

みずほマーケット・トピック(2020年2月10日)

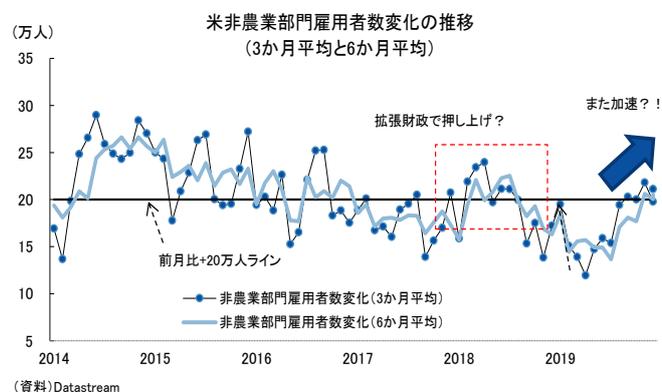
良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」

米1月雇用統計は市場予想の中心を大きく上回った。とはいえ、18年4月から19年3月までの1年間について合計▲51.4万人の下方修正は小さい数字ではない。月当たり約▲4.3万人の下方修正であり、多くの月で「実は市場予想に届いていなかった」という実情を想起させる。今に始まったことではないが、米雇用統計の大幅な遡及改定は日常茶飯事となっており、経済・金融の情勢判断を左右するには全く有力とは言えない手掛かりだろう。今回注目すべきは良好な雇用統計に対して株価が下落で反応したこと。理由として利下げ期待の後退を指摘する声は多く、それ自体は金融市場の「甘え」以外何物でもないと言える。昨年来、米企業部門の利益率が失速する中で、株価が急伸してきたのは低金利が前提とされていたからだろう。雇用統計と同日にFRBが公表した半期に一度の金融政策報告書も資産価格の上昇に警鐘を鳴らしている。背景として低金利が指摘されており、そうであればこそ利上げ復帰は当面難しいと考えるべき。ドル/円相場が新高値を追うのは難しい環境である。

～力強さの一方で目につく大幅下方修正～

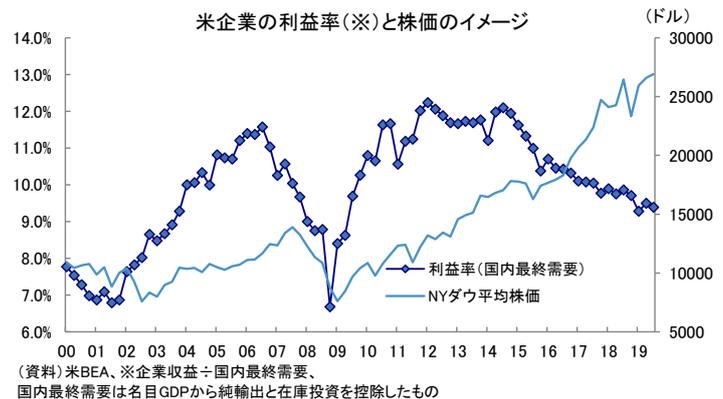
米1月雇用統計は非農業部門雇用者数(NFP)変化に関し、前月比+22.5万人と市場予想の中心(同+16.5万人)を大きく上回った。12月分がやや減速していたという経緯もあるが、加速した平均時給の伸びも合わせ見ると、力強いという評価に尽きる。とはいえ、2018年4月から2019年3月までの1年間について合計▲51.4万人の下方修正は小さい数字ではない。月当たり約▲4.3万人の下方修正であり、多くの月で「実は市場予想に届いていなかった」という実情を想起させる。今に始まったことではないが、米雇用統計の大幅な遡及改定は日常茶飯事となっており、経済・金融の情勢判断を左右するには全く有力とは言えない手掛かりだろう。

もともと「失速しないNFP」にやはり驚きはある。2018年に見られた増勢の加速はトランプ政権による拡張財政路線に呼応した動きと整理するにせよ、昨年以来、米中貿易戦争の拗れを受けたサプライチェーンの乱れや結果としての設備投資意欲の減退などが指摘されてきたことを思えば、米国の雇用市場が失速するどころか、再加速し始めている事実には驚く(その理由はFRBですら良く分かっていない節がある)。2月および3月に関しては新型肺炎騒動で雇用の積み増しが難しくなることが予想されるが、そこでも強さを見せつけるのか注目である。



～「予防的利下げを前提とした株価」～

片や、今回注目すべきは良好な雇用統計に対して株価が下落で反応したことだろう。背景としては利下げ期待の後退を指摘する声が多いが、本当のところは売理由が欲しかっただけのようにも思える。過去の本欄でも議論した点だが、雇用統計が堅調を維持する一方、米国の企業部門における利益率は明らかに失速している(図)。そもそも景気循環に対して雇用は



遅行系列、企業収益は一致系列であるため、両者に齟齬があること自体は驚きではない。企業収益の悪化に遅延する格好で労働市場が減速してくるかどうかが今年の注目点でもあろう。より大きな問題はその企業収益を先取りして動くはずの先行系列である株価が上昇を続けてきたことである。株価が下がらない理由は様々考えられるが、①世界的な低金利環境の下、定期的にインカムが見込める株式(や不動産)くらいしか買うものが無くなっていること、②低金利前提の株価になっている(一種のバブルになっている)ことなどの見方がある。統計発表後の株価下落の理由として利下げ期待の後退と述べる向きが多いことを見るにつけ、②の要因は小さくないのかもしれない。要するに、現状の株価は「予防的利下げを前提とした株価」という解釈になるだろうか。

～金融政策報告書も資産価格高止まりに警鐘～

先週 7 日、FRB が公表した半期に一度の金融政策報告書も、資産価格の上昇について警鐘を鳴らしていた。報告書はリセッションの可能性が後退しているとしながらも、リスクの所在として新型肺炎リスクにまつわる動きや企業部門における高水準の債務に加え、高止まりする資産価格の存在を指摘している。「Developments Related to Financial Stability」の項では米国の金融システムの頑健性を 4 つの視点(資産価格評価、家計・企業部門の債務、金融部門におけるレバレッジ、資金調達リスク)から評価しており、高止まりする資産価格については資産価格評価(asset valuations)の中で認識が示されている。具体的には「金利の低下などに寄与される格好で、資産価格は上昇しているが、調整圧力(valuation pressures)は高まっている。2019 年、株価は約 30% 上昇しており、予想 PER も 2018 年につけたピークに達している。社債スプレッドは投資適格級・投機的等級ともに 2019 年半ばから縮小が進んでいる」などの趣旨が記述されており、総じて過熱感を指摘している。金利低下が資産価格高止まりの一因とすれば、利上げ軌道への復帰は相当な覚悟が必要だろう。

また、資金調達環境におけるリスクとして投資適格級で発行された債務の約半分が BBB で発行されているという事実も指摘されている。この論点は近年、しばしば指摘されているものだが、仮に経済環境が悪化した場合、一気に投機的等級(BB 以下)に格下げされ、社債市場で大量の売りが発生する可能性を孕んでいる。過去最高に膨らんでいる企業部門の債務の中身がこうした状況にあることは留意すべき事実だろう。経済・金融情勢の悪化が五月雨式に社債市場の底割れに繋がり、企業部門の消費・投資意欲を毀損する経路が懸念される。

これほど雇用統計で結果を出しても株価が下がってしまう動きからは、緩和を当然視する金融市

場の「甘え」を感じざるを得ない。しかし、大統領選挙というタイミングを踏まえると、少なくとも今年は資産価格(≒株価)が崩れれば利下げ支えざるを得ないという「甘え」が看過されざるを得ない局面となる可能性が高いのだろう。政策金利が上がらない中で、日米金利差も大きくは動かない展開が予想される。ドル/円相場の地合いには底堅さを感じるものの、円安基調への復帰についても説得的な説明が難しい状況が続くと考えたい。

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
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格~3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える~)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	ポンド相場の現状と展望~運ずる物価「2%」~
2020年2月3日	プレグジットQ&A~アイルランド問題から漁業権問題へ~
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて~新型肺炎リスクと減速軌道の米国~
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力~群雄割拠を読み解く~
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて~やや先走り感のあるラガルド総裁~)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合~「政熱経冷」という連~
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー~底打ち機運に乗り静観~
2020年1月20日	米大統領選挙と為替~潜む一抹の不安~
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998~99年」との違いはどこにあるのか~その~
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて~ドル売り介入の催促~
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ~中東リスクを前に~)
2020年1月9日	予防的利下げの成否~「98年型利下げ」と「99年型利上げ」~
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方~円高は不幸中の幸いか?~
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの~その~
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか?~6つの論点~
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方~2020年への示唆~
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か?
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失ったポンド相場~政治も金融もボンドの足枷~
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて~「次の山」は2020年6月末に~
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて~フクロウ型総裁の「人となり」~)
2019年12月12日	FOMCを終えて~「タカ派的利下げ」から「ハト派的現状維持」~
2019年12月11日	円の基礎的需給環境~基礎収支に映る変化~
2019年12月10日	道標を失った為替市場~マイナス金利解除がキーに?~
2019年12月9日	英国総選挙の論点整理~事実上、「2度目の国民投票」~
2019年12月6日	週末版(2019年の為替相場を概観する~円は結局強かった~)
2019年12月5日	ECB政策理事会プレビュー~デビュー戦、3つの見どころ~
2019年12月3日	ドイツ政局の流動化について~メルケル退任まであと2年~
2019年12月2日	金融政策に環境配慮は必要か?~制御すべきは気候ではなく物価~
2019年11月29日	週末版
2019年11月26日	円安リスクの点検~「ツケ」が怖い2020年~
2019年11月25日	名目実効為替相場(NEER)で読む2019年のドル相場
2019年11月22日	週末版(ドラギ元総裁、最後のECB政策理事会議事要旨~「結束(unity)」と財政政策~)
2019年11月20日	「ドル化した世界」で進む「金融政策の一本化」
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年10月分)
2019年11月19日	ドイツは底打ちしたのか?~リセッション回避も残る不安~
2019年11月18日	「株値の塵」と「予防的緩和」について考える
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	動かない相場の背景にある「円の不人気」
2019年11月11日	「公的デジタル通貨 vs. リブラ」の様相に
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政策理事会プレビュー~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、露払いしてほしいところ~)
2019年9月5日	プ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リバランス効果
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~