

みずほマーケット・トピック(2019 年 11 月 18 日)

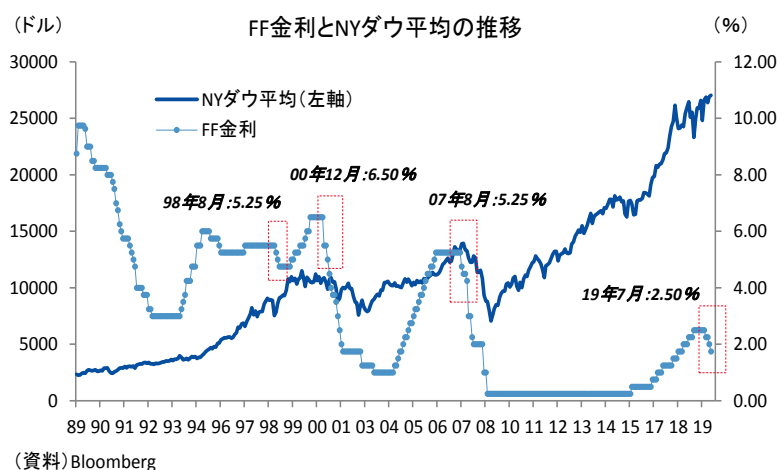
「株価の虜」と「予防的緩和」について考える

企業収益の不調にも拘らず株高が続いている。このままいけば「FRB の予防的緩和は成功」という整理で終わりそうな雰囲気だ。しかし、それほど単純な話なのか。過去 2 回の利下げ局面と比較すると、利下げ直前の政策金利は「650bps→525bps→250bps」と推移している。現在は 175bps だ。FRB ですら、徐々に、しかし確実にその手札を奪われているという事実には目を向けておきたい。過去 2 年弱の経緯を見る限り、金融政策は株式市場の「虜(とりこ)」になっている印象が強い。株価下落は景気悪化よりも迅速かつ段差を持って発生することが殆どなので金融政策がこれに付き合っているとカード(利下げ余地)を費消するペースも自ずと早くなる。今回のような予防的緩和を繰り返せば、最終的には「景気は悪くないが政策金利は超低水準」という「歪な状況」にぶつかるだろう。2020 年に想定すべき事態かどうかはさておき、FRB が利下げ余地を失った時に訪れる資産価格の調整は恐れるべき展開として構えたいところ。

～予防的緩和は奏功したのか～

先週 15 日の米国株式市場は主要 3 株価指数が最高値を更新。米中通商合意を巡り楽観論が浮上したことが追い風となったという解説がもっぱらである。仮に部分合意の成立を前提としたとしても、これほどリスク許容度を改善させていいものだろうかという疑義は抱かれるが、このままでいけば「FRB の予防的緩和は成功」という整理で終わりそうな雰囲気である。

しかし、それほど単純な話なのだろうか。少なくとも前回の利下げ局面が始まる直前の 2007 年 8 月時点で FF 金利は 525bps あった。ちなみにその前の IT バブル崩壊を受けた利下げ局面が始まる直前の 2000 年 12 月には 650bps もあった。今回(2019 年 7 月)は 250bps しかなく、現在は 3 回の利下げを経て 175bps だ(ターゲットレンジの上限を参照としている、図)。「次の一手」として利上げ復帰を見込む向



きは殆どおらず、「如何にして追加利下げを回避するか」という市場の思惑が強そうなことに鑑みれば、次の利下げは 175bps からスタートすることになるのだろうか。先進国で最も手札があると思われる FRB も徐々に、しかし確実にその手札を奪われているという事実には目を向けておきたいところである。目先の株高に目を奪われると重要な事実を見失ってしまう。

2018～19年のFRBの政策運営は「4回利上げして3回利下げする」という金利操作に終始した。

少なくとも 1 年前の今頃に威勢を放っていた正常化プロセスの正当性はかなり怪しいものだったと言わざるを得ない。金融市場は目先の状況(とりわけ株価の仕上がり)に支配されやすい。そのため史上最高値を断続的に更新しているムードを根拠に「予防的緩和は奏功した」と考える向きが多くなるだろうし、当然、FRB もそのような見方に乗るだろう。実際、家計金融資産の 30% 以上が株式である米国の家計部門は株価が上がれば資産効果を通じて消費・投資の改善が期待できる。日本とは違い株高が実体経済回復の一因となる筋合いは確かにある。「緩和→金利低下→株高→消費・投資増加→景気回復」という好循環は米経済の持つ「強み」でもある。だが、裏を返せば、株価が下落すれば実体経済への波及を懸念しなくてはならないので、利上げ時の FRB にとっては非常に厄介な「弱み」でもあることも事実である。

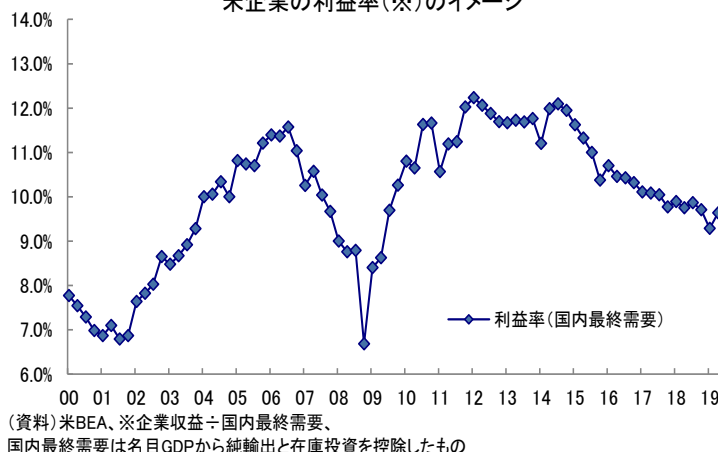
～株式市場の「虜(とりこ)」～

記憶に新しいところだが、「4 回利上げして 3 回利下げする」という急旋回の根拠は株安だった。FRB の利上げとこれに付随するオーバーキル懸念が浮上し始めたのは、米 10 年金利が 2018 年 2 月に 3.0% の大台を超え、同 10 月に 3.2% の大台に乗せたことが契機だった。双方のタイミングで NY ダウ平均株価がまとまった幅で調整する場面が増えたのである。しかし、その背後でも小売売上高や鉱工業生産、雇用・賃金周りの指標が悪化したわけではなかった。上述したように、株価に代表される資産価格が家計部門の挙動に大いに影響するのは確かだとしても、正常化プロセスの妥当性が株価の動揺と共に再検討されたことは一定の事実である。実体経済の足腰がしっかりしていても、株式市場が崩れ始めればそれを無視して引き締めを続けるのは難しく、「予防的緩和」という大義と共に緩和が行われるということが過去 1 年で分かったことだ。表現を選ばずに言えば、金融政策が株式市場の「虜(とりこ)」になっているような構図と言える。

～いずれ訪れる「歪な状況」～

要するに、「利下げ」の要件が景気悪化ではなく株価下落になったということでもある。日々の市況解説などを見ていればよく分かるが、株式市場が底堅いのはあくまで「利上げは当分ない」という前提があるからだ。本日の日本経済新聞朝刊が『世界の上場企業、減益続く 7～9 月、製造業が不振』と題して企業部門の不調を伝えているが、株高を支えるだけの企業収益の好調があるわけではない。SNA 統計から試算した米企業部門の利益率(企業収益÷国内最終需要)も低下傾向にある(図)。こうした状況にもかかわらず株価が最高値を更新し続けるのは、株式市場の「虜(とりこ)」となった金融政策が緩和状況を確認してくれるからという面もある。

米企業の利益率(※)のイメージ



しかし、株価下落は景気悪化よりも迅速かつ段差を持って発生することが殆どなので金融政策

がこれに付き合っているとカード(利下げ余地)を費消するペースも自ずと早くなる。今回のような予防的緩和を繰り返していれば、最終的には「景気は悪くないが政策金利は超低水準」という「歪な状況」にぶつかるはずだ。その場合、株式を筆頭とするリスク資産価格は過大評価になっていると考えるのが自然である。もちろん、過去 10 年で新興国の企業部門に積み上がったドル建て債務は低い米金利が維持されるほどさらに積み上がることになる。株価もドル建て債務も在るべき水準を超えて膨らみ続けることになる。決して持続可能な状況ではないのだが、こうした「歪な状況」が調整を強いられても、FRB に追加利下げがある状況ならば今回のように「予防的緩和」を通じて収束させることができる。しかし、利下げ余地を失ってしまった場合はいよいよ調整を受け入れざるを得なくなるだろう。欧州や中国の実体経済がとりあえず回復軌道に復帰しそうな 2020 年にこうした展開を想定する必要はないのかもしれないが、将来的に予想すべき展開であることも忘れてはならないだろう。2020 年の相場環境を明るく見積もったとしても、その先が続くとはどうしても考えることができないというのが筆者の基本認識である。

市場営業部
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11月15日	週末版(ラガルド体制の「overhaul(刷新)」ミッションの行方～総裁会見と投票方式について～)
2019年11月14日	欧州の「弱さ」源泉～輸出拠点が裏目にたドイツ～
2019年11月13日	円高予想の誤算と「ドル化した世界」という悩み
2019年11月12日	動かない相場背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様に
2019年11月8日	週末版
2019年11月1日	週末版
2019年10月30日	ラガルド新ECB総裁を巡る3つの論点
2019年10月29日	円安リスクの点検～欧州・中国の復調はあるか？～
2019年10月28日	ドラギ総裁最後のECB理事会～危機の「生き字引」～
2019年10月25日	週末版
2019年10月24日	またも史上最小値幅～体感「5円」以下という異例～
2019年10月23日	「リブラ」阻止で一致するG20～ザッカーバーグ証言を前に～
2019年10月21日	思い出したい「10月31日」の経緯～次に起こることは～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年9月分)
2019年10月18日	週末版(2度目の離脱協定案合意～3つの論点を整理～)
2019年10月16日	FRBのTB購入を受けて～欲しかった「ずる賢さ」～
2019年10月11日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～議論紛糾の読み方、議事要旨としては秀逸～)
2019年10月10日	円相場の需給環境について～縮小均衡～
2019年10月9日	FRBの資産購入再開と懐かしのソロスチャート
2019年10月8日	揺らぐ「リブラ」計画～初のメンバー脱退表明を受けて～
2019年10月7日	米9月雇用統計を受けて～「思ったより悪くない」の危うさ～
2019年10月4日	週末版(製造業から非製造業への波及は始まったのか～ISM景気指数の悪化を受けて～)
2019年10月3日	ユーロ圏の物価情勢の現状と展望～日本化の過渡期？～
2019年10月2日	ISM製造業景気指数の「底」は見えそうか？
2019年9月27日	週末版(三度起こった「ドイツの乱」～ラウテンシュレーガーECB理事辞任の読み方～)
2019年9月26日	円安リスクの点検～財政政策というアップサイドリスク～
2019年9月25日	為替相場の現状を概観する～REERを通して見えること～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年8月分)
2019年9月24日	「羊頭狗肉」化するマイナス金利政策
2019年9月20日	週末版(日米金融政策決定会合を受けて～9月乗り切るも日銀の難局は続く～)
2019年9月17日	「原油高＆円安」が重荷になる日本経済
2019年9月13日	週末版(ECB政策理事会レビュー～出尽くし懸念強まるパッケージ緩和～)
2019年9月11日	均衡イメージが変わらない円の基礎的需給環境
2019年9月10日	日銀会合プレビュー～9月の一手と利下げの行方～
2019年9月6日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～APP再開は困難だが、需払いはいはしたいところ～)
2019年9月5日	ブレグジットを巡る論点整理～ポンド/ドルは1.20割れ定着か～
2019年9月4日	米企業心理とドル相場との関係～ISM悪化を受けて～
2019年9月3日	リブラを全否定したメルシュ講演～不安はどこに～
2019年9月2日	消えない米国のドル売り介入観測について～諸刃の剣～
2019年8月30日	週末版
2019年8月29日	ユーロ圏投資ファンド統計に見るポートフォリオバランス効果
2019年8月27日	円安リスクの点検～警戒すべきトランプ減税第二弾～
2019年8月26日	円高・ドル高という地合い～105円割れを受けて～
2019年8月23日	週末版(ECB政策理事会議事要旨を受けて～9月のパッケージ緩和が濃厚に？～)
2019年8月22日	FOMC議事要旨を受けて～「調整」の誘惑、日銀の経験～
2019年8月21日	ドイツのISバランスは遂に変わるのか？
2019年8月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年7月分)
2019年8月19日	YCC、捨てる日銀と拾うECB
2019年8月16日	週末版(2019年上半期の対米証券投資について～下期以降の景色は大幅変わりそう～)
2019年8月15日	ドイツに引きずられるユーロ圏経済
2019年8月14日	中国の「次の一手」として米国債売却はあるのか？
2019年8月13日	ドル高止まりによる引き締め効果～利上げ17回分？～
2019年8月9日	週末版
2019年8月6日	遂に突破した「1ドル=7.0円」～対抗措置としての元安～
2019年8月5日	米7月雇用統計を受けて～趨勢的な鈍化は明らか～
2019年8月2日	週末版(何の意味もなかったパウエル議長の失言～トランプ関税とインフレ停滞も利下げの理由に～)
2019年8月1日	FOMCを終えて～「1歩譲れば100歩求める」～
2019年7月31日	日銀金融政策決定会合～流行りの「予防的緩和」～
2019年7月30日	円安リスクの点検～英の再国民投票復活などがリスク～
2019年7月29日	ECB政策理事会レビュー～見どころの整理～
2019年7月26日	週末版
2019年7月25日	リブラと金融政策～新興国と信用創造に対する影響～
2019年7月24日	「利下げに囲まれる日銀」と「通貨政策化が進む世界」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年6月分)
2019年7月22日	ECB政策理事会プレビュー～「目標見直し」は大事業～
2019年7月19日	週末版(実質実効為替相場の現状と展望～「ドルは過大評価」とのIMF評価を受けて～)
2019年7月18日	本邦家計部門の金融リテラシーは低いのか？
2019年7月17日	欧米貿易摩擦こそ正当な貿易摩擦という考え方
2019年7月16日	株価を見なくなったドル/円相場と追いつまれる日銀
2019年7月12日	週末版
2019年7月5日	週末版
2019年7月3日	ラガルドECB総裁就任の読み方
2019年7月2日	日銀短観の読み方～「底入れ」は確認できず～
2019年7月1日	大阪G20を終えて～円相場を駆動するのは株価ではなく金利～
2019年6月28日	週末版
2019年6月26日	円安リスクの点検～大統領選前にトランプは動くか～
2019年6月25日	対外資産・負債残高の近況～今和で経験する大きな変化～
2019年6月24日	利下げ期待とドル/円相場の関係～「98年型利下げ」としても～
2019年6月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「ドル高の修正」という大きな潮流～)
2019年6月20日	FOMCを終えて～「鏡に映った自分」に怒り続ける大統領～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年5月分)
2019年6月19日	為替市場と金利市場の期待格差について
2019年6月14日	週末版(日銀金融政策決定会合プレビュー～サプライズがあるとするならば……)
2019年6月13日	厳しい緩和競争が予想される日欧中銀
2019年6月12日	FRBと金融市場の「接待関係」は持続可能なのか？
2019年6月11日	ユーロ高を警戒し始めたECB～通貨安欲しさに利下げ？～
2019年6月10日	利下げを促す米雇用・賃金情勢～6月利下げも？～
2019年6月7日	週末版(ECB政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻ったECB～)
2019年6月6日	次のカトリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキング」な政策運営