

## ストラテジーブレティン (182号)

## 景気成熟、株価割高論は正しいか

## 低インフレ、イールドカーブ裁量の下でFRBのリセッション回避力は高まっている

景気成熟、株価割高論は正しいか、との問いに対しては明確に「間違いである」と答えることができる。米国で最も信頼されているエコノミストの一人であるエド・ハイマン氏はレポートで“**No post war recovery has died of old age. The Fed has murdered every one of them.**”

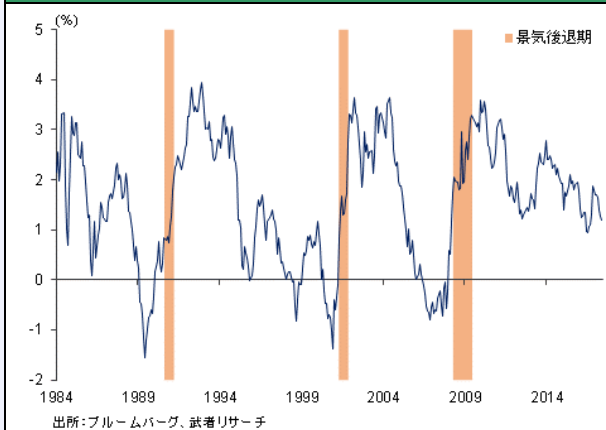
「戦後の景気拡大は拡大期間の長さゆえに終わったことはなかった。全ての景気はFRBの引き締めによって殺された」というドーンブッシュ教授の言葉(1997年8月)を紹介し、引き締めの誘因たるインフレが抑制されている限り、景気拡大は途切れない、との見方を披瀝している(5月31日デイリーレポート)。つまりインフレ懸念の高まり⇒過度の引き締め⇒逆イールドカーブ(長短金利逆転)⇒リセッション、が例外なき戦後の因果関連なのである。逆イールドカーブに陥るような引き締めの必要がない以上、リセッション懸念は地平上には表れていない。またFRBは短期金利に対する裁量のみならず、テーパリング(バランスシートの裁量)により、長期金利にも大きく影響を及ぼすことができるようになってきている。日銀のみならずFRBもイールドカーブをコントロールできるようになっている。この条件下で逆イールドカーブがもたらされる可能性は、近い将来考えにくくなっている。

株式会社 武者リサーチ  
代表  
武者 陵司

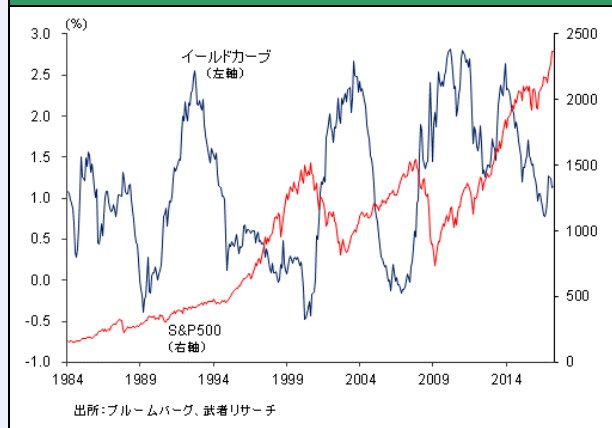
代表電話 (03) 5408-6818  
直通電話 (03) 5408-6821  
E-mail: musha@musha.co.jp  
www.musha.co.jp

〒105-0021  
東京都港区東新橋 2-18-3  
ルネパルティーレ汐留 901

図表1：米国イールドカーブ(10年国債利回り-FFレート)とリセッションの推移



図表2：米国イールドカーブ(10年国債利回り-2年国債利回り)とS&P500推移



## 低インフレ、低金利は経済低調の指標ではない

これほど自明の事柄が、景気拡大期間の長さや株式バリュエーションの割高さ(過去平均PER15.5倍に対して現在18.3倍)故に疑われている。しかし、ドーンブッシュ教授が言うように、景気の持続期間自体は景気成熟化のなんの手掛かりにもならない。景気持続期間は3年から10年と大きく分布している。またPER水準のみが絶対的な株価割高、割安の条件になっているわけではない。図表3に見るように1980年から2000年にかけて米国益回り(PERの逆数)は長期金利と完全に連動して推移していた。ということは妥当なPER水準は長期金利によって決められていたということであり、現在の低長期金利の下では適正なPER水準は相当高くても正当化できるということである。

## 高PERを正当化する歴史環境

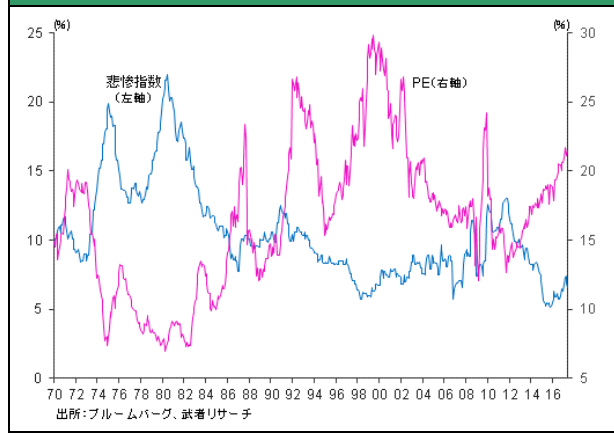
中央銀行がQE(量的金融緩和)により長期金利をコントロールしており、その下では長期金

利が低いと言っても高 PER を正当化することはできない、との反論はあり得よう。しかし、図表 4 に見るように PER は経済的厚生 の最も信頼できる指標ミゼリーインデックス（失業率+インフレ率）と強い逆相関性を持っている。1980 年のミゼリーインデックスピーク時（1980 年 6 月 22%）に米国の株式 PER は歴史的な低水準（1980 年 4 月 6.96 倍）を記録した。ミゼリーインデックスが歴史的な低水準に低下している今日、PER 水準が過去の平均から上方にかい離するのは当然と考えられる。

図表 3：米国 10 年国債利回り  
と S&P500 益回り（1/PER）推移



図表 4：米国ミゼリーインデックスと  
S&P500PER 推移

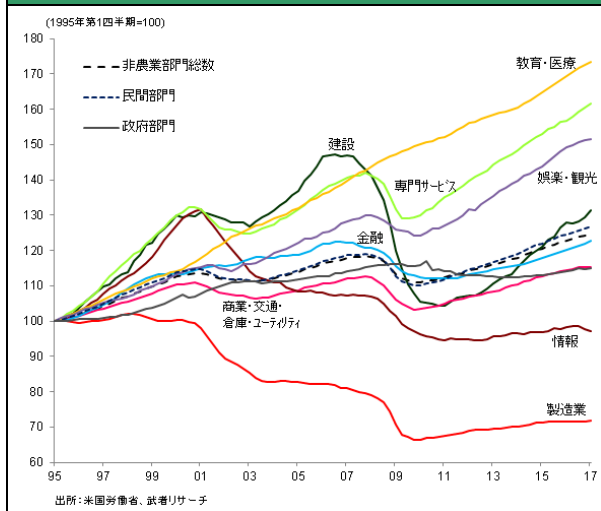


### 雇用シフト、高賃金頭脳労働から低賃金肉体労働へ

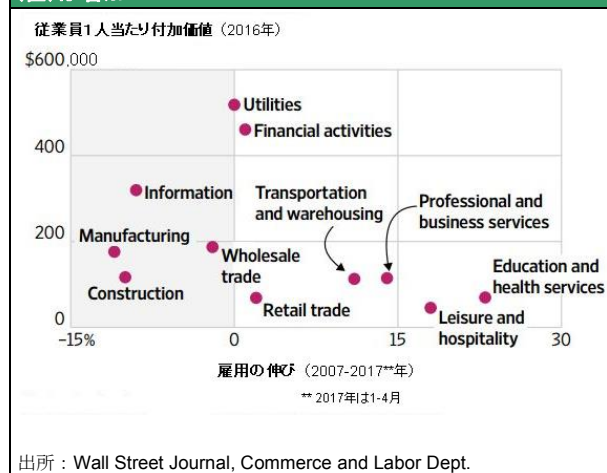
人々は物価上昇の弱さ、長期金利の低さは経済基調の弱さを示唆し、それは株安ドル安要因であると、考えているようである。が、それは辻褄が合わない。米国の失業率は 4.4% と誰が見ても完全雇用状態にある。労働参加率が低下しているからとの解釈があるが、雇用が景気拡大期間累計で 1000 万人と過去最大の増加ペースを見せていることを見れば、労働需給がタイト化の一途にあることは明らかである。

実際賃金上昇率も高まっている。にもかかわらず、なぜ賃金上昇率とインフレが FRB のインフレターゲット 2% まで高まらないのか。その答えとして、雇用創造が低生産性・低賃金セクターで起こっており、高生産性セクターでは雇用創造が起きていないという構造変化が指摘できる。インターネット、ハイテク革命は急速に頭脳労働者の職域を侵食している、が他方で肉体労働の需要を高めている。米國小売りにおけるネット通販比率は 10 年前 3% だったが、今日 9% に高まり 10 年後には 30% に達すると予想されている。それは宅配サービス、トラック運転手で深刻な人手不足を招いている。日本でも共通であるが、雇用創造と賃金上昇率は低賃金セクターにおいて高く、頭脳労働主体の高賃金セクターでは低くなっている。図表 6 に見るように、所得と雇用創造の逆相関が明瞭である。第一次産業革命は肉体労働者を機械が駆逐したが、現在のインターネット・AI 産業革命は機械が頭脳労働者を駆逐しつつあると言える。これは需給がひっ迫している肉体労働者の給与水準を長期にわたって押し上げ、所得格差を縮小させる大きな誘因になるだろう。トマ・ピケティ流の資本主義が必然的に格差を拡大させるといった宿命論の限界が見え始めていると言えよう。

図表 5：米国のセクター別雇用推移



図表 6：逆相関の米国の産業別所得水準と  
雇用増加

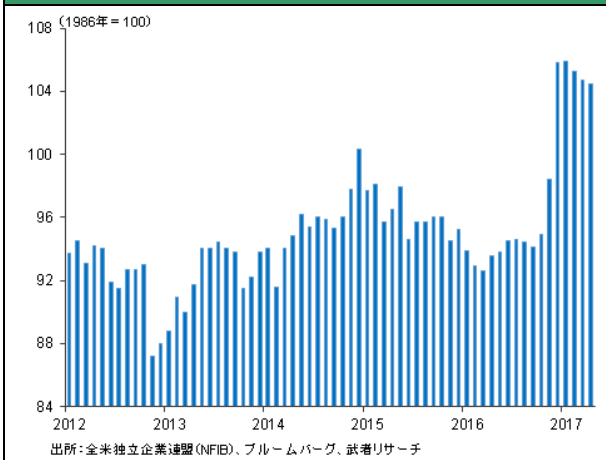


### 低金利は貯蓄増加と資本生産性向上という歴史環境がもたらした

それでは、長期金利の低迷を、リセッション入りの前兆ととらえている仮説、つまり人々の将来悲観が高まり、投資資金需要が低下し、金利低下を引き起しているという見方は正しいか。トランプ大統領当選以降、ビジネスセンチメントは大きく向上している。消費者センチメント指数も同様である。経済主体の心理が大きく改善しているのに、将来悲観が強まっているとの解釈には矛盾がある。では何が低金利の原因か。我々は世界的過剰貯蓄、米国での家計・企業部門での大幅な貯蓄の増加で資金運用需要が高まっている一方、インターネット・クラウドコンピューティングなどの技術革新により投資コストが大きく低下していることが原因と考えている。貯蓄余剰の高まりと資本生産性の向上が同時に起こっているのである。そうした歴史的構造変化が、好況、高利潤の下でかつてない低金利を引き起している。それはFRBの資産圧縮が始まって大きく変わらないのかもしれない。

このように考えれば低インフレ、低金利は経済拡大の持続性をより強める好条件と言え、大幅な株高を正当化するものとの結論に至る。同様に、長期金利が上昇しにくいと言ってもそれがドル安円高要因ではないことも、自明であろう。

図表7：米国中小企業楽観指数推移



図表8：米国消費者信頼感指数推移



著作権表示©2017 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。