

米量的緩和「実際縮小」で株安の通過儀礼

日米欧での過去実績、中長期では買い場にも

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/12/3 (金)

米 FRB は 11 月 15 日から量的緩和の縮小（テーパリング）を開始しているが、すでに織り込みは進む一方、米株 NY ダウは 11 月 8 日を高値に調整下落が続いており、目先は実際の緩和縮小を受けた「通過儀礼」的な株安持続が注視される。過去の日米欧の中銀による量的緩和の縮小や終了でも、事前に織り込みは進む中で短期的な株安が観測されてきた。一方で中銀による緩和縮小判断は裏表で景気回復や金融安定化などへの先行き自信の高まりがあり、中長期スパンでは株式といったリスク資産の買い場となりやすい。

米 11 月 15 日から緩和縮小、その後 NY ダウ反落

「米マイクロソフトのサティア・ナデラ最高経営責任者（CEO）が 11 月後半にかけて、保有する自社株の約半分を売却していた。米証券取引委員会（SEC）に提出された有価証券報告書で明らかになった。今回の株式売却は 1 回の売却としては、ナデラ氏にとって過去最大のものとなる」――。

米ウォールストリート・ジャーナル紙は 11 月 30 日、このように指摘した。米国株市場ではマイクロソフトを始めとした IT ハイテク株の高値警戒感のほか、コロナ新変異株オミクロン懸念、パウエル米 FRB 議長によるインフレ高止まり警戒と量的緩和終了の前倒し発言などが重なる形で、同日以降の株安を助長させる材料となっている。

もっともマイクロソフト幹部による自社株売りについては、来年から協議本格化の可能性があるキャピタルゲイン（投資収益）など証券税制の見直しと富裕層中心の証券増税リスクに備えて、今年中の益出しに動いた可能性も取り沙汰されている。過去実績からすると、税金対策売りが一巡したあとには、一定の値ごろ感を持って買い直しも想定されている。

米株 NY ダウについては 11 月 30 日以降のみならず、11 月 8 日を直近高値として調整下落が続いている。根深い供給制約やインフレと物価の上昇懸念、FRB の緩和見直し加速警戒、コロナ問題といった複合要因のほか、年末を前にした各種投資家による決算対応や税金対策といった季節要因が影響している。

さらに 11 月 30 日には米議会予算局（CBO）が、「議会による債務上限の引き上げがなければ、連邦政府の資金が 12 月半ば以降に底を突く恐れがある」と警告を発した。12 月上旬から中旬にかけて、万一、議会協議が緊迫化するリスクも米株安の要因として無視できない。

もっとも米株下落の要因としては、FRB による量的緩和縮小（テーパリング）の「実際始動」を受け

た通過儀礼的な側面もある。FRB は 11 月 2-3 日の FOMC で緩和縮小を決定し、11 月 15 日から実際の縮小を開始してきた。

すでに織り込みは進んできたものの、過去の日米欧の中銀による量的緩和の縮小や終了でも、事前に織り込みは進む中で短期的な株安が観測されている。一方で中銀による緩和縮小判断は、裏表で景気回復や金融安定化などへの先行き自信の高まりを踏まえたものだ。結果、短期的には株安の洗礼があっても、中長期スパンでは株式などリスク資産の買い場となりやすい。

例えば日銀では過去に 2001 年から 2006 年にかけて、最初の量的緩和が実施された。当時は 2004 年 1 月で残高目標の引き上げが一服となり、様子見の高止まりを経て、2006 年 3 月に緩和解除となっている。

日米欧での緩和縮小や終了、短期株安も長期株高

当時の日経平均株価は前月比の騰落率（月間安値÷前月の月間高値）で、複合材料はあったものの、緩和強化が一服となったあとの 2004 年 5 月に前月比 -14.0% といった株安があった。緩和解除となった 2006 年 3 月の直後でも、2006 年 5 月に -12.1%、2006 年 6 月に -19.2% といった大幅株安が観測されている。

しかし、あくまで結果論ながら、当時は日銀の緩和見直し判断と裏表の内外景気回復や金融システム修復などもあり、大幅株安は 1-2 カ月で収束。同期間を挟んだ 2004 年から 2007 年にかけては、こうした短期株安局面が「買い場」となる形で、日経平均は長期の下限切り上がりトレンドが長期持続している。

米 FRB は過去に 2008 年から 2014 年にかけて量的緩和を実施した。当時は 2013 年 12 月 FOMC で、「2014 年 1 月からの購入額縮小の開始」を決めている。NY ダウの前月比騰落率は、開始翌月の 2014 年 2 月に -7.4% の株安進展となった。しかし、2014 年の NY ダウは、その 2 月の安値で年間の安値を形成。年末にかけて上昇トレンドに移行している。複合材料があったとはいえ、緩和縮小開始直後の株安が「年間ベースでの買い場」となっていた。

続いて FRB は 2014 年 10 月で量的緩和（当時は第 3 弾の QE3）終了を決めた。NY ダウは同月に -8.6% という短期株安に見舞われている。しかし、同月の安値が買い場となる形で、NY ダウは翌 2015 年 5 月まで長期上昇トレンドが維持延命されている。

その他、欧州では過去に 2015 年から 2018 年にか

けて、ECB が量的緩和を実施した。当時の ECB は 2018 年 6 月に、同年 12 月での量的緩和終了を決めている。当時のドイツ株 DAX は同年 6 月に -8.3%、10-12 月に -11% から -12% という大幅株安があり、複合要因もあって混乱が大きくなった。それでも量的緩和が実際の終了となった 2018 年 12 月で、DAX は大底を形成。実際の緩和終了時が「買い場」となる形で、2020 年 2 月まで約 14 カ月間の株高トレンドへと移行している。

なお、中銀の量的緩和策による株式市場などリスク資産への影響に関しては、日銀が 2016 年 9 月に「量的・質的金融緩和」導入（2013 年 4 月）以降の経済・物価動向と政策効果について、総括的な検証を行っている。

その中では「金融環境の面では、貸出の緩やかな増加と金利の低下、株価の上昇、為替の減価（円安

方向の動き）がみられている」、「株価や為替相場などの資産価格が、経済・物価の動きを反映し、あるいは先取りする形で形成されることを通じて金融環境が改善し、経済・物価面にも好影響を与える」、「投資家がリスク性資産への選好を高める（ポートフォリオ・リバランス効果）」、「結果、リスク性資産の価格に対するプラスの影響のほか、貸出の増加などが期待される」——といった見解が示されていた。

実際に昨春のコロナ危機以降は、日米欧など各国の中銀による量的緩和強化を受けて、良くも悪くも株式などのリスク資産は大きく上昇している。その分だけ、今後はそうした政策効果の段階的な剥落と、量的緩和バブルの過熱調整、経済成長の巡航速度化に即した資産価格の適正水準の模索といった「正常化回帰への生みの苦しみ」的な試練相場も注視される。



