

低金利時代は終わっていない

武者リサーチ 代表 **武者 陵司**



武者 陵司氏

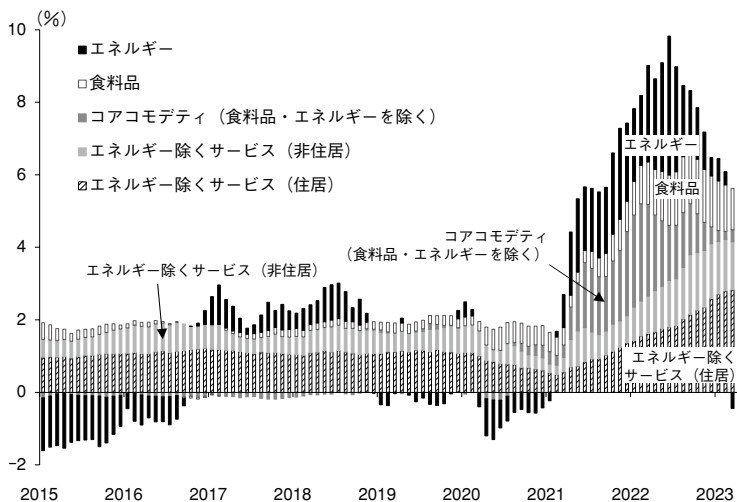
50年ぶりのインフレ、40年ぶりの急速な利上げ・引き締め、バブル化した資産価格の下落、等により、デスインフレ、金利低下の時代は終わったとする見解が台頭していた。ここ一年の金融市場の焦点は、レジームは変わったのかの見極めであった。武者リサーチは注意深くこの点を追跡してきたが、結論が出つつある。レジームは変わっていない、やはり低金利の時代は終わってはいないのである。世界的低金利再来の下では、日銀の政策転換は大きくずれ込もう。みすみす円高を招来しかねない金融政策転換は、政権も世論も容認しないだろう。

ここ1年間で以下の諸点はほぼ確かになった。

- ① インフレは一過性、2年もすれば元に戻る
- ② 低金利趨勢も変わらない。インフレが定着しないように、との予防的金融引き締めの役割はほぼ終わった、過去40年間で最大の長短金利逆ザヤの弊害は深刻化する
- ③ 低金利時代が終わらないとすれば、資産価格はバブルではない
- ④ 新産業革命は続いている

インフレ・高金利時代到来との想定に基づく投資ポジションは、早急に是正されるべきである。

(図表1) 米国物価上昇率 (CPI) 項目別寄与度推移



(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

(1) インフレは一過性、元に戻る

一次的インフレ要因は完全解消

一過性の資源価格上昇、サプライチェーン混乱のインフレが、FRBの迅速な対応により、定着することはなかった。あと1年でインフレ率は顕著に低下するだろう。図表1は米国CPIの項目別寄与度推移であるが、1年前のインフレの主因である、エネルギー要因とサプライチェーン混乱要因（食品・エネルギーを除くコモデティ）は完全になくなった。今の上昇の中心は食料品と賃金上昇を主因とするコアサービス価格および住居費だが、これも1年かけて大きく鈍化していくだろう。食料品価格上昇は原料・エネルギーコスト上昇が原因であるが、それは既に過去のものである。

タイトな労働需給の下で賃金上昇鈍化、賃金上昇の主因は供給制約であった

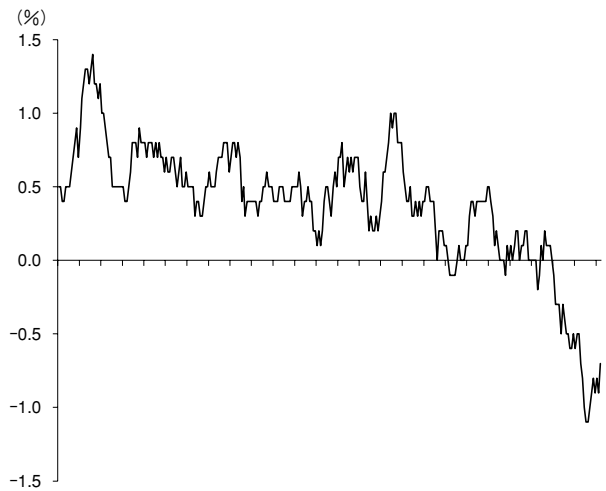
また賃金上昇率は、平均時給がピークアウトしている（図表2）。なぜ労働需給の悪化と失業率上昇が起きていないのに賃金インフレが鈍化したかだが、①賃金は生活コストの投影的要素があり、昨年までのインフレが自動的に投影された、②サプライチェーン混乱の一環としてトラック運転手や接客業の人手不足が顕在化したのがそれが解消されつつある、③高賃金セクター金融、情報産業などでAIによる労働代替が起き、賃金下落圧力が起きていること、などが考えられる（図表3）。今後の引き締めの効果、銀行危機による融資厳格化などにより、労働需給は緩和していこう。賃金上昇圧力の顕著な低下が想定さ

(図表 2) 米国平均時給推移



(出所) 米労働省、武者リサーチ

(図表 3) 米国賃金上昇率格差 (大卒一高卒未満)



(出所) FED Atlanta、武者リサーチ

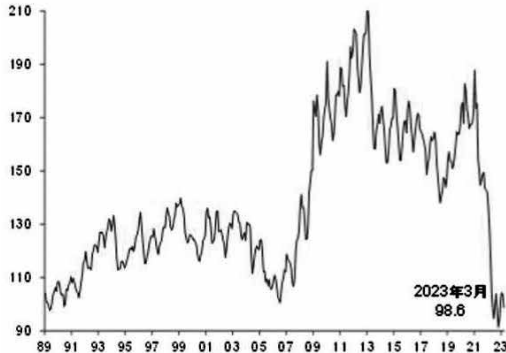
れる。

現在最大の物価上昇の56%の寄与を占めている住宅コスト（エネルギーを除くサービス（住居）も、利上げにより住宅価格が大きく低下しており、1年後には半減以下になるだろう。ただ米国住宅は基本的に供給不足で、空室率は大きく低下している。金融引き締め

(図表4) 米国住宅事情

住宅価格下落に転ず、家賃も追随へ

米国住宅買い易さ指数



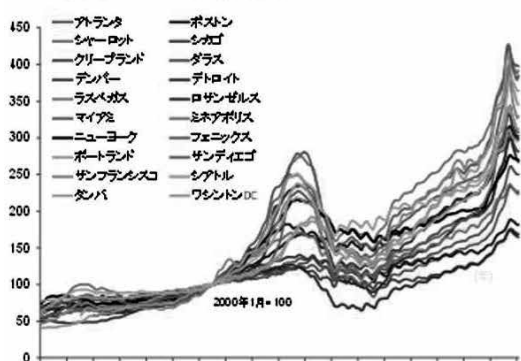
(出所) 全米不動産協会 (NAR)、武者リサーチ

米国住宅ローン金利



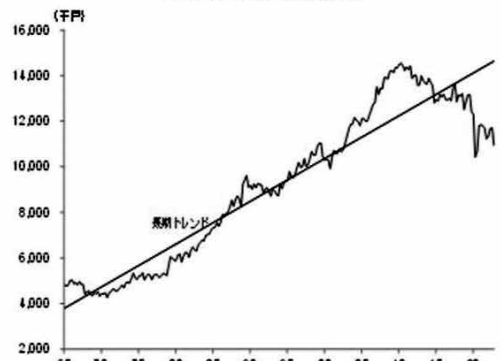
(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

都市別住宅価格指数(Case-Shiller Index)



(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

米国住宅空家推移



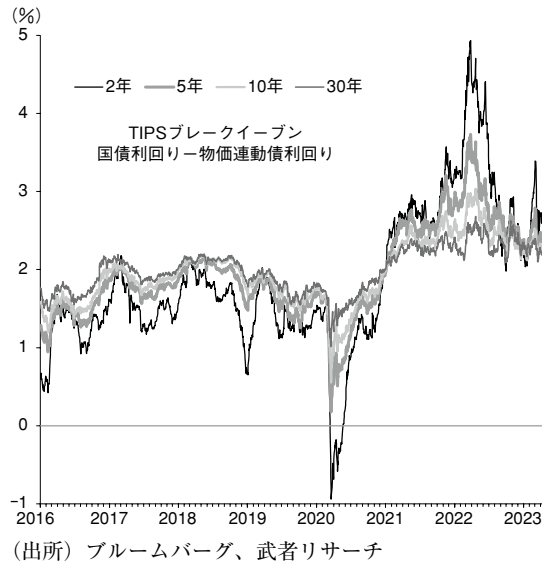
(出所) 米センサス局、ブルームバーグ、武者リサーチ

により新規住宅建設が抑制され続ければ、逆に住宅不足と価格上昇を加速しかねない、というジレンマがある (図表4)。この点からも米国利上げはインフレ抑制に有効ではないものと結論付けられよう。

金融市場で織り込み済みの2%台へのインフレ回帰

以上の物価沈静化は既に金融市場には織り込まれている。物価連動債利回りから逆算される期待インフレ率は、2年後1.9%、5年後2.1%、10年後2.2%とほぼコロナパンデミック前の水準に低下している (図表5)。執拗に物価警戒シグナルにこだわり続けるFRBと金融市場の温度差が議論されるが、FRBは本来一過性であるインフレが、根付かないようにとの予防的引き締めを行っているのであり、現在は実体以上にインフレリスクを強調

(図表5) 金融市場が織り込む米国期待インフレ率 (物価連動債から逆算)



するバイアスを強く持っている。いずれかの時点で姿勢を急転回させるだろう。

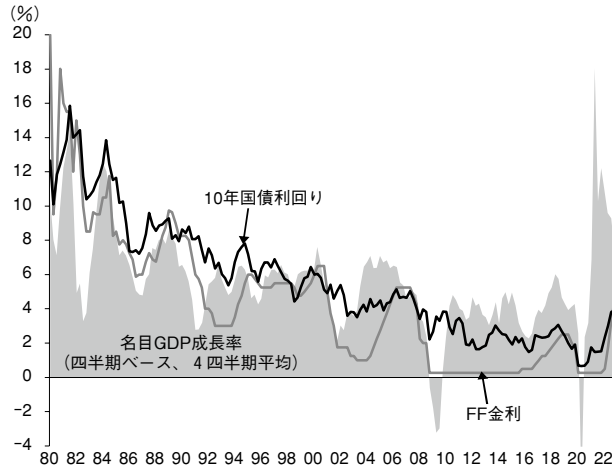
(2) 低金利時代終わらず、利上げで高止まりしている実質金利低下へ グリーンスパンの謎、再現

グローバルに潤沢な投資資金が依然存在している。5.25%まで短期金利が引き上げられたのに、米国10年債利回りは3.3~3.8%前後で低迷している。これは名目経済成長率7.1% (2023年第1四半期) の半分であり依然として緩和的水準にあるとも言える (図表6)。金融引き締め効果を金余りがしり抜けにさせているとも言えるのだ。歴史的な利上げにもかかわらず、潤沢な投資資金が健在であることは、多くの人々にとって全くの想定外であった。まさに2005年にグリーンスパン元FRB議長が謎といった事態がより強化されて再現されている (図表7)。

金利の下落余地大

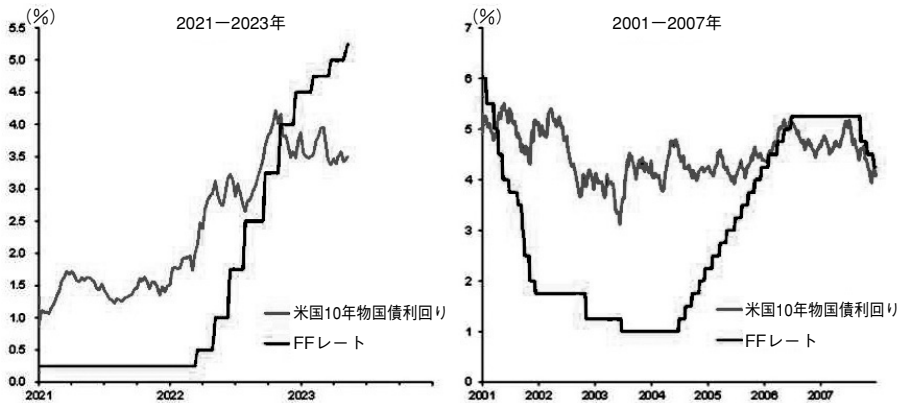
とはいえインフレが一過性とすれば、長期金利はそれを織り込んでいない。TIPS (物価連動債) に基づく現在の実質金利は1.5%前後であり、2010年代以降最高水準にある (図表8)。この高水準は、FRBによる短期金利の引き上げに強く引っ張られていると見られる。FRBの政策転換がはっきりすれば、実質金利は顕著に低下していく可能性が大きく、それはリスク資産投資の誘因になるだろう。

(図表6) 米国名目GDP成長率と長短金利の推移



(出所) 米商務省、ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表7) より増幅されたグリーンスパンの謎



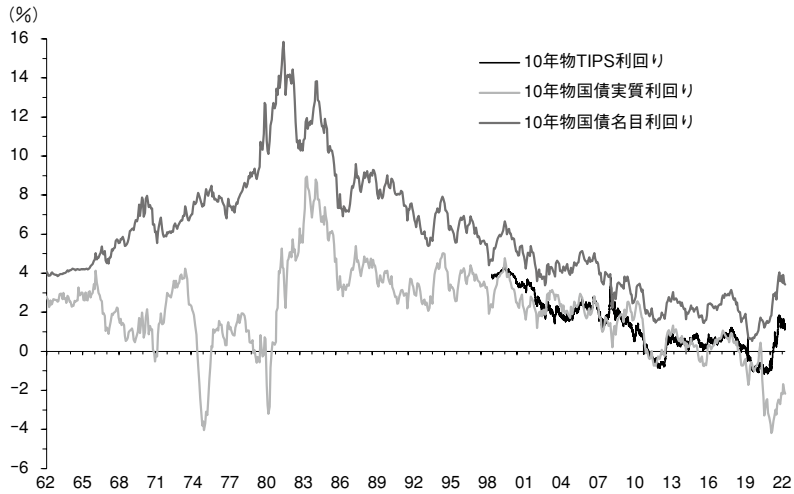
(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

背景にある恒常的資金余剰

40年ぶりの急激な金融引き締めにもかかわらず潤沢な流動性が変わっていないとすれば、その原因は何なのか。それは新産業革命による企業部門の高収益と過剰貯蓄、が主因と考えるほかないのではないか。耐久財受注が軟調であり先行きの景気不安による投資抑制も理由には違いないが、それだけでは、この潤沢な流動性は説明できない。

50年前のアメリカのリーディングカンパニーはGMやGEであるが、これら企業は儲かる

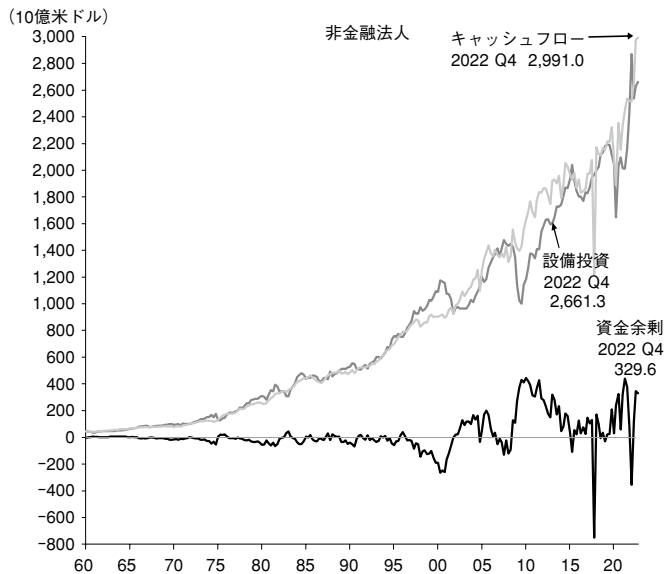
(図表 8) 高止まりするTIPS (実質金利)



(注) 実質長期利回り = 10年債利回り - Core CPI前年比伸び率

(出所) FED、ブルームバーグ、武者リサーチ

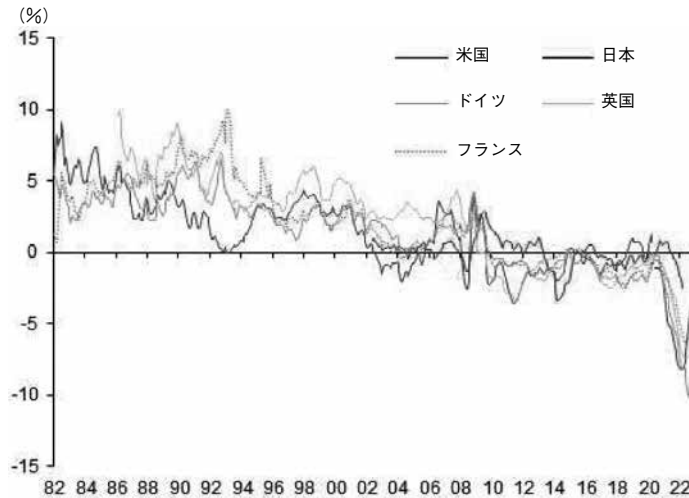
(図表 9) 米国企業部門の資金余剰＝強力なキャッシュ創出力



(注) 資金余剰はキャッシュフローから設備投資を差し引いた額

(出所) 米国連邦準備制度 (FRB)、武者リサーチ

(図表10) 主要国実質短期金利 (IMF)



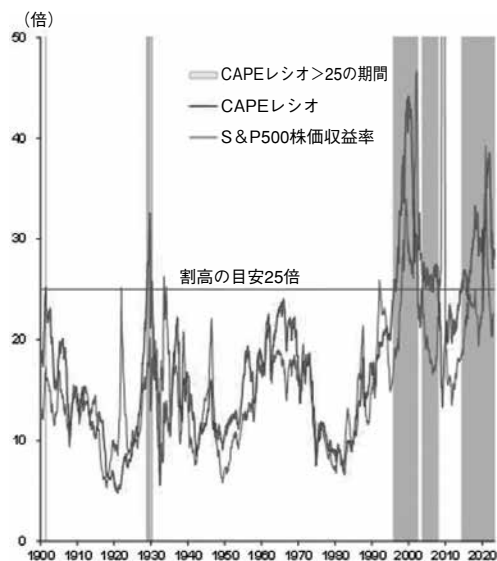
(注) 3か月物銀行間金利と実現インフレ率(3か月後のCPIより測定)の平均との差。

(出所) IMF WEO 2023 Apr.、武者リサーチ

と工場を拡張し雇用を増加させ、次の経済拡大循環を引き起こしてきた。しかし、今のリーディングカンパニーであるアップルやグーグルは、儲かっても設備投資もしないし雇用もさほど増やさない。膨大な企業利益が需要創造と経済の拡大循環に結び付かないのである。その結果、企業の余剰は金融市場に滞留し、著しい低金利を引き起こしている。もっとも企業は余剰を抱えこんでいる訳ではなく、自社株買い、配当とM&Aなどの形で金融市場に環流させている。ここに日本との違いがある。

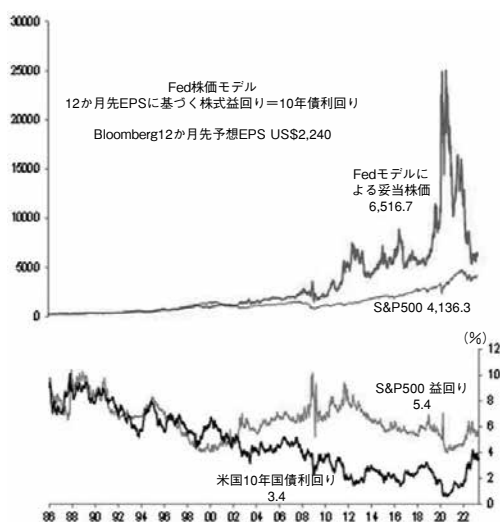
図表9によって米国企業部門(非金融)の資金余剰(=フリーキャッシュフロー)を見ると、2000年頃を境に恒常的赤字から恒常的黒字に転換したことが明瞭である。それと同時に米国長期金利は恒常的に名目経済成長率を下回るようになっており、両者の強い相関がうかがわれる。この企業の超過利潤と貯蓄余剰による低金利の趨勢は、今回のインフレと金融引き締めがあっても変わっていない、と結論付けてもいいのではないか。IMFも直近の世界経済見通し(2023年4月第二章)において、長期的に実質金利(≒自然利子率)を引き下げてきた諸要因は変わっていないので、インフレが抑制されれば、先進国の中央銀行は金融緩和を行い、実質金利はパンデミック前の水準に戻る、つまり最近の実質金利の上昇は一時的なものである、と結論付けている。とはいえIMFは実質金利長期低下趨勢は全要素生産性の低下によると想定しているが、それはハイテク革命によるデフレーター低下を過小評価していると思われ、筆者は疑問である。

(図表11) CAPEレシオ推移



(出所) ONLINE DATAROBERT SHILLER、武者リサーチ

(図表12) 米国株フェアバリュー



(注) 数値は2023年5月5日時点

(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

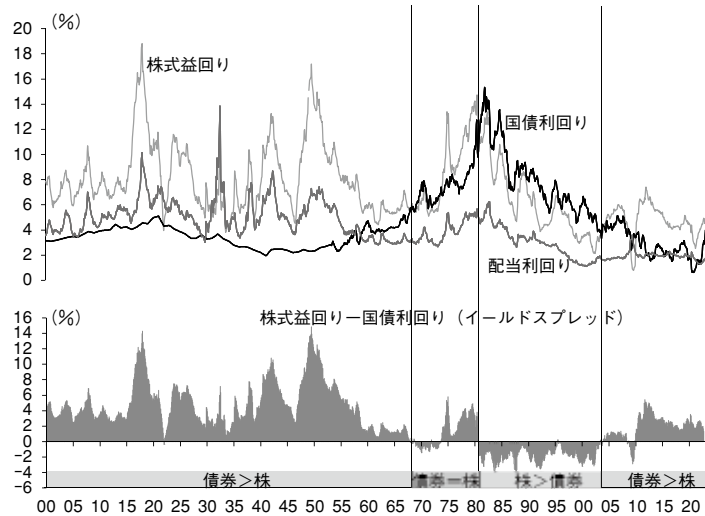
(3) 資産バブルのガス抜きは終わっている

バブル的資産価格は既に調整された、株価の出直り顕著

去年は、コロナ禍の下での極端な金融緩和が不動産や高級ブランド品、株式などの投機を引き起こしてきたとの批判が高まった。そうした観測に基づき、金融引き締めが広範なバブル崩壊をもたらすとの警報が多く、多くの専門家から発せられた。しかし、潤沢な流動性は変わらず、世界的にハイテクと奢侈品や観光など高額消費の需要が依然旺盛である。株価がバブルとの評価があるが、低金利時代が終わっていないとすれば、国債利回りとの比較から見ると、株価は決してバブルとは言えない。

図表11は米国株式バブル論者が依拠するシラー教授によるCAPEレシオ（インフレ調整後の10年移動平均利益に対する株価倍率）である。シラー教授がかつて述べた「25倍を超える水準は持続可能ではなく、必ず下落している」が金科玉条視されている。4月末現在、同レシオは28.9倍なのでバブルだと断定されがちである。しかし、CAPEレシオが大恐慌時以降で初めて25倍を超えた1996年2月以降今日までの315か月のうち、25倍を下回ったのはITバブル崩壊後とリーマンショック後の合計104か月だけであり、全体の67%が25倍を上回っている。「バブルが常態化」しているわけである。株式が金融資産であり、金融資産の価値を計る物差しが長期金利（10年国債利回り）であるとすれば、金利低下が妥当

(図表13) 米国イールドスプレッドの長期推移



(出所) Robert Shiller、武者リサーチ

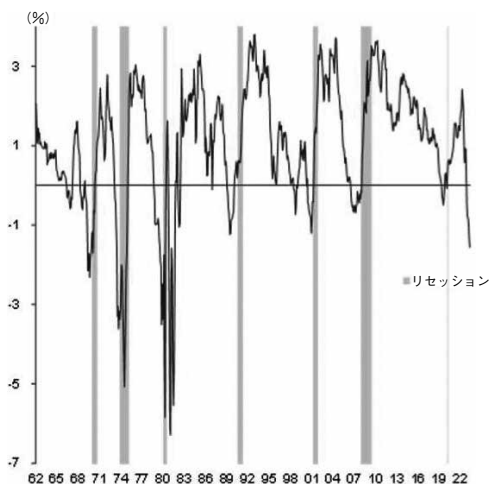
なPERを引き上げることは論をまたない。歴史的な事実、長期金利15%の時の益回りは15% (1980~1981年)であったのであり、長期金利が大きく低下した1995年以降、PERが上昇するのは当然、高PERが新常态とみるべきであろう。予想益回り (予想利益/株価) = 10年国債利回りという1980年から2000年頃まで続いた相関 (FEDモデル) を用いて計算される妥当株価は、10年債利回りを3.6%とすればS&P500指数で6,102ポイントとなり、現実の株価は3割強割安 (図表12)、という議論が成り立つのである。金利裁定を無視したバブル説は根拠薄弱であることを強調したい。このことは図表13による過去100年間のイールドスプレッド推移からもうかがわれる。

2020年のコロナパンデミック勃発以降、ロビンフッドなど個人向けネット証券を通じたスマホによる株式投機ブームが巻き起こり、仮想通貨やMEME (ミーム) 株などで投機色が強まった。またインターネットプラットフォームGAFAMのPERが40倍を超えるなど、過熱色が強まった。しかし2022年の株価急落の過程で、過熱色はほぼ一掃されたとみてよい。

(4) 今、有害無益化している金融引き締め、年後半急旋回も

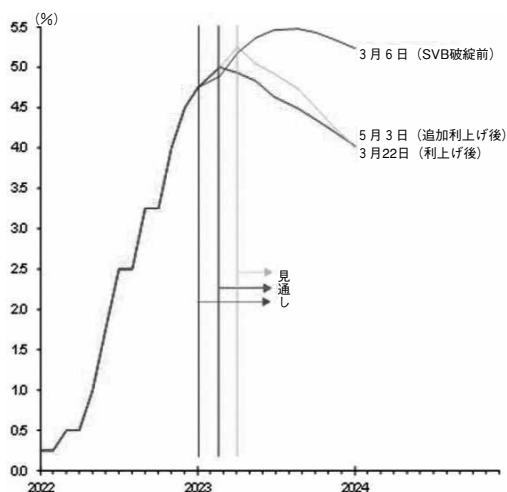
強烈な金融引き締めの副作用が銀行連鎖破綻で表面化した。過去40年間で最大の逆イールド (長短金利逆転) で銀行の預貸ビジネスモデルが成り立たなくなっている。以下3点

(図表14) 米国イールドカーブ推移
(10年債利回り－FFレート)



(出所) Federal Reserve、武者リサーチ

(図表15) 市場によるFFレート推移と見通し



(出所) FRB、ブルームバーグ、武者リサーチ

が原因として指摘される。

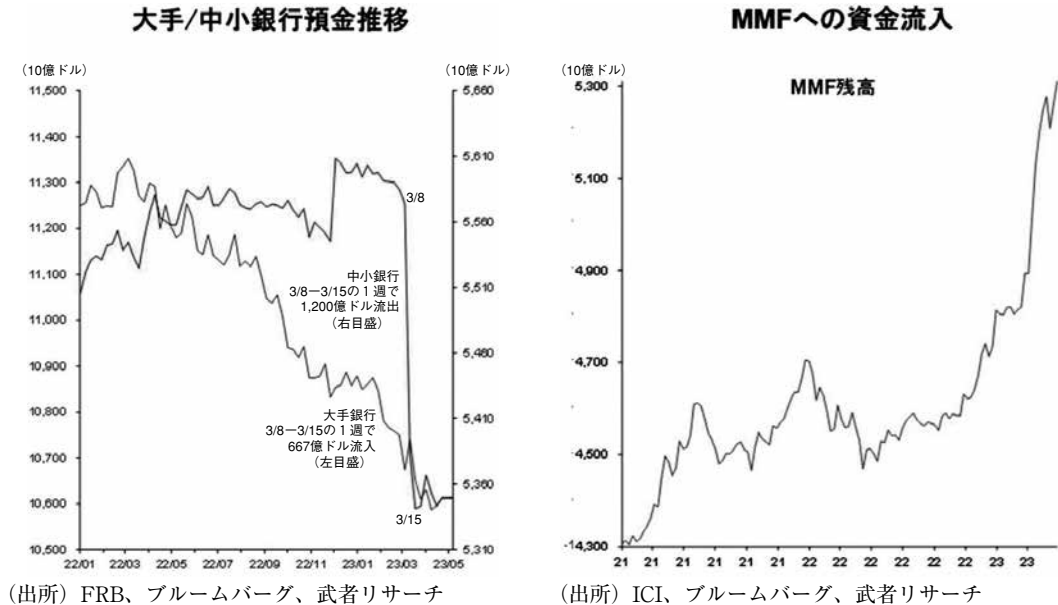
- ① 伝統的な商業銀行のビジネスモデルは、短期金利で預金を受け入れ、より金利の高い貸し出しや長期債券などで運用することで利ザヤを得るものであるが急激な利上げにより過去40年間で最大の逆ザヤになっている (図表14)
- ② 金利上昇が鈍い預金と高金利のMMFなど市場性商品との格差が顕著になり、スマホを通じた急激な預金流出 (デジタル・バンク・ラン) が起き銀行の資金ショートが顕在化 (図表16)
- ③ 貸付に変わって投資した債券で価格下落、値下がり損が発生

FRBによる預金の全額保護、FRBによる緊急融資「銀行タームファンディングプログラム」(BTFP)、JPMなど大手銀行の支援で小康状態にあるが、図表14に見る逆イールド状態が一年続けば深刻な金融危機、大不況を引き起こす可能性は高い。

インフレ抑制という観点からも利下げが望ましい。先に述べたように、賃上げを抑制するには総需要を抑制するよりは、サプライサイドの混乱を解消すること、イノベーションや投資によって生産性を高め供給力を増加させることが王道である。サプライサイド強化には利下げが望ましいことは明らかである。

また現在最大のインフレ要因である住宅コストに関しても、住宅不足が住宅価格・家賃上昇を引き起こしているわけだから、利下げにより住宅供給を増加させることが望ましい。

(図表16) 銀行預金の流出とMMFへの流入



以上見たように、利上げは有害無益になりつつある。FRBに選択の余地はないだろう。
(図表16)

(5) 新産業革命は新次元へ、揺らがぬアニマルスピリット

それにしてもなぜこれほどの金融引き締めにもかかわらず、流動性が潤沢で株価も経済も深刻な影響を受けていないのか、その理由はおそらく新産業革命の威力によるところが大きい。二つの事情が考えられる。第一は企業部門が生み出すキャッシュ創造力が甚大で、恒常的貯蓄余剰は揺らがぬこと、企業の資金余剰が常態化している。第二に技術進化に対する信頼が揺らぐず、投資家のアニマルスピリットが健在であることである。Chat-GPTなどAIの新しい技術が新次元のイノベーションを引き起こすことに対する自信は強い。NVIDIAの株価の躍進はそれを物語る。

ハイテク企業は巣ごもり需要の一巡、スマホ需要の一巡、過剰に積みあがった在庫調整などで調整場面にある。各社はリストラに乗り出している。しかし市場はこれらの調整は短期的循環的なものですぐ終わると考えているようである。

