

グリーンスパン議長の発言と米国株価

米連邦準備制度理事会（FRB）のグリーンスパン議長は、過去に、米国株価への警告を度々、発してきた。しかし、株価は警告を無視して上昇し、エコノミストやアナリストの多くが、議長発言に対し反証を示してきた。しかし、最近になり、「株式市場は非常に割高」を示す指標もでてきている。

グリーンスパン議長の発言

最初にグリーンスパン議長が株価について発言した 96 年 12 月の米国株価は、ダウ平均で、6,000 ドル台であったが、議長の度重なる「割高」発言を無視するかたちで、上昇してきた。米国の株価は、発言直後には若干反応しても、その後、発言によって大きく下落する場面はなかった。それどころか、時期によっては上昇したこともあり、議長発言に対する「株式市場の反応薄」がわかる。

[グリーンスパン議長の米国株価に対する主要な発言と、その時期の株価水準、及び株式市場の短期的な反応については、裏表紙の表を参照]

市場の反論

度重なるグリーンスパン議長の発言に対して、「ファンダメンタルズからみて、米国株価は、それほど割高ではない」と考えるアナリストも多くいた。株価の「割高」、「割安」は、その絶対的な水準（例えば平均株価が 10,000 ドル）で判断するのではなく、他の金融資産と比較して、相対的に決まるものであろう。

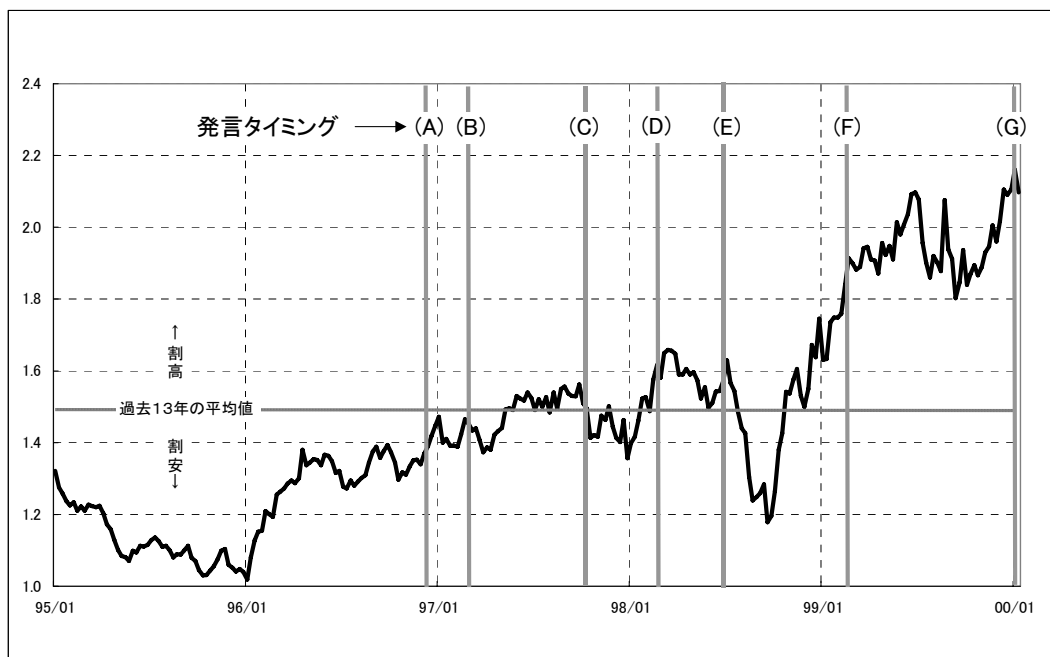
株価の相対的魅力度を図る指標の一つに、イールド・（ギャップ）・レシオという指標がある。イールド・レシオとは、長期債利回りを株式の益回りで割ったものである。株式の益回りは、1 株当たり利益（EPS）を、株価で割った数字で、PER（株価収益率）の逆数である。

$$\text{イールド・レシオ} = \text{長期債利回り} / \text{株式益回り} = \text{長期債利回り} \times \text{PER}$$

この指標は、長期債利回りと株式益回りを、比率にすることで、株式と債券の相対的な「割高」、「割安」を判断しようとするものである。イールド・レシオが小さいほど、株式が債券に比べて「割安」と判断される。このような手法は、TAA（戦術的・アセット・アロケーション）でも、相対的に魅力的な資産を発見するために使われている。

議長の発言時期と、イールド・レシオの水準をみると（図 1）、（A）から（E）の発言時期では、過去の平均的なレベルで、株価は、議長が懸念するほど「割高」ではなかった、と言えるだろう。株価は高値をつけていたが、長期金利が、80 年代後半より低下トレンドにあるため、金利と比較した株式の相対的魅力度は、過去と比べて、それほど変わらないものだったと分析できる。しかし、（F）と（G）は、明らかに過去の平均レベルを超えている。

図1 グリーンスパン議長の発言タイミングとイールド・レシオ（週次ベース）



議長の間意図は？

中央銀行の重要なポストにある者は、通常、株価や為替レートに対してコメントしない。では、グリーンズパン議長の意図はどこにあったのだろうか。

過度の株高は、「資産効果」を通じて、消費を拡大させ、さらに、実物資産のインフレに波及することで、健全な経済成長の妨げになりうる。そして、実物資産のインフレを理由に、株価（資産インフレ）が暴落した時には、政策金利に自由度がないため、金融政策の適切な発動が困難になるかもしれない。恐らく、このような事態の未然防止と、投資家へのリスク喚起が、何よりも議長の狙いであろう。

今の米国株価が、議長発言のように、本当に「バブル」かどうかは、将来になってみないと分からない。米国の株式市場を、80年代後半の日本市場と比較すると、「期待収益率の大幅な改善予想」、「過剰流動性」、「資産効果」などの面では、類似している。

しかし、「投資家層の違い」が、大きな相違点の一つである。日本の場合は、結局、金融機関や事業会社が、財テクに失敗し、バブルのつけを払ったが、米国の場合は、401 (K) プラン等を通じて、多くの個人投資家が株式市場に参加している。現在の株式市場が、議長警告の通り、「バブル」であるなら、自分の将来の年金を賭けて投資している個人には、どのような結末が待っているのだろうか。

最近、FRB が引き締め方向に金融政策を転換したため、米国の長期金利は、上昇気味である。一方、米国の株式市場は、「ニューエコノミー」、「デジタル通信革命」を囃して、高値水準にある。しかし、直近(G)のイールド・レシオは、グリーンズパン議長の警告通り、「割高」になっているのだが。

グリーンスパン FRB 議長の米国株価に対する主な発言と、短期的な株式市場の騰落率

タイミン グ	発言日	発言内容	ダウ平均	騰落率	S&P 5 0 0	騰落率
A	1996年12月5日	「根拠のない熱狂なのかどうか」（米株高について自問しながら）	6,437.10	1.7%	744.38	0.5%
B	1997年2月26日	「過度の楽観は反転の種をまき、こうした行き過ぎは、経済活動の下振れを増幅しうる」	6,983.18	-1.5%	805.68	-2.1%
C	1997年10月8日	「過去2年ほどの株価上昇が続くと期待するのは、非現実的だ」	8,095.06	-6.3%	973.84	-4.8%
D	1998年2月24日	「一部の投資家は、1年から1年半後に後悔するかもしれない」	8,370.10	5.3%	1,030.56	6.3%
E	1998年7月22日	「歴史的にみても、定期的に（株価の）調整が起きており、それが今後何度も起きるのは間違いない」	9,128.91	-6.5%	1,164.08	-7.1%
F	1999年2月25日	「米株価は過大評価の疑いを呼ぶには十分すぎるほど高い」	9,366.34	3.2%	1,245.02	1.9%
G	2000年1月14日	「これから10年後に振り返れば、バブルかもしれない」	11,723.00	NA	1,465.15	NA

(注) 各指数の騰落率は、発言日後1ヶ月間の騰落率を示す。
 タイミング(E)の、98年8月から10月にかけての下落は、ロシア危機によるものと判断される。

発行： ニッセイ基礎研究所

〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 日本生命日比谷ビル内

TEL： (03) 3597-8644 FAX： (03) 5512-7160

本誌記載のデータは各種の情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保証するものではありません。
 本誌内容について、将来見解を変更することもあります。本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。なお、ニッセイ基礎研究所の書面による同意なしに本誌を複写、引用、配布することを禁じます。