



## 米債券・株式市場動向

調査研究部 古金 義洋

### ○金融市場の楽観的な見通しが修正されたことが米長期金利上昇の要因

10月5日に発表された9月の米雇用統計で失業率が3.7%と1969年12月以来の水準に低下した。この雇用統計で米長期金利が上昇、それが米国株を下落させたというのが、一般的な相場解説だが、少し違う。正確に言えば、雇用統計が発表される、かなり前から、米長期金利は上昇し始めていた。理由は、利上げに関する米金融市場の楽観的な見方が修正されたことだ。

米金融市場（FF金利先物市場）では、「利上げがあったとしても限定的」といった楽観的な利上げ観測があったが、それが9月以降、FOMCの金利予想にすり寄る形で修正されていった。

FF金利先物市場における、2020年末のFF金利は9月6日の2.63%から雇用統計発表前日の10月4日には2.95%まで上昇した（図1参照）。この動きがちょうど10年債利回りの動きに合致している。FF金利先物市場では、夏ごろまで「FF金利は引き上げられても2%台後半まで」とみられていたが、9月以降「2%台後半」が「3%近く」へと修正された。

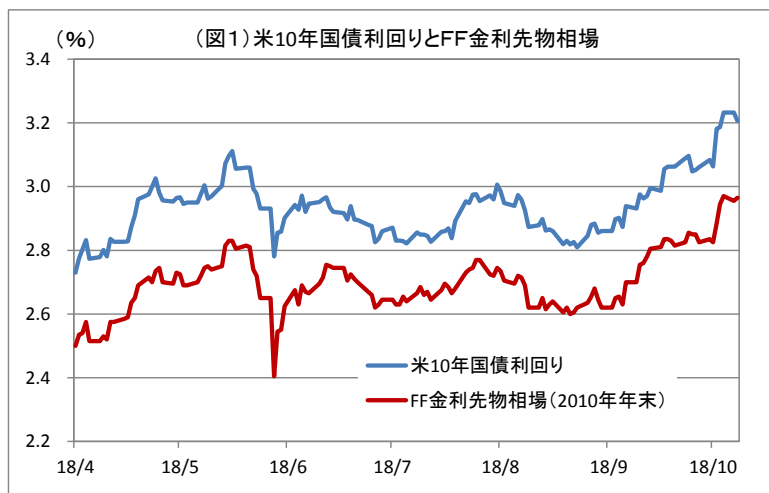
雇用統計をきっかけに、同FF金利先物相場は、10月5日には2.97%まで上昇したが、5日の金利上昇幅は0.02%ポイントとわずかなものだった。雇用統計自体は利上げ予想にさほど大きな影響を及ぼさなかった。

9月25～26日のFOMCでの、メンバーのFF金利予想（中間値）は18年末2.375%、19年末3.125%、20年末3.375%、21年末3.375%、長期（中立金利）が3.0%となっていた。つまり、FF金利は2019年中に3%超に引き上げられ、少なくとも2021年までは3%超で推移した後、どこかで3%程度まで引き下げられるという見通しだ。

FF金利先物市場の見方とは「どこまで金利が引き上げられるか」というレベル感で、未だにかなりの格差があるが、FF金利先物市場の予想がFOMCの予想にすり寄る形で引き上げられたことがわかる。

先物市場がみていたように「FF金利が引き上げられても最大3%程度まで」であれば、当然ながら、今後10年間のFF金利の平均値が3%を超えることはない。

10年債利回り＝今後10年間の短期金利（FF金利）の平均値＋タームプレミアム、であり、タームプレミアムがゼロ程度とすれば、10年債利回りは今後10年間の短期金利の平均値に一致する。





タームプレミアムがゼロで、今後10年間のFF金利の平均値が3%を超えなければ、10年債利回りも3%を超えないということになる。

ちなみに、タームプレミアムというのは、投資家が長期債を保有するに際して負担する価格変動リスクなどのリスクに対応したプレミアムのこと。通常はプラスの数値になるべきだが、最近では、①量的金融緩和による債券需給逼迫や、②経済・物価、金融政策の不確実性が低下、などから、マイナスの数値になっている。

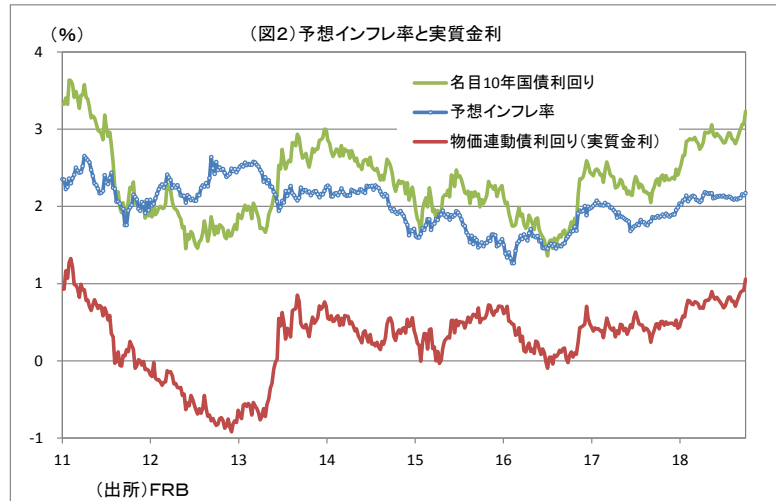
FF金利が「3%近く」に引き上げられるという直近時点でのFF金利先物市場の見方を前提にしても、今後10年間のFF金利の平均値(≒10年債利回り)は2.9%程度まで上がるが、それでも3%台乗せとなった10年国債利回りの現在の水準を説明できない。

FOMCが予測しているように、FF金利が2021年頃にかけて3%超まで引き上げられ、その後、緩やかに3%まで低下していくという前提であれば、今後10年間のFF金利の平均値(≒10年債利回り)は3.1%程度となり、ほぼ現在の10年国債利回りの水準を説明できる。

**○タームプレミアム上昇と予想インフレ率の上昇で一段の長期金利上昇のおそれも**

ただ、実際の10年債利回りは10月5日に3.23%と、今後10年間のFF金利の平均値である「3.1%」をやや上回る水準に上昇した。原因としては、マイナス域で推移していたタームプレミアムが正常化しプラスに転じたことが考えられる。

FRBの推計によれば、9月末時点でのタームプレミアムはマイナス0.1%だったが、直



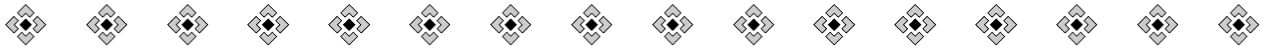
近では上向いてきている可能性がある。

仮に、今、タームプレミアムが上昇しているとすれば、金融政策の先行きに対する不確実性が増しているためだ。市場はこれまでFF金利が3か月に一回のペースで安定的に引き上げられ、最大限引き上げられても3%まで、と安心し切っていた。これまでは不確実性低下がタームプレミアムを低下させていた可能性がある。

しかし、最近のFRBパウエル議長の発言(ジャクソンホールでの講演など)によれば、①利上げのペースは経済・物価指標次第で変化することもあり、また、②中立金利はあてにならない。不確実性が高まっていることが、タームプレミアムを徐々に上向かせている可能性がある。

加えて、この先はインフレの動きにも注意しなければならない。9月から10月初めにかけての長期金利上昇には、インフレの動きがほとんど反映されていなかった。

名目金利(名目国債利回り) = 実質金利(物価変動債利回り) + 予想インフレ率、と分解できるが、最近の名目金利の上昇は、実質金利(物価変動債利回り)の上昇によるもので



あり、予想インフレ率は今年に入って2.0～2.2%のレンジで、ほとんど上昇していない（図2参照）。

だが、今後も予想インフレ率の上昇はないかと言えば、そうではない。

賃金の動きをみると、確かに今回の雇用統計では、9月の平均時給の前年比は2.8%と前月の2.9%から鈍化し、この数字だけをみると、労働需給逼迫にもかかわらず、賃金が落ち着いているようにもみえなくない。

しかし、これはあくまで前年比の動きであり、前年比鈍化は前年9月の水準が高かったことによるものだ。平均時給の「前月比」は3か月連続で0.3%と高めの数字になっており、3か月前比年率では3.8%と高水準だ（図3参照）。

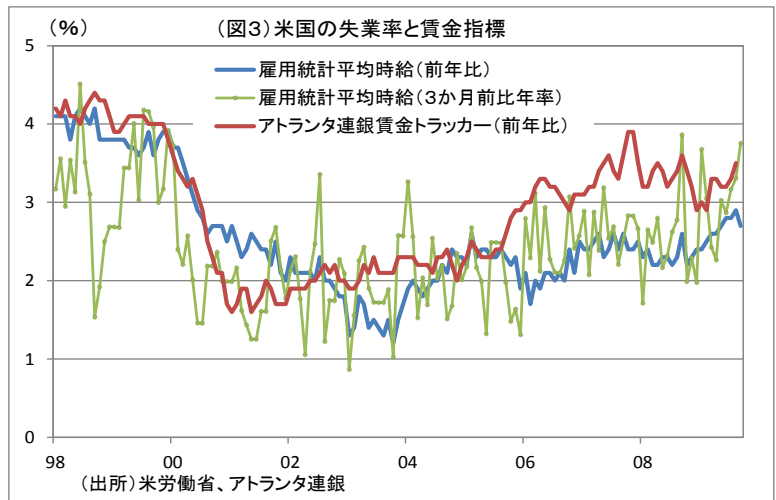
また、雇用統計の平均時給は、低賃金労働者の増加などによって「平均賃金」が低下する場合がある。このため、個人の賃金を追跡し調査した賃金指標である、アトランタ連銀の賃金トラッカーが注目されているが、これをみると、年初に3%以下に低下したあと、今年に入って再び上向き始め、8月には前年比3.5%まで加速している。

さらに、最近の原油価格の動向、輸入関税導入による輸入物価インフレの可能性、などをも考慮すると、予想インフレ率が上向いていく可能性もある。

**○米10年債利回りが3.2%程度なら米国株は下げ止まりか**

最後に、この米長期金利上昇の米国株への影響がどの程度かについて考えてみよう。

理論上は、株価収益率（株価÷1株当たり利益）が、現状近辺の20倍程度の状態で、債券利回りが0.1%上昇すると、株価は2%近く



下落する。

株価収益率の逆数が株式益回り（1株当たり利益÷株価）で、益回り×配当性向が配当利回り（1株当たり配当÷株価）だ。

株式投資と債券投資に裁定が働くとすれば、株式益回りあるいは配当利回り（投資家が株式に投資した場合の利回り）と債券利回り（投資家が債券に投資した場合の利回り）は連動すると考えられるためだ。

結果として、株式益回り＝債券利回り＋リスクプレミアム、と言える。

株価収益率が20倍だとすると株式益回りは5%。10年国債利回りは8月の2.8%から3.2%へと、約0.4%ポイント上昇したが、リスクプレミアムが一定だとすると、株式益回りも0.4%ポイント上昇する必要がある。

株式益回りは5.4%に上昇しなければならなくなるため、株価収益率は20倍から18.5倍に低下する。この結果、株価は7.5%下落する計算になる。

9月20日のピークから11日にかけてのS&P株価指数の下落率は6.9%と、調整はかなり進んでおり、ここまでの長期金利上昇の影響だけを考えると、そろそろ下げ止まっても良いと考えられる。



ちなみに、昨年末から今年2月にかけての10年国債利回り上昇幅は0.6%ポイント程度(2.35%→2.95%)。

この理論上の株価下落率は11%程度(株価収益率20倍→17.9倍)だったが、この時の実際の株価下落率も10%と理論値に近いものだった。

(10月15日 記)