



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

MUFG Union Bank, N.A. Economic Research NY

Hiroshi Kurihara | 栗原 浩史

Director and Chief U.S. Economist

+1(212)782-5701, hikurihara@us.mufg.jp

A member of MUFG, a global financial group

May 11, 2015

<FOCUS>

金融出口戦略について①：上昇してきた株価の行方と实体经济への影響

- 米国の株価は2009年3月に金融危機後の安値をつけた後、ほぼ一本調子で上昇してきた。この間異例の金融緩和政策が続いてきたが、足元で金融出口戦略の段階的な実施、なかでも利上げ開始が視野に入るなか上昇してきた株価への影響が注目される。
- 企業利益は今次回復局面を通じ堅調に増加してきたが、このところやや伸び悩み。PERは過去3年強に亘り上昇基調で推移してきた結果、足元で17倍程度と長期平均を上回り高めになりつつある。金融危機以降の株価上昇には、企業利益拡大とPER拡大が共に寄与してきたが、2012年以降の株価上昇においてはPERの寄与が6割程度と大きい。
- 直近3回の利上げ局面では何れにおいても、PERが低下したもののその影響以上に企業利益が増加した形となり、結果として株価が上昇している。
- 企業利益を取り巻く情勢を直近3回の利上げ局面と比較すると、今回の局面は「債務残高の名目GDP比」が幾分高めであること等から利上げによる直接的なマイナス影響（金利負担増等）を幾分受け易いとみられるほか、「企業利益の国民所得比」が歴史的な高水準にある点が懸念される。PERに内包されている企業収益の拡大期待は弱まり易いと言えよう。
- このような今回の企業利益を取り巻く情勢や低水準の長期金利・実質短期金利、QEの存在等は、利上げ・出口戦略実施後のPERの低下要因となり得る一方、利上げペースが緩やかに止まるとみられる点はPERの低下を抑制する要因となる。予想に反し利上げペースが緩やかとならなければ、PERが直近3回の利上げ局面以上に低下し、少なくとも20%程度の株価下押し圧力となる可能性もある。
- 今後の利上げに伴い“仮に”株価が大きく下落した場合の個人消費への下押し圧力について、今回は「名目GDPに占める個人消費の割合」が高めである点や「家計保有金融資産の名目GDP比」が高めである点、「家計負債の名目GDP比」が高めである点等が、直近3回の利上げ局面より下押し圧力をやや強める要因として指摘できる。

【主要項目】

はじめに -P3

1. 株価のこれまでの推移 -P3

2. 金融政策の株価への波及経路 -P3

- (1) 株価の規定要因
- (2) 政策金利変更の株価への波及経路
- (3) QE の株価への波及経路

3. 企業利益と PER の状況 -P5

- (1) 企業利益の状況
- (2) PER の状況
- (3) 株価騰落への寄与

4. 今後の利上げによる株価への下押し圧力 -P6

5. これまでの株価上昇の実体経済（個人消費）への影響 -P8

- (1) 株価上昇と個人消費
- (2) 株価上昇と家計資産

6. 「利上げ→株価下落」による実体経済（個人消費）への下押し圧力 -P9

おわりに -P9

<FOCUS>金融出口戦略について①：上昇してきた株価の行方と実体経済への影響

はじめに

米国では異例の金融緩和政策が続いてきたが、足元で金融出口戦略の段階的な実施、なかでも利上げ開始が視野に入るなか、その経済への影響が注目される。今後の Weekly では、金融出口戦略の経済への影響にかかわる注目点を、月 1 回程度のペースで数回に分けて取り上げていきたい。今回は「上昇してきた株価の行方と実体経済への影響」を取り上げる。

本稿ではまず、株価と企業利益や PER の動向、それらと金融緩和政策との関係を確認した後、利上げが今後実施された場合に生じ得る株価への下押し圧力を、直近 3 回の利上げ局面との比較等を通じて考察する。同様に、仮に株価が下落した場合の実体経済への下押し圧力についても、直近 3 回の利上げ局面との比較を通じ考察する。

1. 株価のこれまでの推移

米国の株価は、金融危機前後に下落し 2009 年 3 月に安値を付けた後、ほぼ一本調子で上昇してきた（第 1 図）。米国大手企業 500 社を対象とする S&P500 株価指数は足元 4 月末時点で 2,086 ポイントとなっており、2009 年 3 月につけた金融危機後の安値（683 ポイント）から 3 倍程度に上昇、金融危機前の高値（2007 年 10 月：1,565 ポイント）からも 33% 程度高い水準にある。

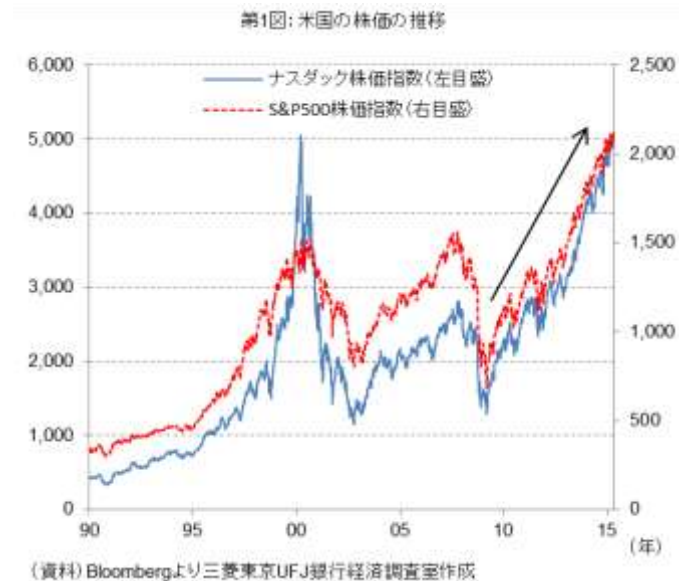
先日 IT バブル時を越えて史上最高値を更新したナスダック株価指数についても概ね同様の推移で、上昇率はより高い。ナスダック株価指数は足元 4 月末時点で 4,941 ポイントとなっており、2009 年 3 月につけた金融危機後の安値（1,269 ポイント）から 4 倍程度に上昇、金融危機前の高値（2007 年 10 月：2,859 ポイント）からも 73% 程度高い水準にある。

このような株価上昇に、米連邦準備制度理事会（FRB）による金融緩和政策はどの程度影響してきたのであろうか。はじめに株価を規定する要因、金融政策の株価への波及経路を改めて確認する。

2. 金融政策の株価への波及経路

(1) 株価の規定要因

株式の価値とは、将来に亘って受け取るキャッシュフロー（配当等）を、要求収益率で現在価値へ割り引いたものである。要求収益率とは、“将来の実質金利”と“株式投資（保有）に対するリスクプレミアム”で決定される。そのため、株価を企業利益（一株当たり利益、EPS）に株価収益率（PER）を乗じた数値としてみた場合、EPS を“現在の企業利益（配当）”とす



れば、PER とは“将来の企業利益（配当）”と“将来の実質金利”と“株式投資に対するリスクプレミアム”を合わせたものと捉えられる。

(2) 政策金利変更の株価への波及経路

この株価の規定要因を前提とすれば、政策金利変更の株価への波及経路は、利下げを例にみると、主に以下4つとなる。①「現在の金利低下→経済活動の活性化→企業利益の増加→株価上昇」、②「金利見通しの低下→経済活動見通しの上昇→企業利益見通しの増加→（PER を通じて）株価上昇」、③「実質短期金利見通しの下方修正→割引率低下→将来受け取る配当の現在価値上昇→（PER を通じて）株価上昇」、④「実質金利の低下→債券をはじめとした金利型資産の投資魅力度低下→株式投資に対するリスクプレミアム低下→（PER を通じて）株価上昇¹」（第1表）。即ち、利下げは、株価を規定する4要因全てを通じて、（理論的には）株価を上昇させる方向に影響し得る。

第1表：政策金利変更の株価への主要波及経路

構成項目	規定要因	政策金利変更（利下げ）の株価への波及経路	
株価	EPS	—	① 現在の金利低下→経済活動の活性化→企業利益の増加→株価上昇
	PER	将来の企業収益（配当）	② 金利見通しの低下→経済活動見通しの上昇→企業利益見通しの増加→株価上昇
		将来の実質金利	③ 実質短期金利見通しの下方修正→割引率低下→将来受け取る配当の現在価値上昇→株価上昇
		株式投資（保有）に対するリスクプレミアム	④ 実質金利の低下→債券をはじめとした金利型資産の投資魅力度低下→株式投資に対するリスクプレミアム低下→株価上昇

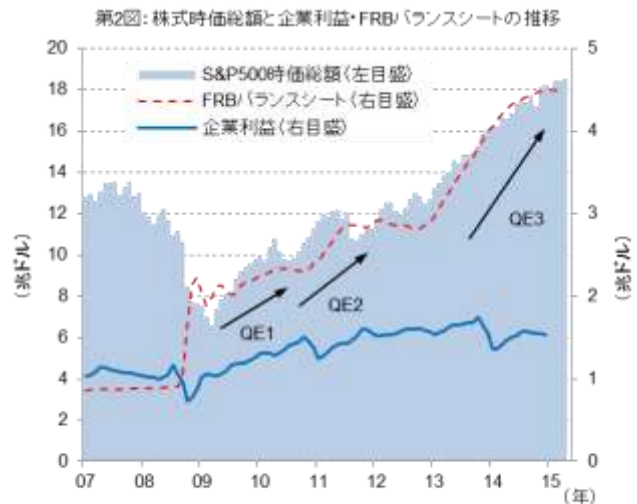
（資料）三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) QE の株価への波及経路

加えて、今回の金融緩和局面では非伝統的金融政策として資産買入策（QE）が実施されてきたため、株価（PER）に追加的な上昇圧力が加わった可能性が考えられる²。

QE に期待された政策効果の一つが、ポートフォリオ・リバランス効果である。ポートフォリオ・リバランス効果とは、国債やMBSを保有していた投資家が（それらをFRBへ売却し）別の資産を購入することを通じて資産価格全般に上昇圧力をかけること等を指す³。これは、株式投資に対するリスクプレミアムを低下させることと言える。

FRB の保有資産額（バランスシート）は、金融危機以降の3回に亘る国債や住宅ローン担保証券（MBS）の買入により足元で4.5兆



（注）企業利益は国民所得生産勘定・税引後ベース（四半期データを月次補完）。（資料）FRB、米国商務省統計、Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

¹ バーナンキ前FRB議長の前FRB理事時代の講演「Monetary Policy and the Stock Market: Some Empirical Results」（2003年）を参考に作成。

² 今回の金融緩和局面において、利下げ開始は2007年9月、実質ゼロ金利開始は2008年12月、QE1導入は2009年3月。

³ 「資産価格全般の上昇」には、債券価格上昇と金利低下を含む。

ドル程度と、金融危機以前の1兆ドル弱から大幅に拡大してきた（第2図）。

FRBのバランスシートと株式時価総額の推移を比較すると、増加してきたタイミングは類似しており、ポートフォリオ・リバランス効果等を通じQEが株価上昇に少なからず寄与してきたと考えられる。

3. 企業利益とPERの状況

次に「企業利益」と「PER」夫々の状況を確認していく。

(1) 企業利益の状況

企業利益は今景気回復局面を通じ堅調に増加してきたが、このところやや伸び悩んでいる。国民所得生産勘定ベースの企業利益は直近2014年10-12月期に2.14兆ドル（年率換算）となっており、金融危機時のボトム（2008年10-12月期：1.02兆ドル）からほぼ2倍の水準にある（第3図）⁴。

なお、株価に対してより直接的な影響力を持つS&P500株価指数ベースの1株当たり予想EPS⁵をみても、「基準の相違」や「自社株買いによる押し上げ」等があるものの、国民所得生産勘定ベースの企業利益の推移と大きくは変わらない。企業利益について、国民所得生産勘定ベースで議論しても大きな問題はなさそうだ。

(2) PERの状況

次にPERの状況を確認する。足元のS&P500のPERは17倍程度となっている⁶。PERは2012年頃より過去3年強に亘り上昇基調で推移してきた結果、長期平均（1990年以降の平均、ITバブル期の97年～00年を除く：14.0倍）を上回り高めになりつつある（第4図）。

また、イェール大学のロバート・シラー教授による循環調整PER（CAPE）をみると⁷、足元では27倍程度となっている。通常のPERと同様、長期平均（1990年以降の平均、ITバ



(資料) 米国商務省統計、Datastreamより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(注) S&P500ベース、月次データ。長期平均はITバブル期97年～00年を除く。
(資料) Datastream、シラー教授HPより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

⁴ 参考までに米国の名目GDPをみると、直近1-3月期は17.7兆ドル（年率換算）であり、2009年4-6月期の金融危機後のボトム（14.3兆ドル）からは24%程度拡大した状態。

⁵ 12ヵ月先の予想EPS。本稿では実績EPSも同様の推移と想定して議論を進めている。

⁶ 本稿でのPERは、12ヵ月先の予想EPSに対応する予想PER。

⁷ 消費者物価を用いて実質化した利益の、過去10年間の平均値を使用。

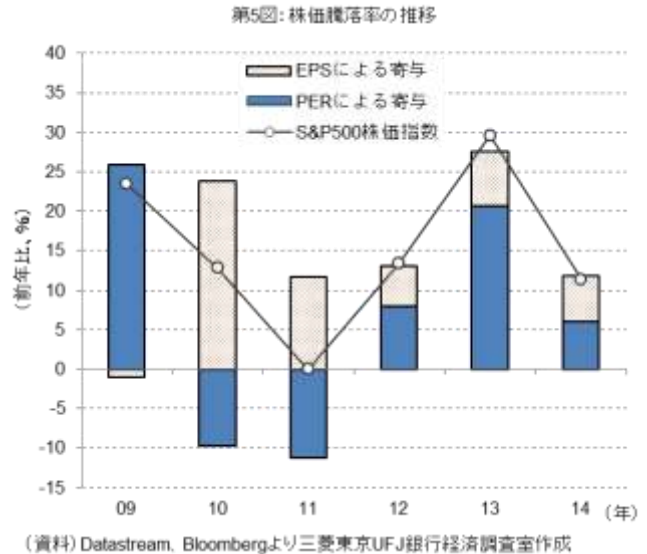
ブル期の97年～00年を除く：23.0倍）等との比較では高めの水準にある。

なお、仮にPERの長期平均への回帰を想定すれば株価は18%程度下落し、循環調整PERの長期平均への回帰を想定すれば株価は15%程度下落する計算になる。

(3) 株価騰落への寄与

このような企業利益とPERのこれまでの変化を、株価騰落率（年間）への寄与で確認する（第5図）⁸。金融危機以降の株価上昇には、企業利益拡大とPER拡大が共に寄与してきたが、2012年以降の株価上昇においてはPERの寄与が6割程度と大きい。

以下では今後想定される利上げ（金融出口戦略）による株価への下押し圧力を検討するが、PERを規定する3要因（“将来の企業利益”・“将来の実質金利”・“株式投資に対するリスクプレミアム”）の変化を直接的に観察することはできないため、各々を取り巻く情勢を直近3回の利上げ局面と比較する。

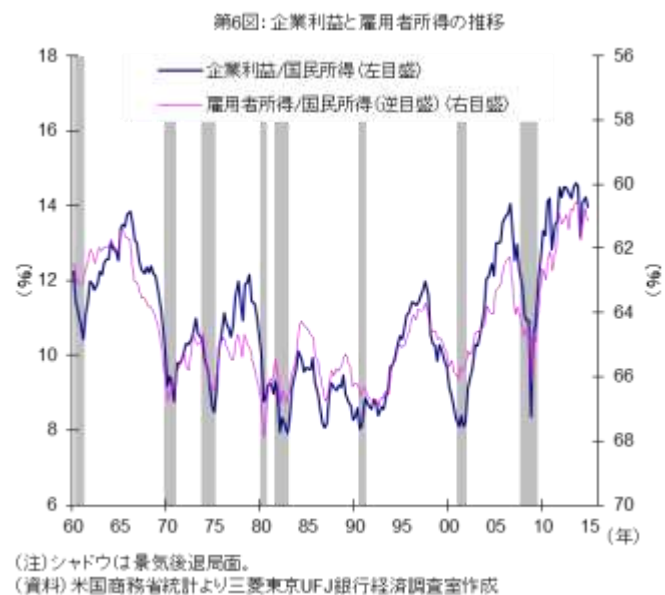


4. 今後の利上げによる株価への下押し圧力

まず株価の動向を振り返ると、直近3回の利上げ局面では何れにおいても、PERが低下したもののその影響以上に企業利益が増加した形となり、結果として株価は上昇している（第2表）。

企業利益を取り巻く情勢を比較すると、今回の局面は「債務残高の名目GDP比⁹」が幾分高めであること等から利上げによる直接的なマイナス影響（金利負担増等）を幾分受け易いとみられるほか、「企業利益の国民所得比」（2014年末：14.0%）が歴史的な高水準にある点が懸念される。

「企業利益の国民所得比」が高水準となっている大きな要因の一つは、低水準の労働分配率である。労働分配率（雇用者所得÷国民所得）は2014年10-12月期に61.1%（第6図）。1990年代以降の趨勢的な低下トレンドもあり、今次回復局面においては歴史的な低水準で推移してきた¹⁰。



⁸ S&P500 株価指数ベースで、通常使用される配当抜きの数値を使用。

⁹ 通常参照される国内非金融企業の債務残高は、過去に比べて幾分高い程度であるが、パートナーシップやリミテッド・ライアビリティ・カンパニー等の非企業を含む債務残高をみると増加が顕著となっている（第2表）。

¹⁰ 2014年5月30日付 Weekly「企業収益・投資はさほど懸念無し、焦点は家計への波及」等でも指摘の通り、労働分配率の低下傾向は、「1人当たり付加価値額（労働生産性）」の上昇率に比べ、「1人当たり賃金」の上昇率が低かったためである。

今後の労働分配率は、進展してきた労働市場の需給環境改善等を踏まえれば、緩やかな上昇が見込まれよう。即ち「企業利益の国民所得比」についても一段の上昇には至らず、今後の企業利益は経済成長率以上の拡大ペースが難しい状況とみられる。利上げを契機に足元の企業利益が直ぐに大きく悪化するわけではないものの、PERに内包されている企業利益の拡大期待は弱まり易いと言えよう。

このような今回の企業利益を取り巻く情勢や低水準の長期金利・実質短期金利、QEの存在等は、利上げ・出口戦略実施後のPERの低下要因となり得る一方、利上げペースが緩やかに止まるとみられる点はPERの低下を抑制する要因となろう¹¹。予想に反し利上げペースが緩やかとならなければ、PERが直近3回の利上げ局面以上に低下し、少なくとも20%程度の株価の下押し圧力となる可能性もある。

第2表：今後の利上げによる株価への下押し圧力の考察（直近3回の利上げ局面との情勢比較）

			直近3回の利上げ局面			今回（足元）	今回の評価			
			1994年2月～	1999年6月～	2004年6月～					
利上げ局面の状況	利上げ開始前の政策金利	%	3.00	4.75	1.00	0.00-0.25	/			
	利上げ局面を通じた利上げ幅	%ポイント	3.00	1.75	4.25	-				
	利上げ期間	ヵ月	13	12	25	-				
利上げ局面での 株価・EPS・PERの変化	利上げ局面での株価の変化率 (S&P500株価指数)	利上げ開始の前月末から 終了月末、%	+1.2	+9.1	+13.3	-				
	利上げ局面でのEPSの変化率 (S&P500株価指数)	利上げ開始の前月末から 終了月末、%	+19.7	+11.9	+37.3	-				
	利上げ局面でのPERの変化幅 (S&P500株価指数)	利上げ開始の前月末から 終了月末、倍	-2.2	-1.0	-3.1	-				
PERの動向	PER	利上げ開始の前月末、 倍	14.5	23.9	17.1	16.8			△	高め
	循環調整PER	利上げ開始の前月末、 倍	21.4	42.6	25.9	27.1			△	高め
(利上げによる株価への 下押し圧力を規定し得る) PER を取り巻く情勢	将来の企業利益を取り巻く 情勢	全般	先行きの米国の実質GDP成長率	向こう3年の平均、今回はIMF見通し、%	3.67	2.28			2.60	2.69
			企業利益の国民所得比	利上げ開始の前年末、%	9.7	9.8	11.2	14.0	×	過去の利上げ時より高水準で低下余地が大
			企業利益に占める海外部門の割合	利上げ開始の前年平均、%	-	-	15.7	18.9	△	海外部門は米国内よりも低調となる可能性も
	利上げの影響	純金利支払い等の粗付加価値比	国内非金融企業、利上げ開始の前年末、%	3.2	3.0	2.8	3.3	△	過去の利上げ時と概ね同程度	
			債務残高の名目GDP比 (国内非金融ビジネス)	利上げ開始の前年末、%	54.1	58.2	60.5	67.6	×	債務残高はやや多めで金利上昇時の影響がやや大きくなる可能性
			(うち国内非金融企業)	利上げ開始の前年末、%	38.3	41.8	41.0	42.8		
	将来の実質金利を取り巻く情勢	利上げベース（の見通し）	%/月	0.23	0.15	0.17	緩やか	○	連続的とはならず直近3回よりも緩やかな見込み	
		利上げ開始時の10年物国債利回り	利上げ開始の前月末、%	5.64	5.62	4.65	2.03	×	足元の水準低く、上昇余地・リスク大	
		株式投資に対するリスクプレミアムを取り巻く情勢	足元の実質短期金利（リスクプレミアムへの低下圧力）	利上げ前の政策金利－前年のCPI上昇率	0.03	3.20	-1.30	-1.49	×	実質金利低くリスクプレミアムへの低下圧力大
		QE実施有無（リスクプレミアムへの低下圧力）		QE無し	QE無し	QE無し	QE有り	×	大規模QEでリスクプレミアムへの低下圧力大	

(資料) 各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

¹¹ 労働市場の緩みが依然残存し、インフレ加速の懸念もさほど小さくなく、国際的な影響等も懸念されるなか、今後の金融出口戦略・利上げは緩やかなペースに止まるとみられる。

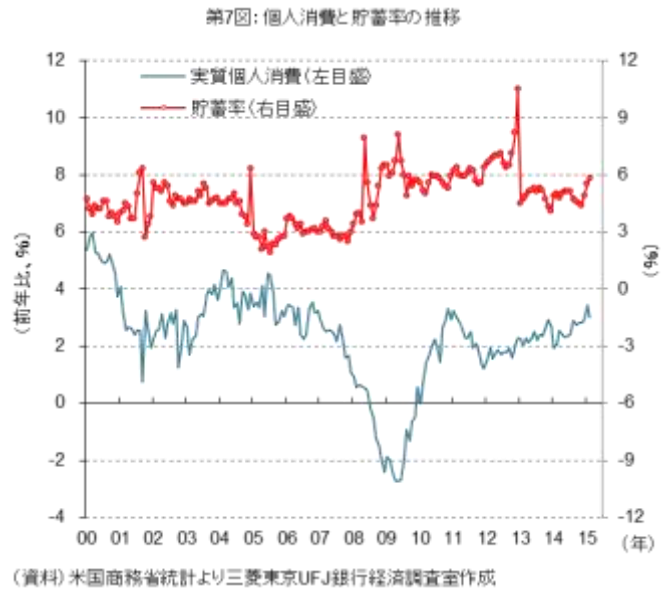
5. これまでの株価上昇の実体経済（個人消費）への影響

(1) 株価上昇と個人消費

次にこれまでの株価上昇の実体経済への影響をみていく。本稿では、株価上昇が実体経済にプラスに働く最大の経路である「家計の資産価値増加→個人消費の押し上げ」、所謂資産効果に焦点をあてる¹²。

今次回復局面を振り返ると、株価が大きく上昇してきたものの、個人消費の上昇率が呼応して加速してきた様子は窺われない。貯蓄率が金融危機以前に比べれば高めで推移するなか、実質個人消費も雇用情勢の改善に合わせ前年比で3%に満たない緩やかなペースの拡大が続いてきた（第7図）。

以下でみる通り、今次回復局面において、株価上昇は短期的な個人消費押し上げというよりは、住宅バブル崩壊・金融危機後の家計のバランスシート修復の観点で、極めて大きな役割を果たしてきた。

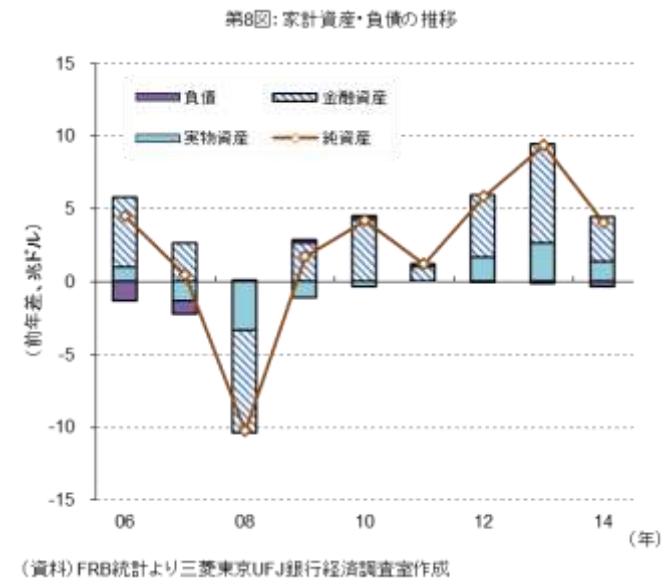


(2) 株価上昇と家計資産

直近2014年10-12月期の家計部門の純資産（資産-負債）は82.9兆ドルとなり、金融危機前のピーク水準（2007年4-6月期：67.9兆ドル）を15兆ドル程度上回った状態にある。

家計の純資産について、前回ボトム（2009年1-3月期：55.0兆ドル）から直近までの増加額28.0兆ドルの内訳をみると、実物資産（不動産・耐久財）が+5.1兆ドル、金融資産が+22.9兆ドル、負債が0.0兆ドルとなっている。金融資産増加による寄与が圧倒的に大きい（第8図）。

さらにこの金融資産増加の背景を、比較が可能な2008年末から2013年末への5年間の変化で確認する。当該期間において金融資産は18.9兆ドル増加したが、うち時価変動分が13.3兆ドル、新規取得分は4.7兆ドルとなっている。つまり金融資産増加の約7割は時価変動によるもので、主に株価上昇と考えられる。



¹² 企業についても、株価上昇が資本コスト低下をもたらすことで、投資増加に繋がる。配当を抑制可能なことや、エクイティファイナンス等によって調達可能額が高まるため。

6. 「利上げ→株価下落」による実体経済（個人消費）への下押し圧力

今後の利上げに伴い“仮に”株価が大きく下落した場合の個人消費への下押し圧力を、直近3回の利上げ局面と取り巻く情勢の比較を通じ検討する（第3表）。

今回は「名目GDPに占める個人消費の割合」が高めである点や「家計保有金融資産の名目GDP比」が高めである点、「家計負債の名目GDP比」が高めである点等が、実体経済・個人消費への下押し圧力を直近3回の利上げ局面よりはやや強める要因として指摘できる。

一方、下押し圧力を弱める要因は「消費に占める基礎的な支出（医療費や教育費）割合」が高まっていること等に止まっている。直近3回の利上げ局面との比較では下押し圧力が限界的にはやや大きくなる可能性がありそうだ。

第3表：「利上げ→株価下落」による実体経済への下押し圧力の考察（直近3回の利上げ局面との情勢比較）

			直近3回の利上げ局面			今回	今回の評価
			1994年2月～	1999年6月～	2004年6月～		
（株価下落による下押し圧力を規定し得る） 個人消費を取り巻く情勢	名目GDPに占める個人消費の割合	利上げ開始の前年、%	65.0	64.9	67.5	68.5	× 消費の経済全体への影響力が拡大
	家計保有金融資産の名目GDP比	利上げ開始の前年平均、%	277.3	323.5	300.6	383.8	× 株価の影響を受け易い
	家計負債の名目GDP比	利上げ開始の前年平均、%	61.7	66.1	81.8	80.3	× バランスシート調整が進展も、過去よりは高め
	消費に占める基礎的な支出の割合	前年、%	46.6	46.2	47.0	50.3	○ 基礎的な支出割合が高く、消費は幾分安定的
	消費者センチメント（カンファレンスボード調査）	利上げ開始の前年平均、指数	65.9	131.7	79.8	86.9	△ 平均的

（注）『基礎的な支出』は、「ガソリン等」、「住宅・ユーティリティ」、「医療費」、「金融サービス・保険」、「通信費」、「教育費」の合計とした。

『今回』部分は2014年のデータが未発表のため2013年の数値。

（資料）各種資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

おわりに

金融出口戦略の経済への影響にかかわる注目点は多岐に渡る。これまでの長期に亘る低金利、QEによる流動性供給（圧力）は、ハイイールド社債やバンクローン、モーゲージREIT債、サブプライム住宅ローンといった比較的ハイリスクの金融商品残高を拡大させてきた。次回の「金融出口戦略について」ではこれらの状況を整理し、実体経済への影響を検討していきたい。

（栗原 浩史）



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、宜しくお願い申し上げます。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.