みずほマーケット・トピック（2018 年 12 月 5 日）

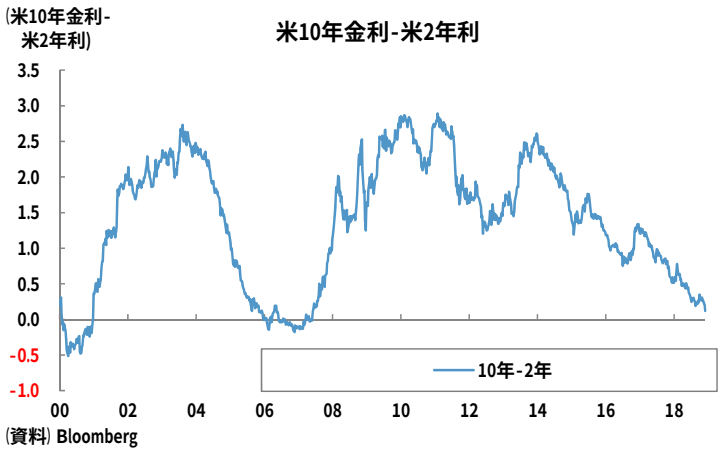
遂に発生した逆イールド～金利に追随する株価～

足許の株価の動揺は現実化しつつある逆イールド化への恐怖を映し出しているとの指摘がある。今週 3 日には遂に米 3 年金利が 5 年金利を 11 年半ぶりに上回った。注目される 2 年と 10 年のスプレッドも約 11 年ぶりの小ささである。とりわけ 10 年はショートカバーの余地が依然大きいという指摘もあり、2.90%を守れるのかも怪しい情勢と見受けられる。株価急落は 3 年と 5 年の逆転を受けてアルゴリズムが反応した結果という解説も見られているが、きっかけはアルゴリズムでも、逆イールド化をメインシナリオ修正の契機と設定していたファンダメンタルズ重視のプレーヤーがいても不思議ではない。FRB のハト派化が株価にポジティブという見方もあるが、短期的には「慎重な債券市場」に「強気の株式市場」が追随することはよくある。経験則に照らしても金利（　FRB の利上げ到達点）と NY ダウ平均株価の高値到達点は重なることは珍しくない。

～遂に逆イールド発生～

昨日の金融市場は大荒れの展開。NY ダウ平均株価は前日比▲799.36 ドルと急落した。明確な理由が挙げられているわけではないが、米中首脳会談において貿易摩擦懸念が解消に至らなかったことを指摘する向きは多い。昨日はトランプ大統領がツイッター上で「私は『タリフマン』だ」などと述べ、追加関税を辞さない姿勢を改めて強調したことも嫌気された模様である。本欄では繰り返し論じているが、トランプ政権に保護主義を取り下げる意思があるとは到底思えない。ここまで先鋭化した保護主義の旗を降ろすとすれば、昨日のような相場が相当の期間続くことが必要になるだろう（それでもトランプ大統領は非を認めず、FRB の累次にわたる利上げに責任転嫁するだろうが）。

なお、昨日の日本時間から続く株価の動揺については遂に現実のものとなりつつある逆イールド化への恐怖を映し出しているとの指摘もある。既報の通り、今週 3 日には遂に米 3 年金利が 5 年金利を 11 年半ぶりに上回るという動きが見られた。基本的に短期金利は政策金利動向を反映すると考えられる一方、長期金利は実体経済のファンダメンタルズを反映すると考えられる。とすれば、イールドカーブがフラット化したり逆イールド化したりすることは「ファンダメンタルズの改善を凌駕する利上げ」が行われたという解釈に繋がる。フラット化や逆イールド化が恐れられる背景である。

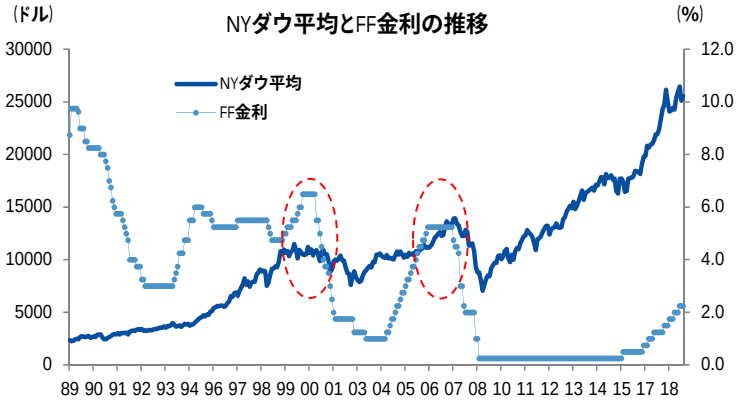


なお、最も注目される 2 年と 10 年のスプレッド（図）も現在、約 12bps まで縮小している。これも約 11 年ぶりの小ささである。とりわけ 10 年についてはショートカバーの余地が依然大きいという指摘も

あり、2.90%を守れるのかも怪しい情勢と見受けられる。いずれにせよ、歴史的に逆イールド化は高確率で景気の転換点に先行してきた。今回も経済・金融環境から察するに正しいサインを送っていそうである。なお、昨日の株価急落は3年と5年の逆転を受けてアルゴリズムが反応した結果という解説も見られているが、きっかけはアルゴリズムでも、逆イールド化をメインシナリオ修正の契機と設定していたファンダメンタルズ重視のプレーヤーがいても不思議ではない。端的には「インフレ加速・利上げ継続」から「インフレピークアウト・利上げ停止」へのシナリオ変更だ。一方、ハイイールド債市場におけるパニック的な動きは見られておらず、いわゆるリスクオフムードが支配的な状況にもなっていない。かかる状況下では円高も限定的であり、112.58円で下げ止まりが見られている。

～金利に収斂される株価～

一連のパウエル議長やクラリダ副議長の発言を経て「3%と目される中立金利を大幅に超えて利上げを継続する」という10月初旬に浮上したシナリオはほぼ「死に体」という状況である。本欄や「中期為替相場見通し」ではFRBの過剰な利上げ路線によって米国内外の経済・金融情勢が動揺し、FRBのタカ派姿勢が修正を迫られる中で米金利およびドルが低下、これに付随して円相場が騰勢を強めるという予想を続けてきた。上述した通り、本格的なリスクオフムードが押さえられていることもあり円高はまだ限定的だが、FRBが明確な姿勢転換をしていないことも原因だろう。



(資料) Bloomberg

この点、「FRBがハト派に傾斜すれば株価も復調になるので円高(リスクオフ)にもなりにくい」という声を聞くこともある。これは一理あるが、見るべき時間軸の違いを混同している。FRBがタカ派からハト派に傾斜するような局面では「相応の理由」が必ずある。景気減速なのか、金融市場の混乱なのか、地政学リスクの増大なのか・・・ケースは様々だろう。しかし、何らかの不安が顕在化しているからこそFRBは姿勢を転換するのであり、それゆえ、短期的に「慎重な債券市場」に「強気の株式市場」が追随することはよくある。図示されるように、FRBの利上げ到達点とNYダウ平均株価の高値到達点はほぼ同じであることはその事実を良く表している。要するに、「事が起きてからFRBは動く」ということであり、その後、緩和的な政策スタンスの効果がラグを伴って現れることで株価を復調させるというのが実情に近い。その復調過程で米金利もドルも下がり、円高圧力を被るというのが円相場の経験してきた常套パターンであり、今回もその例に漏れないと筆者は考えている。

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

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に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

発行年月日	過去6か月のタイトル
2018年12月4日	パリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続・「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版（制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～）
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めたポンド相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年10月分）
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版（米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～）
2018年11月8日	メンツを賭けた「7.0防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの挙動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版（ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～）
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版（ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～）
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年9月分）
2018年10月19日	週末版（FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～）
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜きん出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～庇うほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版（国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～）
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして・・・～
2018年10月10日	ベーシス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版（ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～）
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由
2018年9月28日	週末版
2018年9月27日	FOMCを終えて～見えてきた転換点～
2018年9月25日	メインシナリオへのリスク点検～オーバーキルを巡る見解～
2018年9月21日	週末版
2018年9月20日	安倍首相による緩和撤退宣言～言うは易し・・・だが～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年8月分）
2018年9月19日	市場は「返り血」を浴びるまで分からないのか？
2018年9月18日	基軸通貨ユーロという「見果てぬ夢」～機能面からの再考～
2018年9月14日	週末版（ECB政策理事会を終えて～再投資方針とユーロ高に対するヒントあり～）
2018年9月13日	突然の基軸通貨宣言をどう読むか～ユンケル発言について～
2018年9月12日	続・リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月10日	リーマン10年で注目される次のショックの「芽」
2018年9月7日	週末版（「次の標的は日本」の本気度～第2回日米貿易協議（FFR）を前に～）
2018年9月6日	軟化を続けるソフトデータ～皮肉な米経済の好調～
2018年9月5日	ECB利上げを巡り政治的な動き？～ECOFINのテーマに～
2018年9月4日	主要通貨で「膠着」が続く理由～鍼寄せは新興国に～
2018年9月3日	「保護主義は中間選挙まで」という危うい楽観
2018年8月31日	週末版
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～
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総裁か欧州委員長か～メルケル独首相の変心～
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」、「ゴルディロックス」～）
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	ポ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～粛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」～米国のクレジットスプ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	米中開戦の時～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～「試練の秋」～
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