

米利上げは金融市場に波乱をもたらすか？

経済調査室 米谷 友利、品田 裕太

要旨

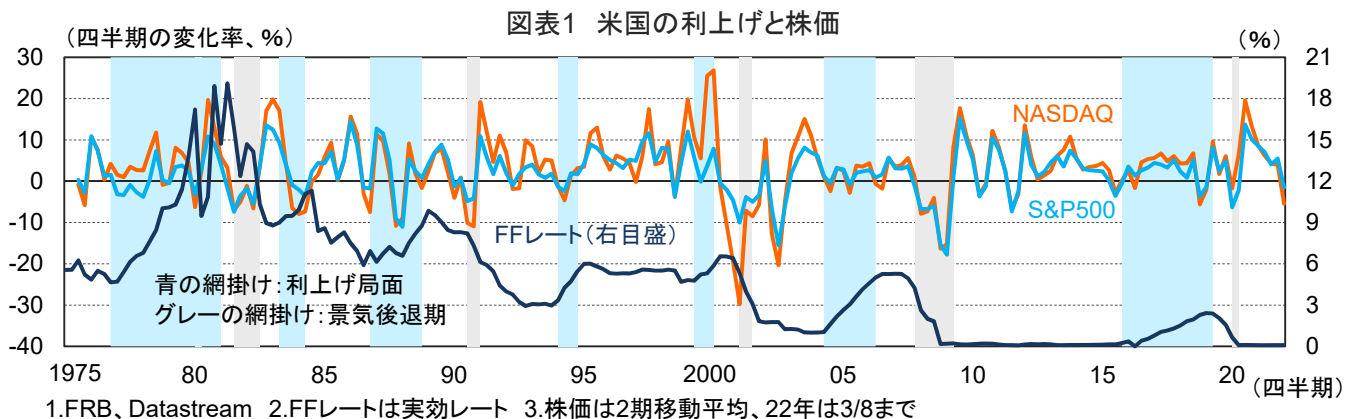
- コロナ禍からの回復において米国で生じた石油危機以来の高インフレは、FRBの利上げを早めたが、これが金融市場にショックを与える可能性が懸念される。
- 米国の利上げ加速が見込まれて以降、株価は調整したが、不動産やクレジット商品、ドル調達環境、新興国市場への影響は限られる。改めて金融ショックが強まるかどうかは、実体経済の経路に依存する。
- ウクライナ情勢も加わって利上げによる景気悪化 (overkill) への懸念はあるものの、政策転換に伴う市場の一時的な調整に配慮しすぎることなく、適切な利上げで経済・金融の加熱を抑え、景気の持続性を高めることが求められる。

コロナ禍からの回復において、米国では石油危機以来の高インフレが生じ、FRBの利上げが3月に早まった。ウクライナに侵攻したロシアへの経済制裁はインフレ高進と景気悪化の両面で問題を複雑にしているが、利上げがインフレ抑制より先に金融面にショックを与える可能性も懸念される。こうした問題意識から、本稿では、過去の利上げ局面を踏まえつつ、株式や不動産、企業債務とクレジット市場、ドル調達環境、新興国への影響を整理する。

1. 利上げ局面でも、株価は下落するとは限らない

過去の利上げ局面における株式市場では、政策転換当初は市場の混乱により割高銘柄を中心に株価が下落するが、その後は利上げの前提となる景気回復を反映して再び上昇する傾向がみられた。ただし、利上げが進み、景気後退が意識される頃になって再び下落に転じるケースが多い。22

年に入り、成長期待から上昇していたハイテク株などを中心に10%超下落する調整 (Correction) が生じたが、その後はやや持ち直し、ウクライナ情勢の緊迫化前までは過去の経験則に近い動きとなった (図表1)。こうした動きは、株価を投資家の期待を反映するPER (株価収益率) と景気に影響を受けるEPS (一株利益) に分解すると理解しやすい。米国ではコロナ禍で企業業績が悪化する一方、金融緩和下でPERが上昇して株価が大きく上昇した。ウクライナ情勢緊迫化前の時点では、長期金利がFRBの示す長期水準である2.5%に上昇した場合、PERはS&P500で12%、ナスダックで18%低下すると試算された (図表1-2)。ただし、利上げの前提となる景気回復の下では、株価のもう1つの構成要素であるEPS (一株利益) の増加がこれを相殺するため、利上げが景気を冷やさないうちは、株価は上昇すると考えられる。



2.住宅価格はリーマン危機前並の過熱感

また、不動産に代表される実物資産をみると、リーマン危機から時間をかけて回復した住宅価格は、コロナ禍で急騰した。PERと同様、過熱感を表す住宅価格/家賃の比率はリーマン前の06年に迫る。今後は家賃の上昇によって割高感が弱まるとみられるが、量的引き締めによる住宅ローン金利上昇などで価格が下落する可能性には留意が必要となる(図表2)。

3.米国では利上げ局面でも、特に実物資産で増加

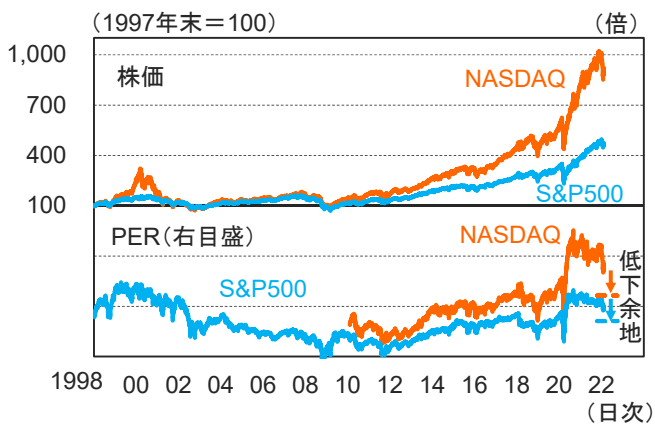
利上げの影響をマクロの資産価値の変化により改めて確認すると、株式は利上げ中も景気回復が続く限りは増勢を維持し、利上げ終了後、景気後

退局面に移る中で価値が減少する。ただし、スタグフレーションにあった70年代には急速な利上げで減少したほか、1年後に資産価値が一時停滞するなど、利上げペースなどによる不安定化もみられる(図表3-1)。住宅などの家計実物資産は、利上げ局面ではより安定して価値が増加する傾向にある。特にインフレが高進した70年代には賃料が大きく上昇し、株式資産が減少する中でも実物資産は顕著に増加するなど、明確にアウトパフォーマンスした(図3-2)。

4.企業債務とクレジット市場

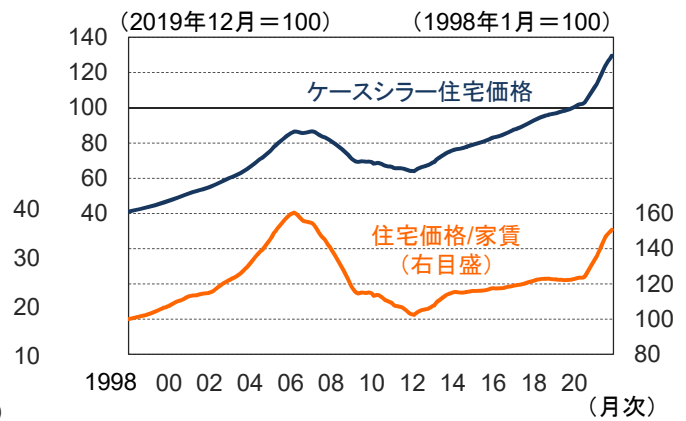
次に、企業債務とクレジット市場の動向をみる。米国の債務残高は、コロナ禍において家計・企業ともに急増した。特に家計やノンバンクなどでは、

図表1-2 株価とPER



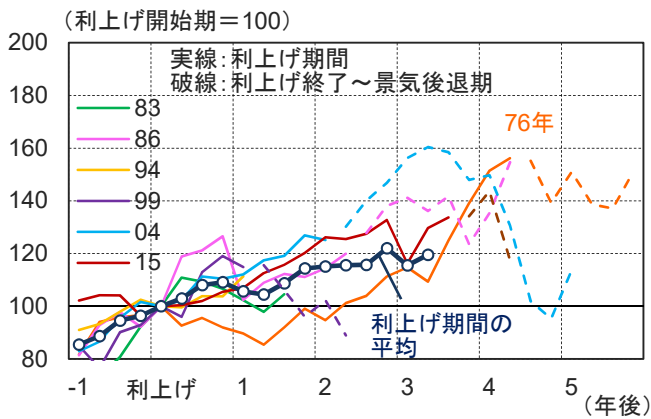
(備考) 1.Datastream 2.PER低下余地は過去5年のデータよりDBJ試算 3.株価=EPS(一株利益)×PER(株価収益率) 4.2/11時点

図表2 住宅価格と家賃



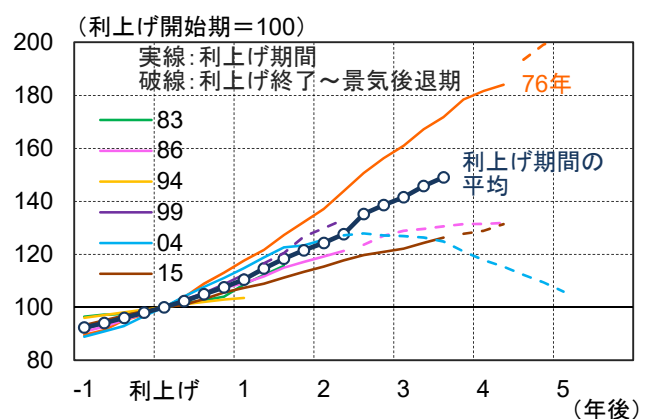
(備考) Datastream、米労働省により日本政策投資銀行作成

図表3-1 利上げ後の株式資産



(備考) 1.FRB 2.頻度は四半期

図表3-2 利上げ後の実物資産



(備考) 1.FRB 2.頻度は四半期

ショックが落ち着いた20年下期以降に一段と増加しており、金利コストの低下を受けて住宅投資や株式などの金融商品への投資が積極化したものとみられる(図表4-1)。クレジット市場は、リスク懸念の高まりによって悪化するが、ここでも利上げの背景にある景気回復が持続する場合には企業業績の改善期待から堅調となり、とりわけレバレッジドローンなど変動金利商品は、利上げに伴い資金が流入する。ただし、急速な利上げなどで市場が混乱した場合には、資金調達コスト上昇や景気失速への懸念からクレジットが急速に悪化する点に注意が必要となる(図表4-2)。

5.ドル調達環境は金融政策のかい離で悪化も

また、短期金融市場でのドル調達環境への影響も懸念される。ドルの調達コストは、日米金利差と、需給や信用リスクを反映したプレミアムであるベー

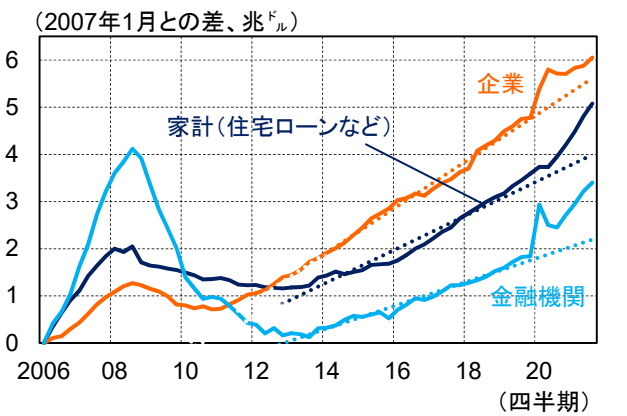
シススワップで決まる。過去には、08年のリーマン危機、11年の欧州債務問題、16年のBrexitにおいて、信用リスクが高まり、プレミアムは急拡大した。

13年以降は、日銀が異次元緩和を開始し、米FRBが緩和縮小に踏み出す中、ドル需要の増大を主因にプレミアムが拡大した。コロナ禍では、感染が拡大した20年春にドル需給がひっ迫した後、中銀のドル供給オペなどを受けて落ち着いたが、足元では、ウクライナ情勢の緊迫化を受け、有事のドル需要が高まったほか、日米金融政策のかい離が進む中では、13年以降と同様にドル需要の増大によりプレミアムが拡大する可能性がある。

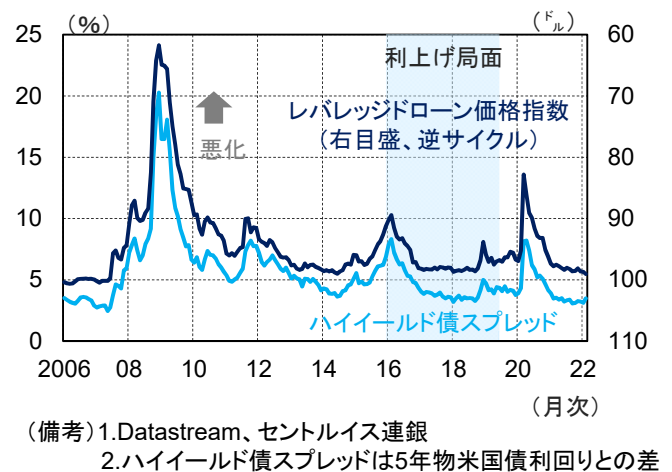
6.新興国市場への影響は限定的

米利上げは資金流出などを経て新興国市場の混乱を生む可能性もある。まず企業債務残高のGDP比をみると、コロナ禍で債務が再び増大した

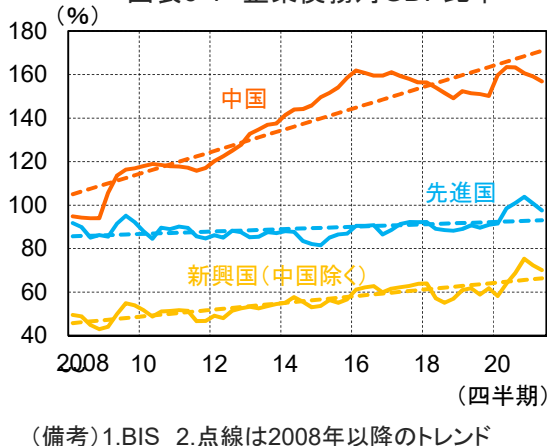
図表4-1 米国の利上げと株価



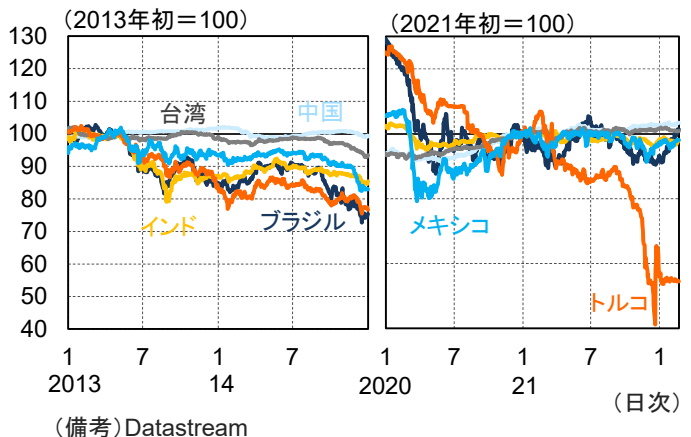
図表4-2 ハイイールド債、レバレッジドローン



図表6-1 企業債務対GDP比率



図表6-2 対ドル為替レートの変化



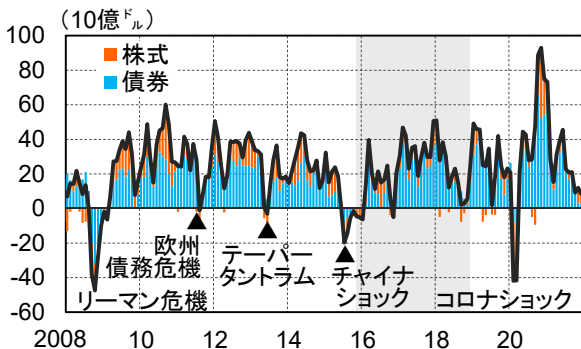
中国が債務抑制に取り組むが、その他の新興国や先進国でも資金繰り支援を受け入れたことで上昇した。特に、政策支援の規模が比較的限られた新興国で債務増加ペースが速く、今後の金利上昇による負担増大は懸念となる(図表6-1)。新興国通貨は、コロナ禍の20年3月にリスクオフ的なドル転需要の急増によって一時急落したが、21年末には米国の利上げ早期化観測により再度弱含んだ。ただし、利下げを続けるトルコを除けば、Fragile5などの懸念が生じた13年と比べると影響は限られているほか、経済が堅調な中国、台湾は通貨高となっており、ブラジルやメキシコも利上げによって上昇している(図表6-2)。新興国の資金フローは、20年3月に過去最大の流出を記録したが、同年秋にはリスク選好の改善とともに大幅な流入超となった。21年3月以降は、米緩和縮小懸念や新興国の感染対策の遅れなどもあって流入は鈍ったが、過去と比べて流出懸念が強まっているわけではない(図表

6-3)。

7.利上げで景気の持続性を高められるかが重要

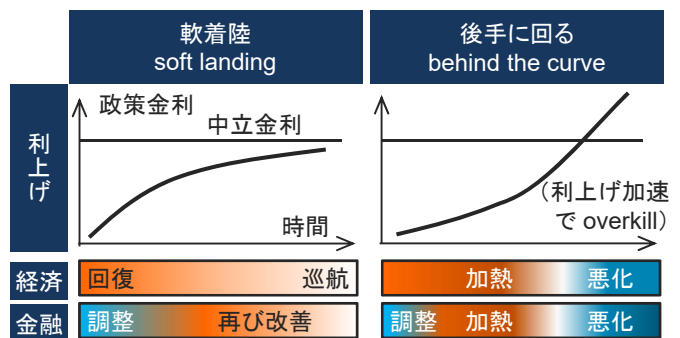
米国の利上げ加速が見込まれて以降、株価は調整したが、不動産やクレジット商品、ドル調達環境、新興国への影響は限られる。改めて金融ショックが強まるかどうかは、実体経済の経路に依存する。エコノミスト調査における景気後退確率は20%未満だが、リーマン危機前の04年、正常化に成功した15年ともに、景気後退確率は今回より低くなっており、市場の楽観から手がかりを得ることは難しい。インフレ懸念はこの30年間で後退したが、金融政策の正常化が遅れて金融危機に陥ることが通例化した。ウクライナ情勢も加わって利上げによる景気悪化(overkill)への懸念はあるものの、政策転換に伴う市場の一時的な調整に配慮しすぎることなく、適切な利上げで経済・金融の加熱を抑え、景気の持続性を高めることが求められる(図表7)。

図表6-3 新興国資金フロー



(備考) 1.IIF 2.2ヵ月移動平均 3.網掛けは利上げ局面

図表7 金融正常化のパターン



(備考) 日本政策投資銀行作成

©Development Bank of Japan Inc.2022

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引等を勧誘するものではありません。本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部

Tel: 03-3244-1840

e-mail(産業調査部): report@dbj.jp