



BTMU Focus USA Weekly

三菱東京UFJ銀行 経済調査室ニューヨーク駐在情報

The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd.
Economic Research Group (New York)
Toshiki Iwaoka 岩岡 聰樹
Managing Director & Chief Economist
+1(212)782-5701, tiwaoka@us.mufg.jp

June 14, 2013

<FOCUS>

切り離せない?株高と QE3

- 今週公表された5月の小売売上は堅調だった。小売売上（除く飲食店）は前月比+0.7%と前月の横這いから持ち直したほか、前年比でも+4.3%と高めの伸びとなった。内訳をみると、自動車やオンライン販売、建材など株価への感応度が高い業種の寄与率が8割を占めており、5月中旬まで続いていた株高が好影響を及ぼした。
- 株高が消費を支えている姿は個人消費全体でも同様である。実質個人消費は年初以降前年比+2%の増加を維持しているが、可処分所得はインフレ率の低下に支えられながらも同+1%程度の伸びにとどまっている。所得を上回る個人消費の伸びは、株高を背景とする消費マインド改善・消費性向の上昇に支えられている。
- 個人消費に対する株高の影響が大きくなっている背景には、株高に牽引される形で家計のバランスシートが修復されてきたこともあるだろう。先週公表された1~3月期の資金循環統計では、家計部門の純資産は70.3兆ドルと、金融危機前のピークを超えてきた。内訳をみると、実物資産の増加に比べ金融資産増加による寄与が圧倒的に大きく、金融資産増加額のうちラフに8割は株高により説明できる。
- 株価上昇は、短期的な消費動向だけでなく、金融危機後の家計バランスシート修復という中期的な課題克服においても、極めて大きな役割を果たしてきた。FRBによる積極的金融緩和が奏功してきたと評価できる反面、株価の動向次第では順調に進んできた経済正常化プロセスが変調する可能性も抱えている。
- 足元の株価については、株式時価総額の企業収益に対する倍率は長期平均に徐々に近づく過程にあり、ファンダメンタルズからすれば概ね中立水準にあるとの評価が可能である。一方、注視が必要なのは、金融危機後、市場の収益成長期待が低迷するなか、FRBのバランスシート拡大が株価を押し上げてきた点である。FRBは当面は様子見姿勢を続けるというのがマクロ情勢からみたメインシナリオだが、量的緩和の奏功≒株式市場のFRB依存をどうみるかも出口政策のタイミングを測る一つの判断材料となりそうだ。

<FOCUS> 切り離せない?株高と QE3

5月小売売上は株高が牽引

今週公表された5月の小売売上は堅調だった。小売売上(除く飲食店)は前月比+0.7%と前月の横這いから持ち直したほか、前年比でも+4.3%と高めの伸びとなった(第1図)。実質ベースでも同+4.1%と高い伸びを維持する格好となっている。

内訳をみると、自動車やオンライン販売、建材など株価への感応度が高い業種の寄与率が8割を占めており、5月中旬まで続いていた株高が小売売上を牽引した様子がみてとれよう(同図)。

所得は+1%、個人消費は+2%

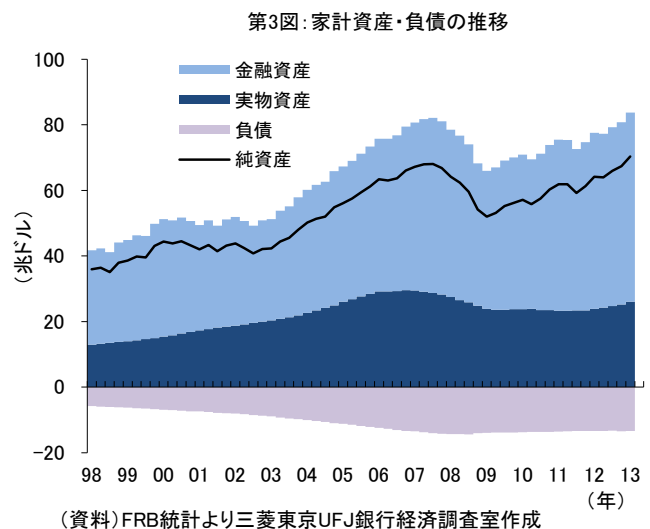
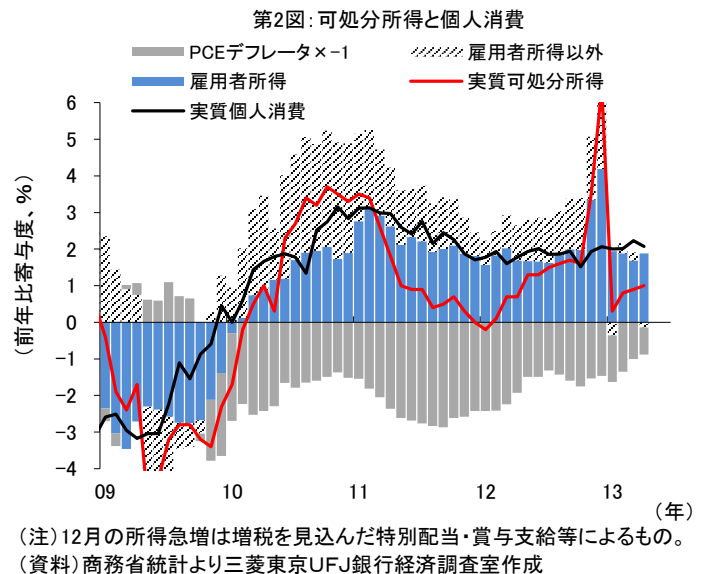
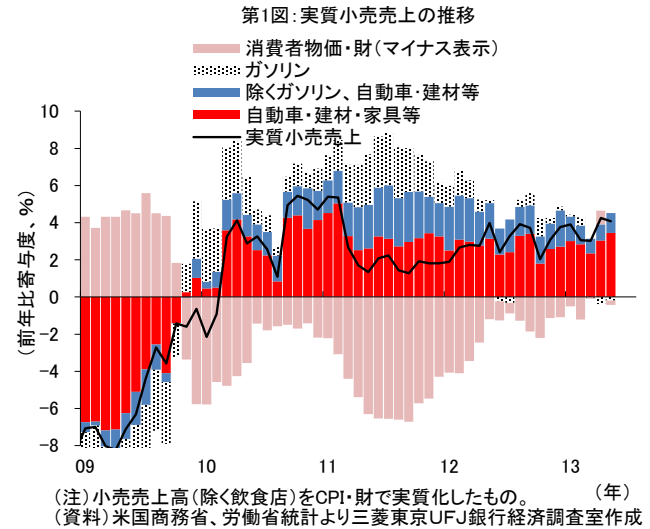
株高が消費を支えている姿は個人消費全体でも同様である。

実質個人消費は年初以降前年比+2%の増加を維持しているが、実質可処分所得はインフレ率の低下に支えられながらも同+1%程度の伸びにとどまっている(第2図)。所得を上回る個人消費の伸びは、株高を背景とするマインド改善・消費性向の上昇に支えられている。

株価上昇によるバランスシート修復

個人消費に対する株高の好影響が大きくなっている背景には、急ピッチの株価上昇と、それに牽引される形で家計のバランスシートが急速に修復されてきたことがあるとみられる。

先週公表された1~3月期の資金循環統計では、家計部門の純資産(資産-負債)は70.3兆ドルと、金融危機前のピークを超えてきた(第3図)。内訳をみると、実物資産(不動産・耐久財)の増加に比べ、金融資産増加による寄与が圧倒的に大きくなっている。純資産の前回ボトムから直近3月末までの増加額18.3兆ドルの内訳は、金融資産が+15.6兆ドル、実物資産が+2.2兆ドル、負債が▲0.5兆ドルとなる。金融資産増加額のうちラフに8割は株高によりもたらされている。



量的緩和奏功の功罪

株価上昇は、短期的な個人消費だけでなく、金融危機後の家計バランスシート修復という中期的な課題克服においても、極めて大きな役割を果たしている。FRBによる積極的な金融緩和は奏功してきたと評価できる反面、仮に株価の動向次第では、これまで順調に進んできた経済正常化プロセスが変調する可能性も抱えている。

今週、金曜日に公表されたミシガン大学消費者センチメント（6月速報）は、5月下旬以降の株価軟調を受けて弱めの動きとなっている。景気回復の行方の鍵は株価が握っていると言ってもいいだろう。

株価バリュエーションは概ね中立

足元の株価については、ファンダメンタルズからすれば概ね中立的な水準にあるとの評価が可能である。

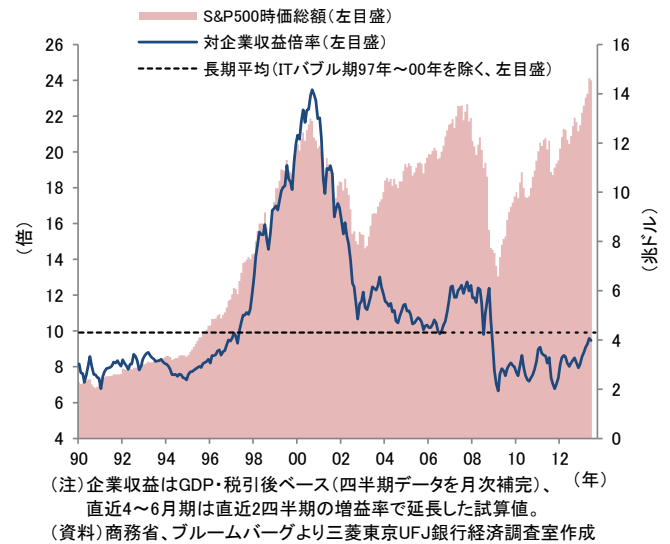
株式時価総額（S&P500）の企業収益（GDP）に対する倍率（≒マクロベースPER）をみると、直近6月は9.5倍と、ITバブル期を除く長期平均9.9倍に徐々に近づく形となっている（第4図）。あくまでマクロベースのラフな試算に過ぎないほか、株価の適正水準はそもそも存在しないこと等から幅を持つ必要はあるが、少なくとも株価の割高感を警戒すべき局面にはまだないだろう。

切り離せない株高とQE

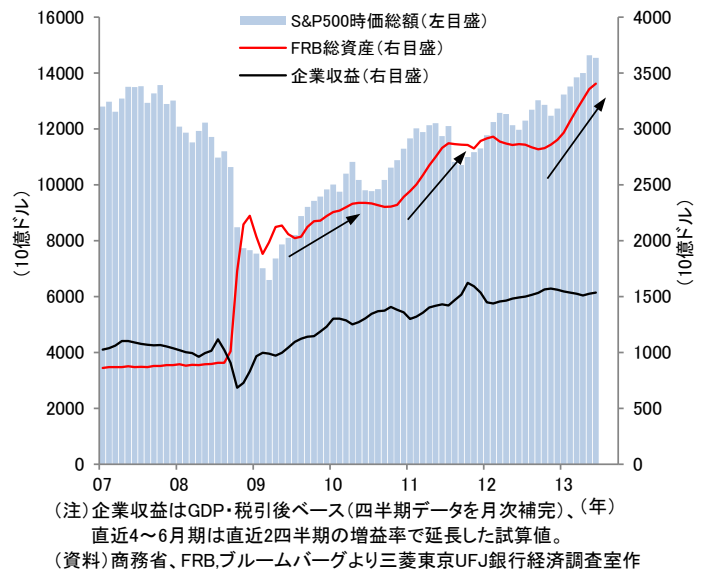
一方、注視が必要なのは、金融危機後、市場の企業収益に対する成長期待が低迷するなかで、FRBの積極的量的緩和により、株価が明確に押し上げられてきた点である。株式時価総額とFRBの総資産、企業収益を比較すると、企業収益も回復基調を辿っているものの、3次に亘る資産買入策によるFRBのバランスシート拡大、特に昨年9月以降の資産買入策がこれまで以上に株価押し上げに寄与してきた様子が窺える（第5図）。

こうした関係からすると、資産買入の急速な縮小は市場への影響が大きくなる可能性が高いとみられる一方、資産買入の縮小を市場に徐々に織り込ませつつ、段階的に実施するのであれば、少なくとも資産買入が継続される間は、株価の緩やかな上昇を維持できるとの議論も可能かもしれない。財政緊縮の影響が続くなか、FRBは当面は様子見姿勢をとるとというのがマクロ情勢からのメインシナリオとなるが、FRBが量的緩和の奏功、裏返せば株式市場のFRB依存・市場機能の低下をどう判断するかも一つの判断材料となるだろう。

第4図：株式時価総額と企業収益倍率



第5図：株式時価総額と企業収益・FRBバランスシート



< FOCUS >



当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、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

The information herein is provided for information purposes only, and is not to be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell or to buy or subscribe for securities or other financial instruments. Neither this nor any other communication prepared by The Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, Ltd. (collectively with its various offices and affiliates, "BTMU") is or should be construed as investment advice, a recommendation to enter into a particular transaction or pursue a particular strategy, or any statement as to the likelihood that a particular transaction or strategy will be effective in light of your business objectives or operations. Before entering into any particular transaction, you are advised to obtain such independent financial, legal, accounting and other advice as may be appropriate under the circumstances. In any event, any decision to enter into a transaction will be yours alone, not based on information prepared or provided by BTMU. BTMU hereby disclaims any responsibility to you concerning the characterization or identification of terms, conditions, and legal or accounting or other issues or risks that may arise in connection with any particular transaction or business strategy. While BTMU believes that any relevant factual statements herein and any assumptions on which information herein are based, are in each case accurate, BTMU makes no representation or warranty regarding such accuracy and shall not be responsible for any inaccuracy in such statements or assumptions. Note that BTMU may have issued, and may in the future issue, other reports that are inconsistent with or that reach conclusions different from the information set forth herein. Such other reports, if any, reflect the different assumptions, views and/or analytical methods of the analysts who prepared them, and BTMU is under no obligation to ensure that such other reports are brought to your attention.