

# MUFG Focus USA Weekly

## 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 (hikurihara@us.mufg.jp)  
Director and Chief U.S. Economist

### 急落した株価と米国経済の行方

#### 【要旨】

- ◇ 米国の株価は2月2日以降に大きく下落した。背景には、『緩和的な金融環境下で上昇し過ぎていた部分の調整』と『景気過熱への警戒』の2つが挙げられよう。
- ◇ 前者は、FRBが金融政策の正常化を進めるなかで、程度の差はあれ、少なからず予想された点ではある。後者は、今後の米国景気をみる上でのまさにポイントといえるが、「雇用統計における賃金上昇率の加速」と「向こう2年間の連邦歳出の大幅な引き上げ」等が、足元での市場の警戒を強めたとみられる。
- ◇ 『景気過熱への警戒』とは、具体的には、インフレが昂進してFRBが急速な利上げを迫られ、米国景気が後退することへの警戒である。その懸念が現実になるかどうかだが、引き続きリスクシナリオとの位置付けが良いのではないだろうか。理由として、①「労働参加率が低いため、賃金上昇とともに労働市場へ（再）参入する人が増え、賃金上昇ペースが緩やかに止まることが期待される」、②「物価に対して、グローバル化やIT化等からの構造的な下押し圧力がかかっていると考えられ、過去にみられたようなインフレ昂進は生じづらい」、③「設備稼働率は、インフレ昂進をもたらすほど高水準ではない」、④「歳出の引き上げは大幅だが、国防費や被災地支援の増額は、経済全般の過熱感には直結しづらい」等が挙げられる。
- ◇ なお、FRB高官は株価急落後に積極的に発言しており、緩やかに利上げを行う方針に変わりがないことを強調している。株式市場の懸念の一つが景気の過熱（によるインフレ昂進）であるとするれば、広く予想されていた次回3月会合での追加利上げを見送ることは、その懸念を一層強めてしまう可能性がある。株価の下落が今後も続き、景気に甚大な悪影響が想定される場合は別だが、そうでなければ、緩やかな利上げを継続することが、長い目でみた場合の安定的な景気拡大に寄与しよう。
- ◇ 予想に沿って景気が引き続き堅調に推移した場合でも、株価は、緩和的な金融環境を前提とした昨年までのような安定的な上昇基調に回帰することは難しいとみられ、当面は伸び悩む展開になるのではないだろうか。

## 株価は2月2日以降に大きく下落

上昇傾向が続いていた米国の株価だが、2月2日以降に大きく下落した（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2月9日時点で2,620ポイントとなっており、1月26日につけた最高値（2,873ポイント）から8.8%下落した状態にある。また、10年物国債利回りをみると、昨年末頃より上昇が続き、略4年ぶりの高水準となっていた（第2図）。

第1図：株価の推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第2図：10年物国債利回りの推移



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

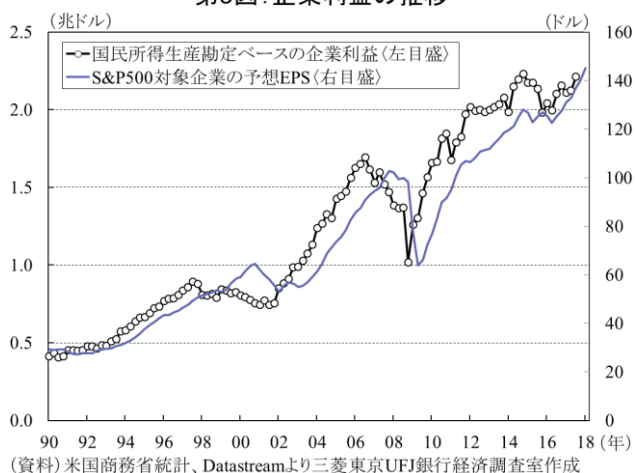
## 緩和的な金融環境下で上昇し過ぎていたことが、株価下落の一因

株価が急落した背景としては、先立って金利が上昇していたこと等を踏まえると、主に、『緩和的な金融環境下で上昇し過ぎていた部分の調整』と『景気過熱への警戒』の2つが挙げられよう。

前者は、FRBが金融政策の正常化を進めるなかで、程度の差はあれ、少なからず予想された点ではある。企業利益は拡大傾向にあるものの（第3図）、株価の上昇ペースはそれ以上に速かったため、株価収益率（PER）が大きく上昇していた（第4図）<sup>（注1）</sup>。

（注1）株価は、企業利益（一株当たり利益、EPS）に株価収益率（PER）を乗じた数値とみることができる。株価の規定要因の詳細については、2015年5月11日付 Weekly「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」をご参照されたい。

第3図：企業利益の推移



第4図：株価収益率(PER)の推移



### 景気過熱への警戒も、株価下落の一因

後者の『景気過熱への警戒』は、今後の米国景気をみる上でのまさにポイントといえるが、①「雇用統計における賃金上昇率の加速」、②「向こう2年間の連邦歳出の大幅な引き上げ」等が、足元での市場の警戒を強めたとみられる。

上記①について、2月2日に発表された1月雇用統計で、時間当たり賃金の上昇率が前年比+2.9%と2009年以来の水準まで高まった(第5図)。雇用統計の時間当たり賃金は振れが大きいことで知られているが、基調を把握する上でより適している雇用コスト指数をみても、少し前から上昇率が緩やかに高まっている(第6図)。

第5図：時間当たり賃金の推移



第6図：雇用コスト指数の推移



上記②について、議会の上院指導部は2月7日、2018会計年度(2017年10月～2018年9月)と2019会計年度の裁量的支出の引き上げを含む包括的な予算関連法案について、超党派で合意した(第1表)<sup>(注2)</sup>。その後、予算関連法案は両院で可決され、トランプ大統領の署

名を経て2月9日に成立している<sup>(注3)</sup>。向こう2年間の裁量的支出が、現行法比で3,000億ドルも増額されることになったが、昨年の予算教書の内容とも異なり、予想外の大幅な財政拡張と言える。

(注2) 「裁量的支出」は、歳出予算法を毎年制定し決定する支出。「義務的支出」は、支出の権限を与える法律が成立すれば、その後は自動的に認められる支出(公的年金や医療保険等)。米国の歳出は、約3分の1が裁量的支出、約3分の2が義務的支出で構成されている。

(注3) 上院での採決は、賛成が71、反対が28で、下院での採決は、賛成が240、反対が186であった。

第1表：超党派予算合意の概要

2018・2019会計年度の裁量的支出の拡大	<ul style="list-style-type: none"> <li>・現2018会計年度と2019会計年度の裁量的支出を、現行法で定められた金額に比べて、合計3,000億ドル程度増額(2018会計年度は、国防費が+800億ドル、非国防費が+630億ドル、2019会計年度は、国防費が+850億ドル、非国防費が+680億ドル)</li> <li>・具体的な支出内容については、法案が今後作成されるが、例えば、オピオイド危機への対処(60億ドル)、インフラ投資の拡大(200億ドル)、児童向け医療保険(CHIP)の追加予算(4年間分)、国立衛生研究所(NIH)の予算(向こう2年間で20億ドル)等</li> </ul>
ハリケーン被災地支援の拡大	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ハリケーン被災地への支援に900億ドルを追加支出</li> <li>・うち49億ドルは、プエルトリコとバージン諸島のメディケイドの上限引き上げ(2年間)に活用</li> </ul>
メディケアの構造改革を実施	-
連邦債務上限への対処	<ul style="list-style-type: none"> <li>・債務上限の適用を2019年3月1日まで停止</li> </ul>
暫定予算の延長	<ul style="list-style-type: none"> <li>・2月8日に期限を迎えた、現2018会計年度の暫定予算を3月23日まで延長(3月23日までに2018会計年度の支出の詳細を定めた法案を可決する)</li> </ul>

(資料)各種資料、報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 「景気過熱→急速な利上げ→景気後退」は、引き続きリスクシナリオとの位置付けが可能

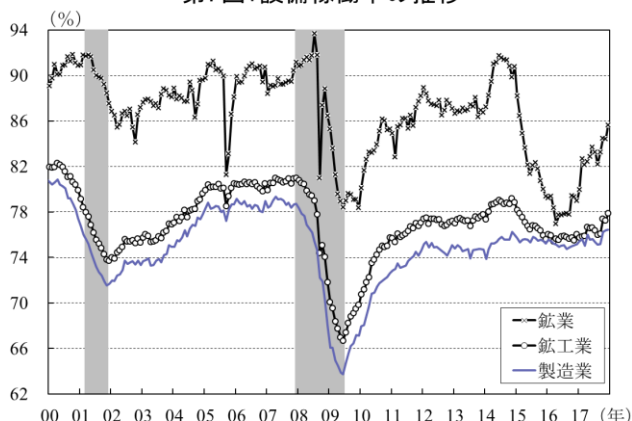
『景気過熱への警戒』とは、具体的には、インフレが昂進してFRBが急速な利上げを迫られ、米国景気が後退することへの警戒である。その懸念が現実になるかどうかだが、引き続きリスクシナリオとの位置付けが良いのではないだろうか。

理由として、①「労働参加率が低いため、賃金上昇とともに労働市場へ(再)参入する人が増え、賃金上昇ペースが緩やかに止まることが期待される」、②「物価に対して、グローバル化やIT化等からの構造的な下押し圧力がかかっていると考えられ、過去にみられたようなインフレ昂進は生じづらい」、③「設備稼働率は、インフレ昂進をもたらすほど高水準ではない(第7図)<sup>(注4)</sup>」、④「向こう2年間の歳出の引き上げは大幅だが、国防費や被災地支援の増額は、経済全般の過熱感には直結しづらい」、等が挙げられる。

①について、労働参加率(年平均)は2016年、2017年と小幅ながら2年続けて上昇している(第8図)。高齢化による労働参加率への下押し圧力は続いているものの、労働市場へ再参入する人等が増えている状況だ。

(注4) 設備稼働率はFRBが発表しているが、実体に比べて幾分低めなのではないか、との指摘もある。

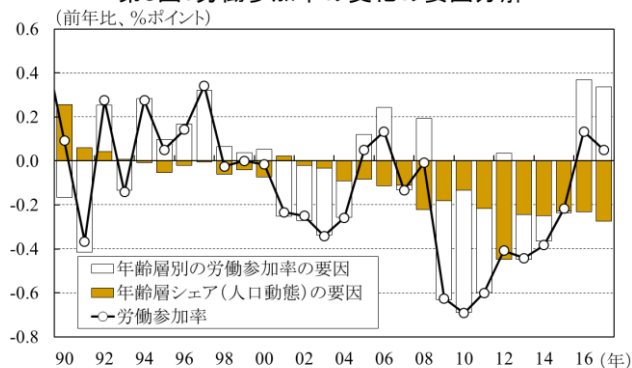
第7図: 設備稼働率の推移



(注) 網掛け部分は、景気後退局面。

(資料) FRB統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図: 労働参加率の変化の要因分解



(注) 1. 年間の平均値を使用。

2. 労働参加率の変化を、各年齢層別の労働参加率の変化による部分と、各年齢層のシェアの変化による部分に分けたもの。

(資料) 米国労働省統計より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

なお、株価下落の背景として、「財政悪化懸念による金利上昇」を重視する見方もある。大幅な株価下落を説明する材料としては力不足のようにも感じられるが、何れにしても、米国（議会）の財政規律が足元で変化しつつあるのかどうかは注視が必要だろう。

### FRB 高官は、株価急落後も緩やかに利上げを行う方針に変わりがないことを強調

FRB 高官は、株価急落後に積極的に発言しており、緩やかに利上げを行う方針に変わりがないことを強調している（第 2 表）。株式市場の懸念の一つが景気の過熱（によるインフレ昂進）であるとすれば、広く予想されていた次回 3 月会合での追加利上げを見送ることは、その懸念を一層強めてしまう可能性がある。

株価の下落が今後も続き、景気に甚大な悪影響が想定される場合は別だが、そうでなければ、緩やかな利上げを継続することが、長い目でみた場合の安定的な景気拡大に寄与しよう。なお、2 月 5 日に就任したパウエル新議長は 2 月下旬に議会証言を行う予定であり、当面の大きな注目点である。

第2表：株価急落後のFRB高官の主な発言

カシュカリ・ ミネアポリス連銀総裁	2月5日	<ul style="list-style-type: none"> <li>・1月雇用統計の賃金上昇率は一時的な可能性もあり、利上げペースを加速するのに十分とは言えない</li> <li>・賃金の上昇が続けば、利上げペースに影響する可能性がある</li> </ul>
ブラード・ セントルイス連銀総裁	2月6日	<ul style="list-style-type: none"> <li>・市場のインフレへの警戒感が、株価下落の一因</li> <li>・株価はこれまで大きく上昇してきたため、下落は驚きではない</li> <li>・力強い労働市場がインフレ率の十分な加速に繋がる可能性は低い</li> </ul>
ウィリアムズ・ サンフランシスコ連銀総裁	2月7日	<ul style="list-style-type: none"> <li>・金融市場の大幅な変動後も、米国経済の見方や、緩やかな利上げが望ましいとの考えに変わりはない</li> <li>・昨年12月のFOMCで示されたような、緩やかなペースでの利上げ方針を維持すべき</li> </ul>
エバンス・ シカゴ連銀総裁	2月7日	<ul style="list-style-type: none"> <li>・これまで株式市場の大幅な上昇を目にしており、多少の調整にすぎない</li> </ul>
ダッドリー・ NY連銀総裁	2月7日	<ul style="list-style-type: none"> <li>・現状程度の株価下落であれば、自身の経済見通しに変化はない</li> </ul>
	2月8日	<ul style="list-style-type: none"> <li>・今年3回の利上げは、引き続き非常に妥当な予測</li> <li>・最近の株価下落は、大騒ぎすることではない<small>(small potatoes)</small></li> <li>・株価下落がさらに長引かなければ、経済への影響は大したことではないだろう</li> </ul>
カプラン・ ダラス連銀総裁	2月8日	<ul style="list-style-type: none"> <li>・株式市場の調整とボラティリティの高まりを懸念していない</li> <li>・今年3回の利上げが、引き続きペースライン</li> </ul>
ハーカー・ フィラデルフィア連銀総裁	2月8日	<ul style="list-style-type: none"> <li>・株価急落後も、経済見通しに変化はない</li> <li>・賃金上昇率が急速に加速するとは考えていない</li> <li>・金融市場における若干のボラティリティの高まりは健全</li> </ul>
ジョージ・ カンザスシティ連銀総裁	2月8日	<ul style="list-style-type: none"> <li>・緩やかに利上げをし、現在の正常化路線を維持することが重要</li> <li>・昨年12月のFOMCで示された今年3回、来年3回の利上げ見通しはリーズナブルなペースライン</li> </ul>

(資料)FRB資料、Bloomberg、各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 株価は、昨年までのような安定的な上昇基調に回帰することは難しい見込み

予想に沿って景気が引き続き堅調に推移した場合でも、株価は、緩和的な金融環境を前提とした昨年までのような安定的な上昇基調に回帰することは難しいとみられ、当面は伸び悩む展開になるのではないだろうか。

(2018年2月9日 栗原 浩史 hikurihara@us.mufg.jp)

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、金融商品の販売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。また、当資料全文は、弊社ホームページでもご覧いただけます。

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.