済対策が議会で承認されれば、消費者心理は改善され、米国経済の足取りは一層確かなものになるだろう。追加経済対策の目玉は一人 1,400 ドルの給付金だ。経済がすでに回復基調にあるところへさらに 1.9 兆ドルもの大規模の経済対策が必要かという疑問も湧く。1.9 兆ドルは昨年第 4 四半期の名目 GDP の 8.8% に相当する。1.9 兆ドルすべてが GDP に寄与するわけではないが、それでも 8.8% のインパクトは大きい。

昨年 12 月の FOMC で示された経済予測によれば、実質 GDP は 2020 年の -2.5% ~ -2.2% から 2021 年には 3.7% ~ 5.0% に拡大するそうだ。2020 年の景気の谷が深いだけに、今年の伸びは高くなり、5% 近くの高い成長になる見通しだ。が、パウエル FRB 議長は、景気は「まばら

で完全とは程遠い」(2月23日)と述べ、ゼロ金利や国債購入を続けるつもり。いかにも实体经济とは相容れないゼロ金利なのである。ただ、ゼロ金利を長期間続けるといっても、国債相場を釘付けにはできず、实体经济が速いペースで回復しそうな傾向を示せば、国債利回りは上昇していくだろう。1.9兆ドルの追加経済対策により国債利回りの上昇は加速するかもしれない。

FOMCの実質GDP予測は今年第4四半期の前年比伸び率であり、名目では6%超伸びるだろう。普通に考えれば、企業利益はGDP以上に拡大し、長期の資金需要も旺盛となり、利益の伸び率に到達するまで国債利回りは上昇するはずである。経済が拡大するにつれて、新たな産業や新技術も生まれ、新規参入も増大し、資金手当ては窮屈になり、短期金利は長期以上に上がることになる。

昨年4月には14.7%に急騰した米失業率は今年1月には6.3%へと大幅に改善している。FOMCの予測では今年4.7%~5.4%であり、年末には予測範囲に収まるだろう。一方、PCE物価指数の目標は1.7%~1.9%だが、今年1月は1.5%と目標以下である。2021年1月までの過去10年間の年率上昇率は1.52%、エネルギー・食品を除いたコアは1.66%だ。2001年から20年間の年率は1.76%、コアは1.70%とやや高くなるが、FRBの目標である2%には届いていないのだ。こうした事実と照らし合わせると、失業率と物価のトレードオフの関係はもはや過去の遺物なのである。これからも余程のことがない限り、PCE物価指数はFRBの目標とする2%に上昇することはない。

そうした実現不可能な目標にいつまでも固執することは金融政策を歪めることになる。物価が上がらないから、いつまでもゼロ金利を続けることになり、延いては实体经济と金融経済の成長格差を引き起こし、バブルを招いてしまうのである。

株式や国債などはなにも作り出すことはなく、本来の役目は实体经济が十分に機能するための道具でしかない。それが、1990年代から異常に肥大化し、本業である实体经济を凌駕する力をつけてしまった。金融経済は实体经济を支えるのではなく、实体经济を危うくする存在になったのだ。

こうした歪な姿になったのは、金利の調整機能が働かないようにFRBが間違った政策目標を掲げ、これに依怙地になっているからだ。金利が自由に動くことによって、实体经济と金融経済がバランスよく歩んでいくことができるのだが、意図的に、ゼロ金利を長期間続けることによって、金融経済が实体经济を上回る速度で成長し、本末転倒の経済に墮落してしまった。

