みずほマーケット・トピック（2019 年 1 月 7 日）

「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について

ハト派に急旋回する FRB からの情報発信に加え、米 12 月雇用統計の良好な結果もあって株価は大幅に値を戻している。だが、NY ダウ平均株価も S&P500 種株価指数も、2008 年以来の大幅な下げ幅を記録したという事実は軽視できず。また、前日比数百ドルの上下動が続くという相場はやはり普通ではない。暴落や暴騰の繰り返しは、株価続伸に確信を持てない市場参加者が退出し、短期筋を主軸とした価格形成が行われている疑いを強める。07 年を振り返れば、2 月に急落した後（いわゆる上海ショック）、7 月のパリバショックを経ながらも年内は騰勢を維持、新高値を更新し続けた。しかし、08 年に入ると軟調な相場が続き、リーマンショックでとどめを刺されるに至ったことを思い出したい。「バブルは崩れてからがバブル」という指摘には考えさせられるところが多い。短期的な株価の振れなどに惑わされずに「あくまで景気は循環するもの」という王道に立った上で、先行きを検討する姿勢が今年の相場を大きく外さないために重要。

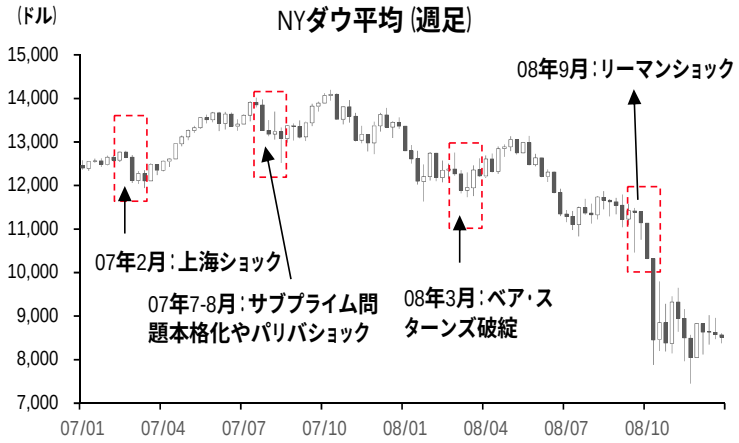
～ようやく解除され始めたファイティングポーズ～

本日から本格的に本邦の市場参加者が戻ってくるものと思われる。2019 年の世界経済の勘所については昨年来の本欄で議論してきた通りである。筆者が考えるキーフレーズはずばり「ピークアウト」であり、既に「改善の極み」に達した世界経済を反映して株価を筆頭とする資産価格が軟化、各国（とりわけ米国）の金融政策も現行路線の修正が不可避というものだ。かかる状況で債券市場は米金利低下、為替市場はドル安というのが基本シナリオと考えている。この点、先週 4 日の講演でパウエル FRB 議長が早速、「市場は世界景気を不安視しており、金融政策も柔軟に見直す用意がある」と述べており、ようやくインフレ懸念を大義とするファイティングポーズを解除し始めているのは、そうした基本シナリオに沿った展開だと捉えて良いだろう。こうした議長発言に加え、米 12 月雇用統計の予想外に良好な結果もあり、株価は大幅に値を戻しているが、NY ダウ平均株価も S&P500 種株価指数も、2008 年以来の大幅な下げ幅を記録したという事実は軽視できない。こうした値動きを「ピークアウトではない」と考えるのはやはり簡単ではなく、だからこそ FF 金利先物では年内の利下げすらも織り込む動きが始まっている。過去 10 年、金融市場は「山」を下る局面を久しく経験していないだけに、色々なショックを経験せざるを得ない場面も出てくるはずだ。

～「バブルは崩れてからがバブル」という真理～

とはいえ、前日比数百ドルの上下動が続くという相場はやはり普通ではない。本欄では繰り返し述べているが、こうした「高値波乱含み」は末期の症状である。そもそもクリスマスまでに見られた米株の暴落は政府機関閉鎖にマティス米国防長官辞任、極めつけはパウエル議長解任疑惑に象徴されるトランプ政権の暴走を懸念したものだと言われた。そこには当然、米中貿易戦争への懸念も含まれていた。だが、12 月 26 日以降から足許までの間に、これが払拭されたわけではないし、今

更利上げ路線を転換したからといって、数次に亘る利上げの効果が帳消しになるとも思えない。暴落や暴騰の繰り返しは、株価続伸に確信を持てない市場参加者が退出し、短期筋を主軸とした価格形成が行われている疑いを強める。2007 年を振り返れば、2 月に急落した後(いわゆる上海ショック)、7 月のパリバショックを経ながらも年内は騰勢を維持、新高値を更新し続けた。しかし、2008 年は年明け後から軟調な相場が続き、リーマンショックで止めを刺されるに至ったことが思い返される(図)。

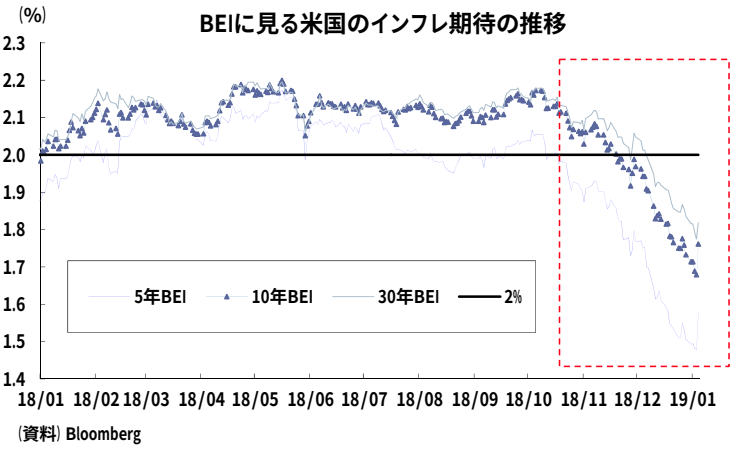


(資料)ブルームバーグ

この点、小幡績・慶大准教授(元 GPIF 運用委員)が著書[1]の中で「バブルは崩れてからがバブル」と称し、納得的な説明を展開しているので紹介したい。誰もがバブルを恐れている高値状態から大きな下落を経験すると上昇の持続可能性に自信を持てない投資家がそこで売却、退場してしまう。この段階から入ってくるのは上昇の持続可能性を信じている超強気の投資家と考えられる。この段階では皆が強気なので売り手不在の状態なりやすく、急騰が散発するようになる。しかし、超強気の投資家は上昇の持続性に自信はあっても、これが終わる(売却すべき)タイミングには自信が無い。自分達の投資行動があくまでバブルに乗って儲けようとしていることが分かっているから、「次の崩壊では必ず逃げなくては」との思いが強いと考えられる。ゆえに、2 度目の急落では全力で逃げる動きが価格形成に反映されやすくなる。結果、バブル崩壊は「第一次急落→急騰→第二次急落」という展開を辿ることが多くなり、「バブルは崩れてからがバブル」のような状態が生まれる。小幡准教授は「暴騰は暴落のきっかけになり得るのであり、その結果、価格が少しでも崩れ始めると、一気に崩れることになる」とも述べているが、まさに昨年 11 月以降の相場と重ね合わせて、熟慮したい指摘である。同著は 10 年以上前に敢行されたものだが、現状に照らし考えさせられる指摘が多い。

～王道を崩さずに・・・～

上述のような考察に加え、悲観が席巻した直後にパウエル・プットが撃ち込まれているという状況も踏まえれば、当面、NY ダウ平均株価の復調などに象徴される格好で金融市場が楽観に包まれる可能性は十分ある。だが、米国の実体経済に目をやれば、改善の糊代が殆どないことは事実であり、ここから失業率がまとまった幅で低下したり、住宅販売件数が突如持ち直したりするのはやはり難



(資料) Bloomberg

[1] 小幡績『すべての経済はバブルに通じる』光文社、2008 年 8 月

しいだろう。そうした景気認識は、「恐らく米 10 年金利が 3.20%に戻ることはもうない」という債券市場の金利観とも重なり、そのような金利観があるからこそドル安・円高予想が形成されやすくもなると考えたい。ちなみに、真に物価先高観への懸念が強い世界ならば、中央銀行がこれほどタカ派からハト派へ急旋回すれば、インフレ期待は吹き上がっても不思議ではない。だが、BEI に映る市場のインフレ期待はむしろ急低下している(前頁図)。これは殆どの市場参加者は FRB がインフレ抑制のために利上げしてきたとは思っていないということだろう。FRB がこの先、利上げを停止し、バランスシート縮小ペースにもブレーキをかけるという決断をするにあたって、金融市場の受け入れ態勢は万全である。短期的な株価の振れなどに惑わされずに「あくまで景気(やそれに付随する金融政策)は循環するもの」という王道に立った上で、先行きを検討する姿勢が 2019 年の相場を大きく外さないために重要だと考える。

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
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～正真正銘のリスクオフを前に～
2018年12月21日	週末版（FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～）
2018年12月19日	FOMCを前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年11月分）
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか？
2018年12月14日	週末版（ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～）
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
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～
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～底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」？～