

米金利・株価動向

調査研究部 古金 義洋

○インフレ懸念の高まりから米国の利上げペースは加速する可能性が大

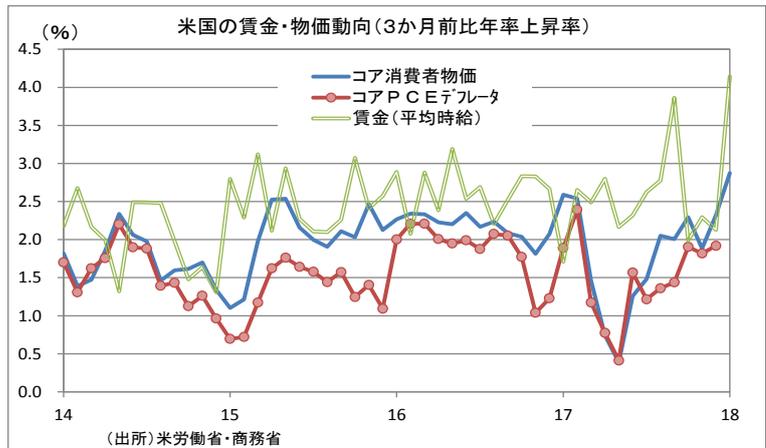
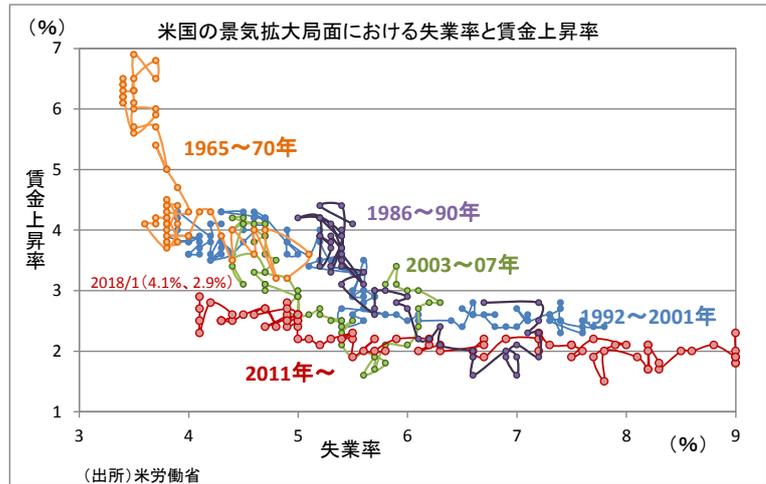
米国株は1月の米雇用統計で賃金（平均時給）の前年比増加率が2.9%と高まり、利上げペースが加速するのではないかとの思惑から急落した。

失業率と賃金上昇率の関係を示すフィリップス曲線を見ると、過去の景気拡大局面では失業率が4%程度に低下すると、賃金上昇率は4%程度まで上昇するのが普通だったが、今回の景気拡大局面ではこれまで賃金はさほど上昇してこなかった。

しかし、ここ数か月の動きをみると同曲線は垂直方向に上向き始めている。昨年10月から今年1月にかけて賃金は3か月間で1.0%上昇した。年率換算すれば約4%。多少の遅れはあったが、労働需給逼迫がこれまで通り賃金を押し上げ始めた可能性がある。

物価も賃金同様上向き始めている。1月のコア消費者物価（エネルギー・食品を除く）上昇率は前年比でみると1.8%だが、3か月前比年率でみると2.9%。賃金同様、ここ数か月間で上昇テンポが急加速し始めた可能性がある。FRBが物価目標の指標とするコア個人消費支出デフレータ上昇率も12月の前年比が1.5%だが、3か月前比年率でみると1.9%。インフレ目標（2%）にほぼ到達しつつある。

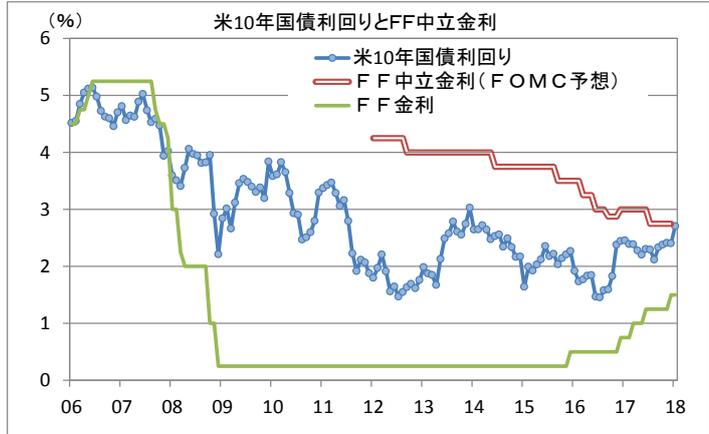
これまでは景気が急拡大するなかで





も物価や賃金が落ち着いていたため、FOMCは「緩やかな利上げ」と「低めのFF金利」を正当化してきた。しかし、物価安定が思っていたほど構造的なものでなく、ここ数か月の賃金・物価上昇が今後も続くとなれば、FRBは後手に回っていたことになり、「緩やかな利上げ」や「低金利」は正当化できなくなる。

現在のFF金利は1.25～1.5%で、今年年末時点のFOMCメンバーのFF金利予想は2.0～2.25%と、年内に3回の利上げが予想されている。しかし、2004～06年の利上げ局面ではFOMC会合ごと（年8回）



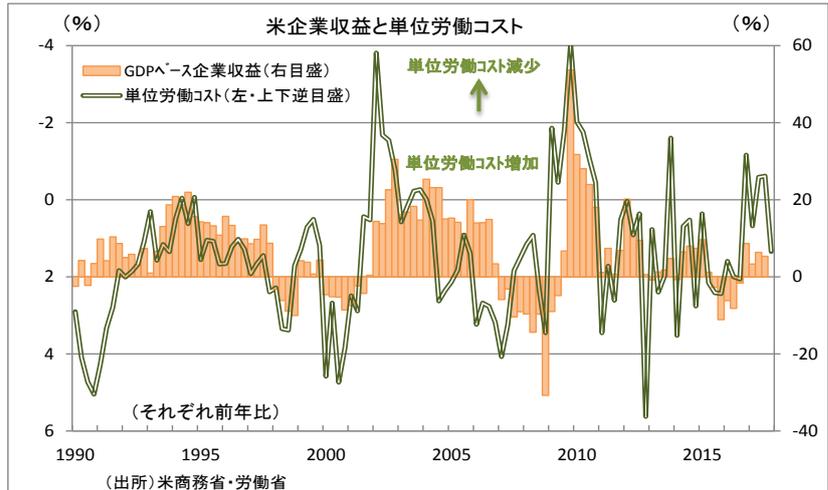
今後10年間のFF金利予想平均値

年3回利上げ 中立金利2.75% FOMC17/12	年4回利上げ 中立金利2.75%	年4回利上げ 中立金利3.0%	年4回利上げ 中立金利3.25%
2.62%	2.64%	2.82%	3.02%

に、約2年間で4.25%ポイントの利上げが実施された。そうしたことを考えると、年3回の利上げですまなくなる。

右の表は今後、中立金利の水準まで利上げが進められ、その水準で10年後までFF金利が維持されるとした場合の今後10年間のFF金利の平均値。長期金利は予想短期金利の平均値にリスクプレミアムを加えたものだが、米10年国債利回りの水準をみるうえでは、利上げペースのほかに、FOMCが中立金利をどう予想するかという点がより大きな問題になるということがわかる。中立金利の水準が現在の2.75%から3%超となれば、国債利回りの3%台乗せの可能性も強まる。

今回の株価下落は確かに賃金上昇による金融引き締め懸念が引き金になったわけだが、それ以外に株安につながるような経済変動の兆候がなかったかと言えばそうではない。1つは労働生産性の低下だ。比較的高い成長にもかかわらず、昨年10～12月の労働生



産性は前期比年率で0.1%低下し、2016年1～3月以来のマイナスとなった。

米国の労働生産性上昇率は、リーマンショック後、年率0～1%程度で長期にわたる低迷が続いており、2016年は暦年でも労働生産性が0.1%低下した。2016年は米国経済の長期停滞論が話題になり、米国の企業収益が悪化した年だ。米国株価も2015年5月をピークに16年2月にかけて15%程度下落した。

労働生産性が低下したのに対し、労働需給逼迫を背景に労働者の時間当たり報酬は10～12月に前年比2.4%増加し、単位当たり労働コ



スト（時間当たり報酬上昇率－労働生産性上昇率）は同1.3%増と16年7～9月（同2.1%増）以来の高い伸びとなった。

単位当たり労働コストは企業収益の先行指標であり、足もとの単位当たり労働コストの増加は先行きの企業収益減少を暗示するもの。アナリストによるボトムアップの集計によれば好調が伝えられている米国の企業収益だが、こうしたトップダウンの分析によれば意外に伸び悩む可能性がある。

もう1つの経済変調の兆候は、家計貯蓄率が急速に低下していること。昨年12月の家計貯蓄率は2.4%と2005年9月（2.3%）以来の水準に低下した。貯蓄率低下は消費マインドの盛り上がりによる消費好調を示すが、半面、稼ぎ以上の消費あるいは借金による消費がなされていることを示すものでもある。

前回の景気拡大局面である2004年から05年にかけても所得増加を上回る消費増加が景気を押し上げたが、その結果として2004年から05年にかけて貯蓄率は大幅に低下した（04年6月5.0%→05年7月1.9%）。

低すぎる貯蓄率は先行きの消費を抑制させる要因になる。貯蓄率が2%を割り込んだ2005年7～9月の個人消費は前年比3.7%増加していたが、1年後の06年7～9月には同2.6%、07年7～9月に2.3%と鈍化していった。当時はサブプライムローンなどで家計は借金漬けになり、それが最終的に景気を悪化させた。今回のトランプ減税で消費増加が見込まれるが、低貯蓄率のもとで減税によって可処分所得が増えても、減税分は借金返済などに回り、消費に振り向けられないおそれも



ある。

絶好調で拡大し続けていると考えられてきた米国経済だが、実際には、①景気過熱による物価・賃金上昇と輸入増加（→貿易赤字拡大）、②生産性低下による企業収益悪化、③貯蓄率低下などあちこちに歪みがでてきていることは事実だ。そうしたなかで、もし賃金・物価上昇に対応して金融引き締めペースが加速されるとすれば、米国株の上値は重くならざるをえない。

○株価下落が景気悪化につながるリスクも

株価は2月8日の再急落により、1月26日からのS & P 500種株価指数の下落率が10.2%と一時1割を超えた。弱気相場への転換点とされる「15%」にはまだ届かなかったが、大きな転換点になる可能性がある。

株価は景気の先行指標であり、実際、米国の景気先行指数を構成する10指標のなかにS & P 500種株価指数が含まれている。だとすると、「現在の景気が拡大しているから株価は今後も上昇し続けるはず」という見方は間違いだということになる。逆に、現在の株価の下落は景気悪化を暗示していると言えない。



株価下落が景気悪化に先行するのは以下の理由からだ。①株価下落は逆資産効果や企業の資金調達コスト増加などを通じて、個人消費や設備投資に悪影響を及ぼす、②金融引き締めは株式市場にも実体経済にも悪影響を及ぼす。ただ、債券市場（金利）との裁定で動く株式市場には比較的早めに影響し、実体経済に対しては緩やかに影響を及ぼす、③株価に直接影響する企業収益は景気全体の動きに先行する。景気拡大期終盤においては雇用コスト増加などから早めに悪化する傾向がある。

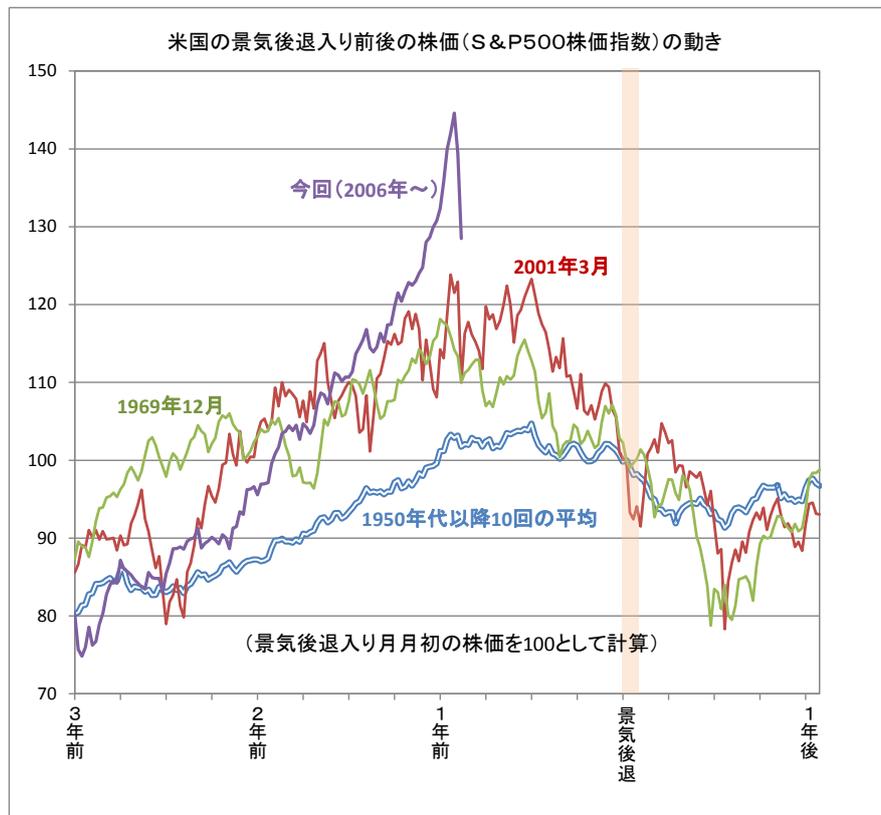
こうしたことから、株価が1月26日の高値を超えて再び上昇するようなら景気の先行きを心配する必要も少なくなるが、もし高値更新がなければ景気鈍化あるいは悪化を考えなければいけない。

表は米国景気のピーク、すなわち景気後退局面（リセッション）入りの時期と株価（米S&P500種株価指数）のピーク時の前後関係をみたものだ。1950年以降の過去10回の景気ピーク時における両者の前後関係をみると、1980年1月と1990年7月のケースを除いて、株価は景気に対し半年から1年程度先行してピークアウトすることが多かった。

過去10回の平均的な先行期間を単純計算すると6.9か月。この例から言えば、株価が再反発して1月末高値を超えなければ、米国景気は今年秋頃に後退局面入りする計算になる。

景気に対する株価の先行性

景気のピーク時期	株価のピーク時期	先行期間(月)
1953年7月	1953年1月	6
1957年8月	1956年8月	12
1960年4月	1959年8月	8
1969年12月	1968年12月	12
1973年11月	1973年1月	10
1980年1月	1980年2月	-1
1981年7月	1980年11月	8
1990年7月	1990年7月	0
2001年3月	2000年3月	12
2007年12月	2007年10月	2
平均		6.9



株価は景気に半年から1年早くピークをつけることがわかったが、景気ピーク前の株価の動きに、景気悪化を暗示させるような「特



有のパターン」があったのかどうか。そうした「特有のパターン」があったとすれば、現在の株価の動きがその「特有のパターン」と類似するのかどうかをみってみる必要がある。

過去の景気ピーク3年前から景気ピーク1年後までの株価の動きをみてみよう。それぞれのケースで、景気ピーク時（景気後退期入り月）の月初の株価を100として計算した。過去10回のケースにおける株価の動きの平均（図の青二重線）をみると、以下のようなパターンがあったことがわかる。①景気ピーク2年半前から景気ピーク1年前にかけて株価は一本調子の上昇を続ける、②その後、景気ピーク1年前から同半年前にかけて株価の上昇テンポは鈍化し、ほぼ横ばいとなる、③景気ピーク半年前から景気ピーク3か月後にかけて、株価は下落する、④景気ピーク後3か月～半年後の株価は下値を模索する展開になる。半年を過ぎるとようやく株価は底打ち、上昇する。

今回と同様、比較的大幅な株高だったのが、いわゆる「ITバブル」の株高後、2001年3月に景気のピークを迎えたケースだ（図の赤線）。この時の株価は、景気ピークのちょうど1年前の2000年3月に最高値をつけた。同年3月下旬から4月中旬にかけて約11%株価が急落する局面があった。その後、株式市場は落ちつき、約半年間、株価は高値圏でもみあったあと、同年9月に3月高値近辺まで上昇したが、結局3月高値を抜けず下落に転じた。株価下落傾向は続き、景気ピークの6か月後の2011年9月に起きた同時多発テロの影響が実体経済や投資マインドに深刻な影響を及ぼしたこともあって、株価下落は結局2002年10

月まで続いた。

もし今回の株価急落がITバブル期の景気ピークアウト1年前に起きていた株価急落と類似する景気悪化の前兆だとした場合、今後の株価と景気の動きについては以下のようにみておかなければいけない。①2018年夏場頃までは高値でもみ合う展開になり、再度1月高値に挑戦する場面もあるかもしれない、②そこでもし高値更新がない場合、2018年7月以降、株価は景気後退を織り込みつつ下落相場に転ずるおそれがある、③2019年に入ると、景気は後退局面入りするおそれがある。

今後半年間の株式市場は、金融引き締め下で本当に米景気が年後半以降も持続的な拡大を続けられるかどうかを見極めながら、高値近辺でもみ合う展開になりそうだ。そこで、株価が高値を更新できるくらいに経済の先行きに楽観的な期待が持てれば良いが、そうでなければ、株価は年後半以降、景気悪化を織り込みつつ、下向きに転ずることになる。