

金融経済 ニュースの着眼点

株式会社大和総研
金融調査部主任研究員

長内 智



第1回 世界株式市場の行方を左右するFRBの金融政策

世界株式市場は、全体的に見ると強気と弱気が交錯する不安定な状態が続いています。また、海外リスクがくすぶり続けており、先行き不透明感がなかなか払拭できません。こうした不安定さが残るマーケットを展望する上で、非常に重要な鍵を握るのがFRB（米国連邦準備制度理事会）の金融政策の動向です。そこで、今回は、FRBの金融政策を巡る主要な論点について、日本の金融市場への影響を踏まえながら考えていきます。

① 不安定さの残る世界株式市場 —— ～FRBのタカ派路線が引き金

世界株式市場は、2018年末の株価急落を受けて大きく動揺した後、少しずつ落ち着きを取り戻してきました。しかし、全体的に見ると強気と弱気が交錯する不安定な状態が続いています。この背景にあるのは、FRBの金融政策の不確実性、米中貿易摩擦、合意なき英国のEU離脱（ハードブレグジット）、予測困難なトランプ大統領の政策運営、世界経済の減速といったリスク要因に対する警戒感です。こうしたマーケットの先行きを展望する上で、とりわけ2018年末の株価急落の引き金となったFRBの金融政策の動向をしっかりと見極めることが、非常に重要な課題となっています。

そこで、FRBの金融政策の動向を振り返りつつ、世界株式市場が2018年末に大きく動揺した経緯について確認しておきましょう。近年、FRBは、国内の雇用市場の改善や堅調な経済成長を背景に、金融引き締め政策を進めています。具体的には、2015年12月から政策金利を段階的に引き上げており、2018年10月から保有する国債の売却を通じた資産規模（バランスシート）の縮小を開始しました。

中央銀行による金融引き締め政策は、景気の過熱感や行き過ぎたインフレを抑えるために行われるものです。主な波及経路としては、FRB

の利上げや国債売却を受けて、市場金利および貸出金利が上昇すると、企業や個人が資金を借りにくくなるため、投資をはじめとする経済活動にブレーキがかかり、景気過熱感が抑制される、という経路が挙げられます。

また、株価に対しては、基本的に下落要因です。しかし、金融引き締め政策を実施していても、先行きの持続的な経済成長シナリオが堅持される場合には、株価の上昇基調が継続する傾向も見られます。実際、2018年早秋の米国株式市場を振り返ってみると、当時はFRBの金融引き締め政策が続けられる中でも、米国経済の堅調な成長および企業収益の拡大が今後も続くという見方が追い風となり、主要株価指数は史上最高値を更新しました。

しかし、その後、2018年末にかけて、米中貿易摩擦や新興国の経済減速の影響が危惧され始め、市場参加者の間で、FRBが金融引き締めペースを落とさないと米国景気が本当に悪化してしまうという警戒感が広がっていきます。こうした市場の声があるにもかかわらず、FRBのパウエル議長は、利上げとバランスシートの縮小をこれまで通り粛々と進めるという趣旨の発言を繰り返しました。このように金融引き締めに向き、いわゆる「タカ派」色の強い金融政策スタンスが株式市場で嫌気され、株価急落を招く大きな要因になったのです。



日本の金融市場への影響 ～為替と株価はどう動く？

それでは、FRBの金融政策が日本の金融市場に及ぼす影響については、どのように考えればよいのでしょうか。この問題について特に押さえておきたいポイントは、(1) 為替レート、(2) 株価、への影響です。

FRBが金融引き締め政策として利上げを実施するケースについて考えてみましょう。この場合、基本的には、米国の金利上昇によって米国と日本の金利差が拡大する結果、より金利の高い通貨（ドル）が買われ、円安ドル高が進行します。この局面において、ドル建ての金融商品を保有している日本の投資家は、為替差益を得ることができます。

しかし、FRBの金融引き締め政策によって金融市場が動揺し、投資家がリスク回避の動きを強める「リスクオフ」の様相が強まると状況は一変します。リスクオフの局面では、国際的に安全な通貨とみなされている円が買われ、円高ドル安が進行する傾向にあります。例えば、FRBは2018年12月に利上げを行いました、為替市場では円高が進行しました。この要因の一つが、リスクオフによる円買い圧力です。

また、日本の金融市場では、円安と株高が揃って進行するという傾向が見られ、FRBの金融引き締め政策を受けて円安が進行する場合、株価指数は上昇する傾向にあります【図表】。これは、円安によって製造業を中心に連結ベースの企業収益が改善するとの思惑が広がり、株を買う動きが強まるためです。さらに、機関投資家の高速アルゴリズム取引（コンピュータプログラムを駆使した自動取引）において、「円売り（円買い）」と「株買い（株売り）」という組み合わせの高速売買が行われている影響も指摘されています。

他方、FRBが金融引き締めスタンスを和らげる場合や、金融緩和政策へと転じる場合につい

【図表】ドル円レートと日経平均株価



出所：日本経済新聞社、Bloombergの資料を基に大和総研作成

ては、どうでしょうか。基本的には、金融引き締め政策の場合と反対方向の動きとなり、ドル円レートは円高方向で推移し、それに伴い株価指数は下落する傾向にあります。

ただし、FRBの金融緩和的なスタンスが、金融市場および実体経済の先行き見通しを改善させ、企業収益が拡大するという見方を強めることになれば状況はまた変わります。この場合、米国株式市場で株高が進み、それにつれて日本の株価も上昇する傾向にあります。

以上のことから分かるように、FRBの金融政策が日本の金融市場に及ぼす影響の出方については、政策の変更そのものだけでは判断できません。それが、金融・経済、企業収益に対する市場の見通しを修正させるか否か、という点をしっかりと見極めることが重要になるのです。



FRBの金融政策の行方

～ハト派姿勢による円高リスク

今後のFRBの金融政策については、金融引き締めに対して慎重なスタンスをとる、いわゆる「ハト派」色の強い状況が続くという見方が大勢となっています。これは、2018年末に市場からタカ派的とみられていたFRBが、2019年に入ってから金融政策の運営スタンスを、金融引き締めに幾分慎重なハト派寄りに大きく転向し

ためです。

具体的には、2019年1月30日、米国で金融政策を審議・決定する会合であるFOMC（米国連邦公開市場委員会）の声明文において、当面利上げを見送る可能性が示唆されました。また、同時に公表された別の声明では、バランスシートの縮小に関して、経済・金融の動向を踏まえながら柔軟に対応する方針が示されました。これらは、いずれも金融引き締めペースを鈍化させるものであり、市場ではハト派色の強い内容だと受け止められました。

FOMC後に行われたパウエルFRB議長の記者会見においても、総じてハト派的なメッセージが出されたことを受けて、米国債の利回りは低下し、それに伴い、ドル円レートは円高ドル安が進行しました。また、米国景気の先行きに対する懸念が緩和し、当日の米国株は上昇しました。その後も、FRBのハト派的な金融政策スタンスが米国株式市場の下支え要因となっています。

FRBのハト派姿勢が続くことになれば、為替市場では円安ドル高が進みにくくなります。そして、金融緩和スタンスが一層強まると、日米の金利差が縮小するとの思惑から円高圧力が生じます。また、トランプ大統領が、2020年の米大統領選挙を見据えて、製造業の国際競争力にとって逆風となるドル高を強くけん制する可

能性についても注意が必要です。こうした米国の金融政策と政治面の要因によって、為替レートが円高方向に大きく振れる場合、日本株については弱含む展開を想定しておく必要があるでしょう。

当然、FRBがタカ派路線に回帰するケースも完全には否定できません。なぜなら、景気や物価に過熱感が出てきた場合、FRBは、①雇用の最大化、②物価の安定、というデュアルマンド（二大責務）を達成するために、金融引き締め政策を実施することになるためです。FRBの金融政策スタンスの変化を見極めるためには、米国の経済指標の結果を適切に読み解くことが非常に重要となります。

市場参加者が重視する経済指標は、雇用統計、物価統計、GDP統計など複数ありますが、その中で最も注目を浴びているのが雇用統計です。この統計は、基本的に毎月第1週の金曜日の朝（米国時間）に公表されます。また、経済指標の「世界の王様」と呼ばれることもある米国の雇用統計の結果を受けて、世界株式市場が動揺することも少なくありません。

世界株式市場を展望する上で、FRBの金融政策の動向から目を離せない状況が続きます。そして、市場参加者は、今後も米国経済指標の結果や、FRBのハト派・タカ派スタンスに一喜一憂することになると想定されます。



おさない さとし 2006年早稲田大学経済学研究科博士課程単位取得退学、大和総研入社（金融資本市場担当）。2008～10年大和証券に出向（海外市場担当）、2010年大和総研に帰任（新興国、日本経済担当）。2012～14年内閣府参事官補佐として経済財政白書、月例経済報告などを担当。2014年大和総研に帰任（日本経済担当）、2018年より現職（金融資本市場担当）。執筆書籍：『この1冊でわかる 世界経済の新常識2019』日経BP社、2018年、共著。『日経プレミアシリーズ：トランプ政権で日本経済はこうなる』日本経済新聞出版社、2016年、共著。『リーダーになったら知っておきたい 経済の読み方』KADOKAWA、2015年、共著。