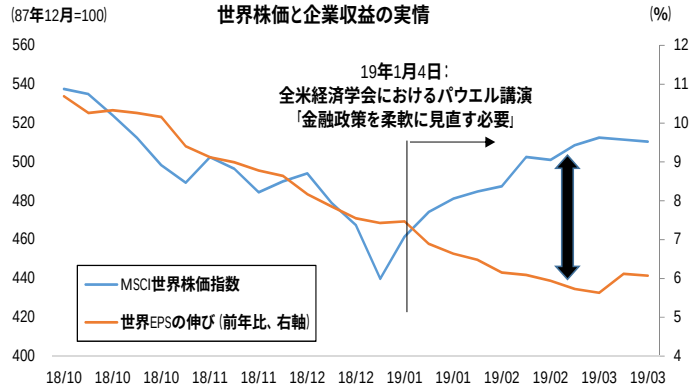
みずほマーケット・トピック（2019 年 4 月 16 日）

「改善の極み」を指摘した IMF～循環的なピーク～

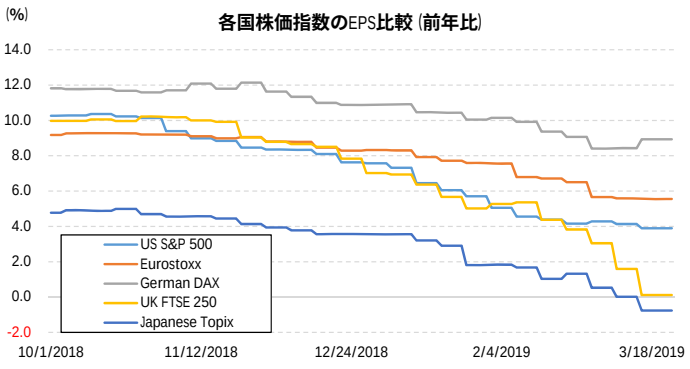
足許の金融市場はリスクオンムードに傾斜しており、昨日の日経平均株価は 4 か月ぶりの 22000 円台に乗せた。しかし、世界経済を取り巻くリスクは決して小さいものではなく、実体経済（企業収益）と金融市場（株価）の「ねじれ」が存在することは忘れてはならない。先週、IMF が公表した国際金融安定報告書（GFSR）でも同様の指摘がなされており、景気循環で見ても、企業の信用循環で見ても、現在は「改善の極み」に達していることは明らか。年初来見られてきた FRB の金融政策運営は「金融市場のご機嫌取り」であり、今のところはそれが奏功していると言える。だが、市場の機嫌を取っても企業収益を取り巻くファンダメンタルズまでもが改善する訳ではない。企業の収益見通しと株価の乖離は今年に入ってからますます拡がっている。

～企業収益と株価の乖離は拡がるばかり～

足許の金融市場は明確にリスクオンムードに傾斜しており、昨日の日経平均株価は 4 か月ぶりの 22000 円台に乗せている。米中貿易戦争、英国の EU 離脱（ブレグジット）、中国および欧州の景気減速といった決して小さくないリスクがあるが、金融市場はこれを意に介する様子がない。このような状況については先週 10 日に IMF が公表した国際金融安定報告書（GFSR）でも指摘されており、「金融政策正常化に対する受け止めの変化（Shifting perceptions about monetary policy normalization）」と「米中貿易交渉に対する楽観論（renewed optimism about trade negotiations between the United States and China）」がリスク資産の騰勢を招いているとの見方が示されている。



（資料）IMFより筆者作成



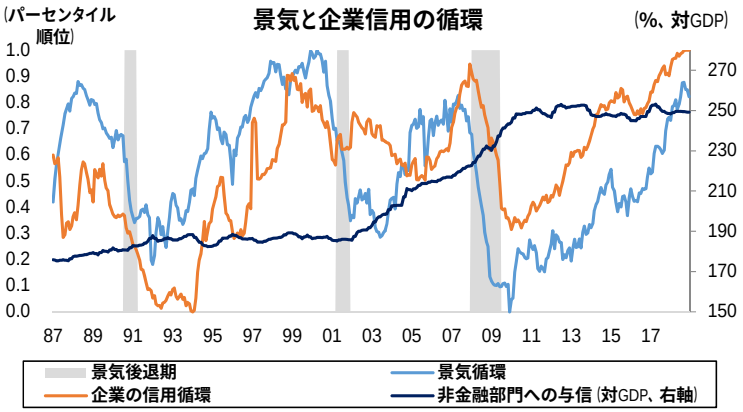
（資料）IMFより筆者作成

だが、前者に関しては明らかに望ましくない状況である。FRB が正常化路線を修正した背景には株式市場の動揺（とこれを受けたトランプ米大統領の批判）があったと考える向きが多い。実際、図（上）に示されるように、株式市場の騰勢は年初にパウエル FRB 議長が正常化路

線の停止を示唆したことを契機としている。このような経緯を踏まえると「金融市場のご機嫌取り」と化していると言わざるを得ないだろう。重要なことは、市場の機嫌を取っても企業収益を取り巻くファンダメンタルズまでもが改善する訳ではないということである。同じ図に示されるように、企業の収益見通しと株価の乖離は今年に入ってからますます拡がっている。真っ当に考えれば、このような実体経済（企業収益）と金融市場（株価）の「ねじれ」が続くことは難しいはずだ。なお、先進国だけに着目した場合、昨年 11 月頃から多くの国・地域で収益見通しが悪化し始めていることが分かる。とりわけ英国株に対する見方は 2019 年に入ってからかなり厳しくなっていることが目につく。

～循環的に「改善の極み」にあることは間違いない～

もちろん、FRB が正常化路線を修正したことで実体経済が反転、企業収益も再び加速すれば、現在の株価はそれを先取りしているだけという整理が可能になる。だが、GFSR で分析されるように、景気循環で見ても、企業の信用循環で見ても、現在は「改善の極み」に達している。具体的には「リスクオンセンチメントにもかかわらず、米国やその他先進国において長らく続いている企業の信用循環が最終局面に近づいていることを心配する投資家もいる（Despite the risk-on sentiment, some investors worry that the long-lasting credit cycle may be reaching its late stage in the United States and possibly in other advanced economies ）」との指摘がなされている。IMF が各種係数から算出する実体経済および企業信用に関する循環は共にはっきりと局面変化を示唆している（図）。



（資料）IMFより筆者作成

3. Underlying Indicators: US Business and Corporate Credit Cycles (Percentile rank)

	US Credit Cycle Indicators	Latest Level	Signal	Percentile
Business Cycle	Industrial Production (YoY percent)	4.0	●	71%
	Unemployment Rate (percent)	3.9	●	99%
	Consumer Confidence Index (1985 = 100)	126.6	●	88%
	Capacity Utilization (percent of total capacity)	78.5	●	41%
	Output Gap (percent of potential GDP)	0.2	●	70%
Corporate Credit Cycle — Corporate Fundamentals	Debt/GDP - Nonfinancial Firms	74.4	●	98%
	C&I Loan Growth (YoY percent, 6MMA)	4.0	●	33%
	IG Gross Leverage (times)	6.4	●	99%
	HY Gross Leverage (times)	4.4	●	80%
	IG Interest Coverage Ratio (times)	9.8	●	58%
	HY Interest Coverage Ratio (times)	4.6	●	8%
	IG Capex/Sales	4.4	●	26%
	IG Cash/Debt	13.6	●	66%
Corporate Credit Cycle — Financial Risk-Taking	BBB (percent of total IG)	49.3	●	99%
	CCC or Below (percent of HY new issuance)	8.4	●	45%
	HY/Loan Issuance (percent of outstanding)	9.3	●	27%
	Ex-Fin Net Stock Buyback Volumes S&P 500 ($ billions)	427.6	●	98%
	M&A Loan Volumes ($ billions)	157.1	●	97%
	M&A/LBO Issuance (percent of HY/loans supply)	46.4	●	61%
	LBO Loan Volume ($ billions)	108.6	●	93%
	LBO Transactions > 6 times leverage	47.6	●	90%
	Global CLO Volume ($ billions)	136.5	●	95%
	New Issue Leverage on all First-Lien Loans (times)	4.2	●	95%

Early Cycle ● ● ● ● Late Cycle

なお、こうした循環を判断する上での構成項目と各々の状況は右表に示される通りである。例えば実体経済の循環（いわゆる景気循環、Business Cycle）については、失業率や消費者心理が「改善の極み」に達しており、鉱工業生産などもそれほど伸び余地がないことが示されている[1]。また、企業信用の循環（Corporate Credit Cycle）については高格付

[1] 例えば失業率は 99 パーセンタイルとある。これは対象期間中（図では 1987 年 1 月から 2018 年 12 月）、現在よりも失業率が高かった期間が 99%であるという解釈になる。

け企業に限らず、低格付け企業でもレバレッジの高まりが見られている。この点、GFSR では「企業債務は低格付け発行体に傾斜している。景気停滞や金融危機の前兆（precursor）となることが多いレバレッジは殆どの格付けにおいて循環的なピークに近い」といった旨の指摘が行われている。

こうした実体経済や企業金融の現状を踏まえれば、ここから米景気がさらなる改善を果たし、これに連れて株価や金利が上がっていくという展開はやはり難しいと言わざるを得ない。企業や消費者の心理は金融市場の雰囲気に左右されやすいが、客観的な分析に努めるほど「改善の極み」に達しており、アップサイドよりもダウンサイドに賭ける方が無難な判断となりそうな状況が浮かび上がる。

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4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版（やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～）
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版（ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～）
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状（18年12月末）
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版（コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～）
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2019年2月分）
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
2019年3月15日	週末版（ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか？～）
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2019年1月分）
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向（2018年12月分）
2019年3月8日	週末版（ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～）
2019年3月5日	米金利上昇＆ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版（金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～）
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版（米小売売上高ショックをどう読むか？～懸念される逆資産効果～ ）
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常態にあるのか？
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版（2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～）
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイトマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版（ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～）
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版（正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～）
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
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
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～