

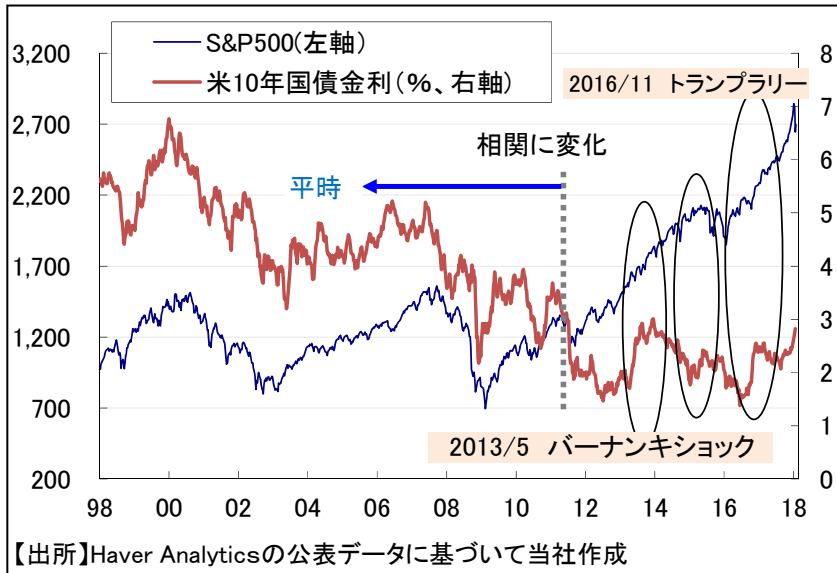
適温相場から「正常相場」へ

2018年2月21日

りそな銀行 アセットマネジメント部
チーフ・マーケット・ストラテジスト 黒瀬浩一

足元の日米の株価は、長期金利の急上昇がVIXの急騰に波及してフラッシュクラッシュを誘発したが、VIXが落ち着いたことで戻り歩調となり、ほぼ半値戻しまでこぎ着けた。しかし、長期金利そのものは、その後もじりじりと上昇を続けている。今後についても、ニューヨーク連銀が発表する物価の先行指数などから推測するに、物価は強含みに推移し、長期金利は適温相場のレンジとされた1.5-2.5%に戻る可能性はほぼないと言えるだろう。

では、適温相場は終わるのか。結論から言えば、終わる可能性が高い。しかし、それは株安を意味するわけではなく、適温相場の前の正常な相場、いわば「正常相場」に戻ることを意味すると考えられる。



グラフは、長期にわたる長期金利と株価の相関関係だ。QE2が開始されたころを境に、株価と長期金利の相関関係が逆になったことが一目でわかる。98年から2012年頃までは、金利上昇＝株価上昇、金利低下＝株価下落だった。しかし、2012年以降、2013年5月のバーナンキ・ショック、2015年12月の8年ぶりの利上げ、2016年11月のトランプが当確した大統領選挙など例外的な期間を除くと、金利上昇＝株価下落、金利低下＝株価上昇、と真逆の関係になった。

2017年以降は、金利が上昇してもターミナルレートと見られた2.5-2.75%以下であれば、適温相場の範囲内と市場ではみなされ、株価は上昇した。しかし、2月に入り2.75%を超えて上昇し続けたことが、冒頭に書いたフラッシュクラッシュの引き金となった。

適温相場を前提とするなら、物価の強含みを背景に長期金利も強含む限り、米国株式相場は大天井を付けたことになる。しかし、QE縮小や利上げなど金融の正常化は、必然的に長期金利と株価の関係も正常化を伴う可能性が高いのではないか。つまり、金利上昇＝株高というQE2以前の正常な関係だ。

しかし、そこにはハードルがある。第一は、実体経済が金利上昇に耐えられるかどうかだ。これは住宅投資や設備投資など金利敏感部門を注視すればよいだろう。一言で言うなら「正常相場」の前提は乗数加速度過程にある。第二に、多くのアルゴリズムには長期金利上昇＝株安がプログラム化されている可能性が高い。プログラムの修正にはやや時間を要するだろう。第三は新興国だ。特に低金利時代に債務残高が急増した新興国は、利払いや資金流出に耐えられるかどうか、注意が必要だろう。

結論だが、適温相場から正常相場への変化は、赤が突然白に変わるのではなくピンクの期間を経て徐々に進むのではないか。2月のフラッシュクラッシュは、その前触れだったと位置付けられる。その意味で今後もしばらくは不安定な状況が続く可能性があるが、それは産みの苦しみと見ておけば良からう。

以上

エコノミスト・ストラテジスト・レポート
～鳥瞰の眼・虫瞰の眼～

想いをつなぐ、未来を形に。 *Next Action* RESONA GROUP

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承ください。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。