



動揺する米国債券・株式市場

調査研究部 専門研究員

古金 義洋

○米国景気の予想外の強さ、財政悪化などにより長期金利が上昇

米国では利上げが最終局面にあるとの見方が強まるなかで、金利全体の上昇にも歯止めがかかるとみられていたが、長期金利の指標となる米10年国債利回りは8月21日に4.3%台と、逆に、2007年以来の水準に上昇（債券価格は下落）した。また、長期金利上昇に伴って株価も軟調に推移し、債券・株式市場が動揺している。

最近の米国長期金利上昇の背景には以下の3つの要因がある。

第1が米国景気の予想外の強さだ。パウエルFRB議長は「FRBのスタッフの予測では、直近の経済の回復力を考えると、もはや景気後退は見込んでいない」と述べた。

景気後退懸念が和らいでいることは、経済ソフト・ランディングの確度が高まっていることの表れとの見方もあったが、経済のソフト・ランディングのためには景気の勢いが強すぎではいけない。

景気の勢いが強すぎれば、賃金上昇率やインフレが再加速し、それに応じていつまでも利上げを続けていかなければならなくなるおそれがあるためだ。景気の勢いが強すぎることは、むしろ、経済の先行きがハード・ランディングする懸念を強める。

金融市場では、足元で利上げが実施されていても将来は景気が後退するだろうから先行きは景気後退に見合った大幅利下げが行われるはずだという見方が大勢だった。そのため政策金利が引き上げられても長期金利は逆に低下し、長短金利が逆転するという現象が起

きた。しかし、本当に景気が後退しないのなら、将来の利下げも必要なくなり、この長短金利逆転現象は解消される可能性がある。

現在のFF金利誘導水準は5.25～5.5%だが、10年国債利回りはまだ4.3%と政策金利に比べ1%ポイント程度低い。長短金利逆転が解消するとしたら、10年国債利回りは1%ポイント超上昇してもおかしくない。

第2の要因が米国の財政悪化だ。

格付け会社フィッチ・レーティングスは8月1日、米国債の格付けを最上位の「AAA」から「AAプラス」に1段階引き下げた。

フィッチは格下げの理由について、債務上限を巡る政治的対立などガバナンスの問題のほか、米国財政が想定外に悪化していることを指摘した。

5月末にかけて続けられた債務上限引き上げをめぐるバイデン政権と野党・共和党の交渉の末、成立した法律は、2024年度の国防費以外の歳出を23年度とほぼ同額にするなど支出を抑えるかわりに債務上限を2025年1月までなくすという内容だった。

これで懸念されていた国債のデフォルトは回避されたが、パンデミック対応で膨れ上がった財政赤字を削減するには十分でなかった。合意は来年秋の大統領選挙までこの問題をめぐる政治対立を一時休止するという政治的な妥協の産物にすぎなかった。

実際、米議会予算局が6月に発表した長期財政見通しによると、財政赤字の対GDP比は23年度の5.8%から2053年度には10.0%に上昇する。国債残高の対GDP比は23年度の98%から53年度には181%に上昇する見込み



だ。

2020年にはパンデミックに対応した歳出増で財政赤字が急増したが、FRBの国債購入も増えていた（図1参照）。しかし、現在は財政赤字が再び増加するなか、FRBは購入した国債を売却し始め、量的金融引き締めが実施されている。需給面からみても国債価格が下落（利回りが上昇）するとみるのが自然だ。

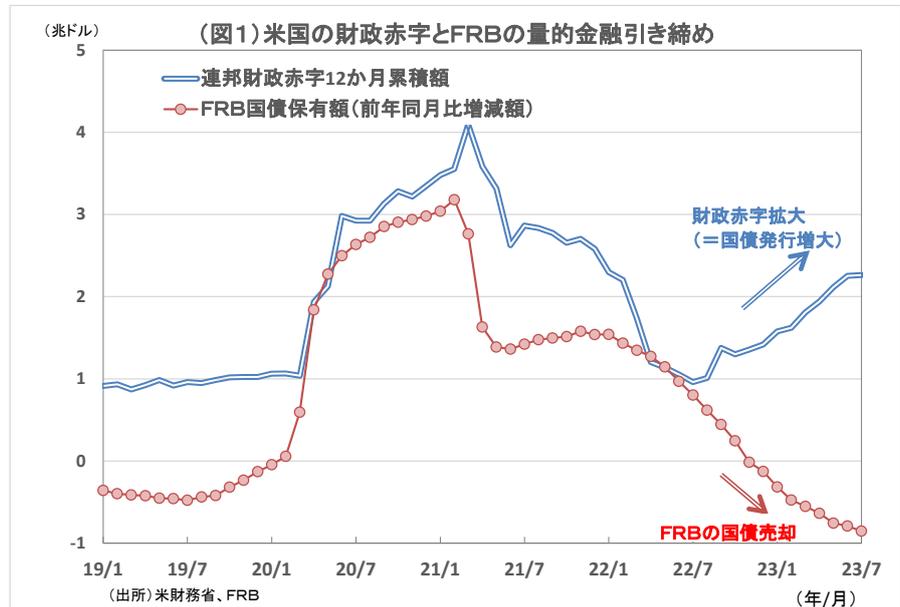
長期金利上昇の第3の要因は、最近の原油などエネルギー

価格の反発だ。先進国の原油需要は底堅く、中国の原油需要は昨年ゼロコロナ政策の反動で急増する。半面、OPECは減産志向を強めており、これが世界的な原油需給ひっ迫の背景にある。原油WTI価格は一時84ドル台と昨年11月以来の水準に上昇した。

エネルギー、食品を含めた米国の消費者物価の前年比上昇率は昨年6月の9.1%をピークに低下傾向となり、4月4.9%、5月4.0%、6月3.0%と月1%ポイントのペースで急速に鈍化したが、7月は3.2%と下げ止まった。

6月までの消費者物価の前年比上昇率の鈍化はエネルギー価格下落の影響が大きかったが、エネルギー価格は昨年6月をピークに下落したため、今年7月以降は、エネルギー価格の消費者物価前年比に対する押し下げ寄与度は徐々に小さくなる計算だ。

賃金上昇とそれに伴うサービス価格上昇を背景に、エネルギー、食品を除くコア消費者物価は高止まっている（7月は4.7%）が、エネルギー価格下落の寄与が縮小していけば、全体のインフレ率はこのコア消費者物価に近



づく形で上昇率を高めていくことになるだろう。そして今後の原油価格の動向次第では、コア消費者物価前年比を上回る上昇となる可能性もある。

もし、そうした動きになれば、インフレ率がFRBの目標とする2%に向けて鈍化していくというシナリオも期待しにくくなる。

8月24日時点の名目10年国債利回り(4.2%)は、実質長期金利に相当する10年物価連動債利回り(1.9%)と名目と実質の差である期待インフレ率(2.3%)に分解できるが、比較的低位で安定している期待インフレ率が上昇すれば名目国債利回りも上昇することになる。

○実質長期金利が上昇するなか株式益回りは低下しており、株価の割高感は強まっている

米国の株式市場はここまで先行き景気が後退するとの懸念によって、むしろ居心地の良い「適温相場」の状況にいられた。景気後退懸念があったからこそ利下げ観測が強まり、長期金利は低位安定した。そして長期金利の



低位安定が株価の下支えになった。

しかし、最近の長期金利上昇によって株価の下支えは失われつつある。

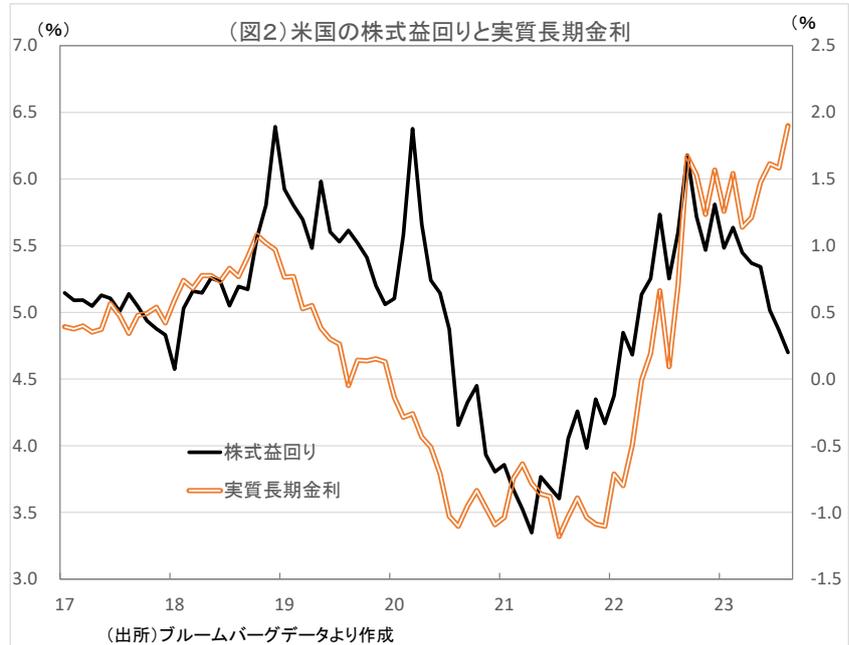
配当還元モデルによれば、株式益回り = 実質長期金利 + リスクプレミアム - 予想実質利益成長率…①、となる¹。

つまり、理論上は実質長期金利が上昇すれば株式益回りも上昇（株価は下落）し、実質長期金利が低下すれば株式益回りも下落（株価は上昇）することになる。

実際の米国の実質長期金利（10年物価連動国債利回り）と米 S & P 500種株価指数の株式益回り（= 1株当たり利益 ÷ 株価）の関係をみたものが図2だ。今年3月頃まで両者は連動していたが、その後、両者の動きは全く乖離した。

実質長期金利が反発し、8月24日時点で1.9%と上昇する一方、株式益回りは企業利益が頭打ちとなる一方、株価はAIブームのなか上昇したため、同24日時点で4.7%と低下（株価収益率は21.4倍に上昇）した。

図3でみる通り、S & P 500



種株価指数の1株当たり利益はピークだった22年7～9月の57.3から直近23年4～6月は53.5と約7%減少した。1株当たり利益の動きにやや先行して動く傾向があるGDPベースの企業利益も、ピークだった22年4～6月、7～9月の3.0兆ドルから直近23年1～3月

¹ 配当還元モデルによれば、株価 = 企業利益 ÷ (割引率 - 予想利益成長率) であり、利益を株価で割った株式益回り（株価収益率の逆数）は株式益回り = 割引率 - 予想利益成長率となる。割引率を金利部分とそれ以外の投資家が要求するリスクプレミアムに分け、さらに金利と予想利益成長率を実質部分とインフレ部分に分けると、最終的に①式となる。



に2.79兆ドルとやはり約7%減少した。

利益が減少傾向を辿るなかで株価が上昇したのは、AIブームのなかで株価が利益の裏付けもなく上昇したためだが、ここへきての実質長期金利の上昇は、本来連動すべき実質長期金利と株式益回りの動きが逆行するなかで、株価の割高感を一段と強めている。

両者の動きが乖離する前の今年1～3月の実質長期金利は平均1.3%、株式益回りは同5.5%で両者の差は4.2%だった。

これが両者の平均的な乖離幅（①式で言えば、リスクプレミアムー予想実質利益成長率＝4.2%）だとすれば、現在の両者の乖離幅（株式益回りが4.7%、実質長期金利が1.9%で2.8%）は明らかに縮小しすぎている。

仮に、これが今年1～3月並みの4.2%に拡大し、しかも実質長期金利が1.9%のままだとすれば、株式益回りは6.1%に上昇する計算だ。現在の利益水準からみて株式益回りが4.7%から6.1%に上昇することは株価が23%程度と大幅に下落することを意味する。現在の米国株式市場が危うい状況にあることは間違いない。