

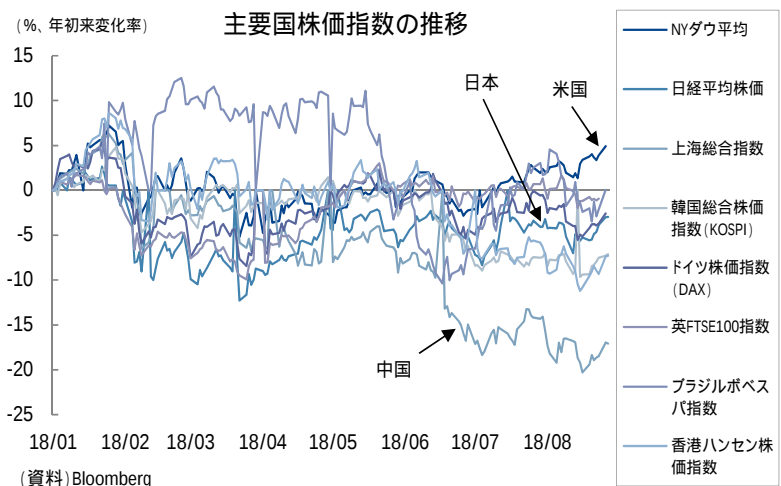
みずほマーケット・トピック(2018年8月29日)

## 米国株独り勝ちをどう読むか？～BIS ビューに基づく抑制へ～

年初来、主要国の株価指数は全般的に堅調だが、パフォーマンスを見る限り米国株の独り勝ちといった構図が鮮明。特に6月中旬以降は多くの国が横ばいとなる状況下、中国が脱落し米国が頭一つ抜き出ている。6月中旬と言えば、貿易戦争が一段とテーマ視されるようになった時期だ。米国株だけが続伸しているのだから「貿易戦争は米国経済を利する」という理解が支配的ということなのだろうか。それとも米国経済にもマイナスだが、依然としてカネ余りの市場環境の中、貿易戦争で最も生き残りそうな国として米国が消去法で選択されているという理解なのだろうか。元より米国経済の地力が相対的に強い状態から貿易戦争を仕掛けていたのだから後者の理解が近いかもしれない。しかし、先のジャクソンホール講演などでも示唆されたように、パウエル FRB 議長は資産価格の騰勢に着目し利上げを継続させる意思があるようにも見える。「米国株の独り勝ち」は今後、FRBにとって抑制すべき対象として評価されることになりそう。

### ～米国株独り勝ち～

昨日の為替市場ではドルが買われる展開。米8月消費者信頼感指数が2000年以来の高水準をつけたことで米金利が上昇、ドルも買われた格好だが、ここまで強気に傾いた状況にむしろ不安を抱くのは筆者だけではあるまい。なお、こうした米国の力強さは経済指標に限ったことではなく、株価にも際立って現れている。年初来、主要国株価指数は全般的に堅調という印象が強いが、そのパフォーマンスを見る限り米国株の



独り勝ちといった構図が鮮明である。図示されるように5月末までの5か月間について言えば、米国を含め主要国は団子状態にあった。しかし、6月中旬以降は多くの国が横ばいとなる状況下、中国が脱落し米国が頭一つ抜き出ている。元々、米国経済が最も地力があると考えられていたのだから、それが露呈しただけなのかもしれない。だが、6月中旬と言えば知的財産権侵害を理由として米国が中国輸入500億ドルに対して25%の制裁関税をアナウンスしたタイミングでもある。

過去の本欄<sup>1</sup>でも議論したように、為替市場でもこの6月中旬は重要な節目になっており、それまで堅調だった経常黒字国通貨(例えば韓国ウォンやタイバーツや台湾ドルなど)が崩れ始めたタイ

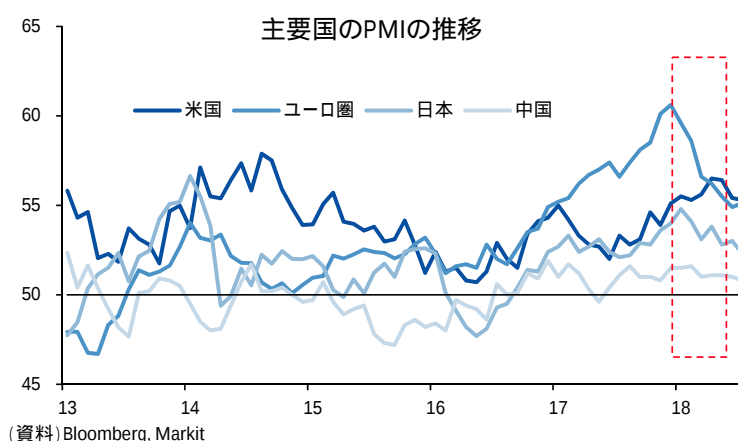
<sup>1</sup> 本欄 2018年8月6日号『ソフトデータが暗示する世界経済失速』をご参照下さい。

ミングでもあった。具体的には、6 月中旬以前は「米金利上昇に伴う新興国からの資本流出」がテーマであったのに対し、6 月中旬以後は「米保護主義の先鋭化に伴う経常黒字国への不安」もテーマとして重なったというのが筆者の解釈である（かかる状況下、現状はあまり新興国通貨投資に適切な環境ではないという印象が抱かれる）。

このような文脈を踏まえて米国株独り勝ちという現状から何を読むべきか。6 月中旬以後に米国株だけが続伸しているのだから「貿易戦争は米国経済を利する」という理解が支配的ということなのだろうか。それとも貿易戦争は当然、米国経済にもマイナスだが、依然としてカネ余りの市場環境の中、貿易戦争で最も生き残りそうな国として米国が消去法で選択されているという理解なのだろうか。元より米国経済の地力が相対的に強い状態から貿易戦争を仕掛けていたのだから後者の理解が近いかもしれない。しかし、貿易戦争が米国を含めた世界経済にとってネガティブであるという認識は議論の余地が無いものであり、例えば IMF は 7 月の分析で米国経済を▲0.8%押し下げ、世界経済についても▲0.5%押し下げるとの試算を示している。米国もいずれ無傷ではすまない。

### ～PMIの動きに似ている～

とすれば、現状見られている米国とそれ以外の国の株価指数の乖離は米国も失速する形で修正されてくると考えるのが論理的である。前頁図を見て筆者が思い出したのは世界各国の PMI 動向である。右図に示されるように、年初来の PMI は 4 月までは米国以外の国の景況感が悪化する中で米国だけが上昇していた（図中点線四角部分）。その後、米国も他国と同様に下落に転じ、現在に至っている（最新は 7 月分）。PMI が実体経済にいち早く先行するのだとすれば、これが株価、次にハードデータ（生産、所得、消費など）へと波及していく可能性はある。



同様に下落に転じ、現在に至っている（最新は 7 月分）。PMI が実体経済にいち早く先行するのだとすれば、これが株価、次にハードデータ（生産、所得、消費など）へと波及していく可能性はある。

いみじくも先週 24 日のジャクソンホール経済シンポジウムでパウエル FRB 議長は 1990 年代後半の「ニューエコノミー論」を例に、低インフレのまま高成長が続く可能性を指摘しており、かつてのグレートモデレーション（大いなる安定）を髣髴とさせる状況に言及している。この上で、パウエル議長は「過去 2 回の景気後退では、物価でなく金融市場に過熱感があった」と述べ、そのような安定（具体的には資産価格上昇・物価安定）に安住したことが危機を招いたという認識を示している。だからこそ株価や不動産などの騰勢が続くことは FRB が利上げを続ける理由になるし、実際に講演ではその旨が示唆されている。PMI が既に下落に転じている中で利上げを続けることが、「米国株の独り勝ち」という状況をどのように変えていくのか。パウエル議長講演を踏まえれば、資産価格の騰勢を抑制することが利上げの目的であり、やはり株価は軟化するように思われる。

### ～危うい BIS ビュー～

こうした政策運営はいわゆる「バブルになる前に予防的な引き締めが必要」という BIS ビューに基

づいているが、これは「バブルの傷はバブルで癒す(破裂後に緩和で対応する)」という FED ビューに対峙する思想として知られる。講演を見る限り、パウエル体制は前者に傾斜しているようだが、BIS ビューは「今がバブルである」という現状評価が正確にできるという前提がある。それは中銀の全能感を前提にした運営であり、実情とはやはり乖離がある。BIS ビューは常にオーバーキルと背中合わせであり、制御不能なインフレ懸念が大きい限り、慎重な運用が求められるだろう。もっとも、そうした為政者の恣意性によるミスを排除するためにデュアルマンドートが存在するはずである。現状では雇用最大化がほぼ実現されている中で、インフレ指標が落ち着いているのだから、やはり利上げには慎重であるべきというのが素直な理解ではないだろうか。

いずれにせよ、パウエル議長率いる FRB がグリーンスパン時代の運営を教訓として持ち出している以上、「米国株の独り勝ち」は今後、抑制すべき対象として評価されることになりそうである。かかる状況下、前頁図に見るような一国だけ突出した状況は米国株の下落を通じて修正される可能性がやはり高いように思われる。

国際為替部  
チーフマーケット・エコノミスト  
唐鎌大輔(TEL: 03-3242-7065)  
[daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp](mailto:daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です  
<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) [http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ\\_backnumber.html](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

| 発行年月日      | 過去6か月のタイトル                                      |
|------------|-------------------------------------------------|
| 2018年8月28日 | メインシナリオへのリスク点検～高まる欧州政治リスク～                      |
| 2018年8月27日 | ECB総裁が欧州委員長か～メルケル独首相の憂心～                        |
| 2018年8月24日 | 週末版                                             |
| 2018年8月20日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年7月分)                     |
| 2018年8月17日 | 週末版(2018年上半期の対米資本フローの整理～色褪せる「カネ余り」、「ゴルドイロックス」～) |
| 2018年8月15日 | イタリア国債利回りの急騰～もう1つの潜在的危機～                        |
| 2018年8月14日 | 第二次資本流出局面が始まったのか？                               |
| 2018年8月13日 | トルコショックの真の脅威は「欧州難民危機」の再燃                        |
| 2018年8月10日 | 週末版                                             |
| 2018年8月9日  | ボンド安が支えるユーロ堅調～元安、トルコリラ安も～                       |
| 2018年8月8日  | 2018年上半期の円相場場の基礎的需給環境                           |
| 2018年8月7日  | 中国の米国債売却はあり得るのか？                                |
| 2018年8月6日  | ソフトデータが暗示する世界経済失速                               |
| 2018年8月3日  | 週末版(BOE利上げの正しい読み方～市場の本音は「理解に苦しむ」～)              |
| 2018年8月2日  | FOMCを終えて～肅々とオーバーキルを予想～                          |
| 2018年8月1日  | 日銀金融政策決定会合を終えて～いつまでもチャンスは無い～                    |
| 2018年7月30日 | メインシナリオへのリスク点検～いよいよ「伝家の宝刀」？～                    |
| 2018年7月27日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～金利ガイダンスの正しい読み方～)               |
| 2018年7月26日 | 日銀正常化観測と日米貿易協議(FFR)の関係性                         |
| 2018年7月20日 | 週末版(「グレートモデレーション」再来を疑う時～「保険の売り」は慢心の表れ～)         |
| 2018年7月19日 | 危うい「理由なきドル/円上昇」～金利・物価情勢は支持せず～                   |
|            | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年6月分)                     |
| 2018年7月17日 | 貿易戦争懸念と為替市場の現状～一部市場に異変も～                        |
| 2018年7月13日 | 週末版(「新興国市場の混乱」と「炭鉱のカナリア」～米国のクレジットブレッドは着実に拡大中～)  |
| 2018年7月12日 | ドイツ住宅市場の現状と展望～見過ごされる「バブルの芽」～                    |
| 2018年7月10日 | 混迷を深めてきた英国のEU離脱プロセス～論点整理～                       |
| 2018年7月9日  | 米中間戦の時～欧州も巻き込み貿易大戦の様相か？～                        |
| 2018年7月6日  | 週末版                                             |
| 2018年7月5日  | ECBを待ち受ける険路～「試験の秋」～                             |
| 2018年7月4日  | EUが迎える新たな危機～債務危機から難民危機へ                         |
| 2018年7月3日  | 米中貿易摩擦の読み方～「返り血」は避けたい米国～                        |
| 2018年7月2日  | 2018年上半期を終えて～予測の王道は変わらず～                        |
| 2018年6月29日 | 週末版                                             |
| 2018年6月27日 | メインシナリオへのリスク点検～再び先鋭化した保護主義～                     |
| 2018年6月26日 | まとも生き残ったメイ英首相～EU離脱法案の成立～                        |
| 2018年6月22日 | 週末版                                             |
| 2018年6月21日 | ユーロ圏共通予算を阻むメルケル政権の危機                            |
| 2018年6月20日 | 「ユーロ危機2.0」への警告～米国とイタリアの挟撃～                      |
|            | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年5月分)                     |
| 2018年6月19日 | 改めて整理する「中立金利との距離感」～分水嶺～                         |
| 2018年6月15日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「APPIはタカ派」、「利上げはハト派」の折衷案～)     |
| 2018年6月14日 | FOMCを終えて～「後ろめたさ」を抱きつつの運営に～                      |
| 2018年6月13日 | 米朝首脳会談～市場の関心は「非核化完了」or「協議決裂」～                   |
| 2018年6月12日 | アベノミクス高値「125.86円」から3周年                          |
| 2018年6月11日 | FOMCプレビュー～テーマは「中立金利との距離感」～                      |
| 2018年6月8日  | 週末版(外国人労働者の受け入れ拡大について～成長を望むなら～)                 |
| 2018年6月7日  | 主要な景気先行指標の現状～世界経済の失速は露わに～                       |
| 2018年6月6日  | ECB政策理事会プレビュー～イタリア危機を越えて～                       |
| 2018年6月5日  | イタリア危機は去ったのか？～このままでは済まず～                        |
| 2018年6月4日  | 鮮明になった「G6+1」の構図                                 |
| 2018年6月1日  | 週末版(イタリア、スペイン懸念は波及するのか～イタリア発スペイン經由南米行き？～)       |
| 2018年5月30日 | 17年末の本邦対外資産・負債状況～安全通貨「円」の本領～                    |
| 2018年5月29日 | 続・イタリア政局の現状と展望～ECBが被る誤算～                        |
| 2018年5月25日 | 週末版                                             |
| 2018年5月23日 | イタリア政局の現状と展望～論点整理～                              |
| 2018年5月22日 | 「双子の赤字」と整合的なドル安予想                               |
|            | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年4月分)                     |
| 2018年5月21日 | 上がらない米インフレ期待から何を読むべきか？                          |
| 2018年5月18日 | 週末版(続・米金利上昇の余波を受ける新興国について～金融市場は「我慢比べ」の段階に～)     |
| 2018年5月17日 | 軟化するユーロ相場場の現状と展望について                            |
| 2018年5月16日 | 次期NY連銀総裁の考える中立金利の在り方について                        |
| 2018年5月15日 | APPの総括と今後の展望～仏中銀総裁講演を受けて～                       |
| 2018年5月14日 | 米金利上昇の「負の側面」～家計・企業・海外～                          |
| 2018年5月11日 | 週末版                                             |
| 2018年5月10日 | 最近のユーロ圏経済の失速について                                |
| 2018年5月9日  | 海外企業買収と円相場について                                  |
| 2018年5月8日  | 米金利上昇の余波を受ける新興国について                             |
| 2018年5月2日  | メインシナリオへのリスク点検～通商政策リスクは顕在～                      |
| 2018年5月1日  | 日銀金融政策決定会合～市場は「誤解」してきたのか？～                      |
| 2018年4月27日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げはユーロ高との戦いに～)                |
| 2018年4月26日 | 米10年金利「3%」をどう解釈するか                              |
| 2018年4月25日 | 日銀金融政策決定会合プレビュー～微修正の決断はまだ先～                     |
| 2018年4月24日 | ECB政策理事会プレビュー～重要決定前の露払い～                        |
| 2018年4月23日 | 節目を迎える投機ボジション～短期目線に振らされるべからず～                   |
|            | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年3月分)                     |
| 2018年4月20日 | 週末版(日米首脳会談を終えて～「古く新しい問題」とライトハイザー対策～)            |
| 2018年4月18日 | IMF世界経済見通しを受けて～強まった警戒色～                         |
| 2018年4月17日 | 日米首脳会談プレビュー～見るべきポイント～                           |
| 2018年4月16日 | 為替政策報告書の正しい読み方～論点の整理～                           |
| 2018年4月13日 | 週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～明確なユーロ高懸念～)                |
| 2018年4月12日 | 続・残業代規制の影響～閣議決定を受けて～                            |
| 2018年4月11日 | ユーロ/ドル相場場の値動き分析～金利差の観点から～                       |
| 2018年4月10日 | 為替政策報告書プレビュー～中長期的に咀嚼すべき～                        |
| 2018年4月9日  | 円相場場の基礎的需給環境～米金利上昇に頼れず～                         |
| 2018年4月6日  | 週末版(保護主義とドル安の関係性～日本に求められる交渉戦略～)                 |
| 2018年4月5日  | ドイツに非はないのか～貿易戦争で考える立ち位置～                        |
| 2018年4月4日  | 想定為替レートと実勢相場の関係について                             |
| 2018年4月3日  | クワデリング・アウトとLIBOR-OISブレッド～新たな懸念～                 |
| 2018年4月2日  | 外貨準備構成通貨の現状(17年12月末)～第二次多様化～                    |
| 2018年3月30日 | 週末版(日米金利差「3%」はトリガーなのか～3つの注意点～)                  |
| 2018年3月27日 | ユーロ圏経済は本当に磐石なのか？                                |