

みずほマーケット・トピック(2022 年 1 月 24 日)

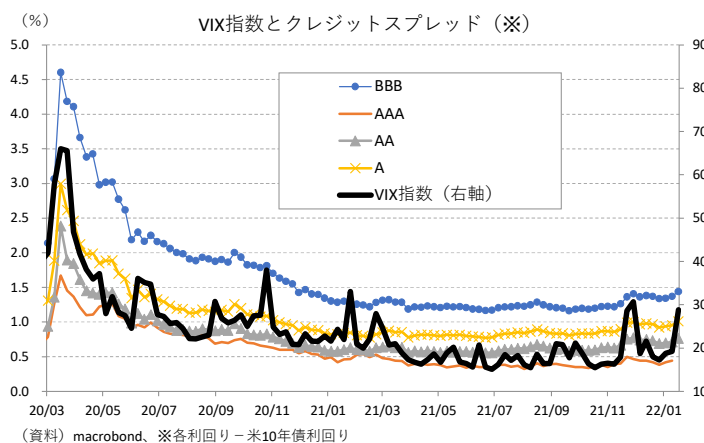
夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～

タカ派に急旋回し始めた FRB の正常化プロセスを受けて金融市場は大荒れの展開が続いている。現状を「終わりの始まり」のように嘆く声も増え始めているが、VIX 指数やクレジットスプレッドなど、いわゆる危機を予兆する「炭鉱のカナリア」はまだ落ち着いている。正常化プロセスが景気のオーバーキルに至り、企業部門で連鎖的な破綻が発生、金融システムにも影響が及ぶといった最悪のシナリオまで想定する向きは気の早い金融市場においてもまだ多数派ではない。また、正常化プロセスを巡る悪材料も大方織り込みが済んでしまっている。「3 月の初回利上げは+50bps」という予想が進めば、リスク資産価格にもさらなる調整余地が見込まれるが、政治・経済的にその必要性が大きいとは言えないだろう。株価だけではなく、住宅市況の動きなどを見る限り、FRB の正常化プロセスのダメージはバイデン政権の支持率を支えるべき家計部門にも徐々に及び始めている。住宅投資を起点として実体経済の減速感が強まる展開は今後、十分考えられる。1 月以降の FOMC ではタカ派一辺倒の情報発信に関し、修正が見られる可能性を期待したい。悲観一色を前に「夜明け前が一番暗い」という言葉を思い返したいところ。

～炭鉱のカナリアは鳴いておらず～

11 月末以降、タカ派に急旋回し始めた FRB の正常化プロセスを受けて金融市場は大荒れの展開が続いている。先週の本欄でも議論したように、名目金利が上昇するという点では昨年と共通するものの、オーバーキル懸念も強いことからインフレ期待が追随していない。結果、実質金利の上昇がリスク資産価格の大幅調整を強いる地合いにある。とりわけナスダック総合株価指数は先週 21 日、4 日続落し、今月初頭から▲12.0% の下落率をつけ、リーマンショック以上最悪のペースとなっている。また、S&P500 種株価指数もテクニカル上の節目として注目された 200 日移動平均線をパンデミック下では初めて下回っており、これを「終わりの始まり」のように警鐘を鳴らす声も増え始めている。2020 年 3～4 月のパンデミック当初に類似したムードも感じ取れるくらいだ。

しかし、先行きの株価変動率である VIX 指数はようやく上振れが見られているものの、依然として 30 弱で推移している。低水準ではないが、断続的に見られてきた水準でもあり、悲観ムードが特別に強いとは言えない。また、クレジットスプレッドも目立ったワイドニングが見られず、信用リスクの高まりを察知する兆候もない。これらは「○○ショック」を嗅ぎつけて素早く反応が始まる「炭鉱のカナリア」と言われる指標だが、



カナリアは現段階でまだ鳴いていないように見える。金融市場はいつでも最善と最悪のシナリオを先取りしようとする。現状はFRBによる景気のオーバーキルひいては景気後退を最大限まで織り込みにいく時間帯と言えるが、企業部門で連鎖的な破綻が発生し、金融システムにも影響が及ぶといった最悪のシナリオまで想定する向きは気の早い金融市場においてもまだ多数派ではない。過去1週間の相場は一方向に傾き過ぎていることもあり、今週25～26日のFOMCにおいて声明文や議長会見である程度の配慮が示されれば、大きな反転が期待される地合いとも言える。

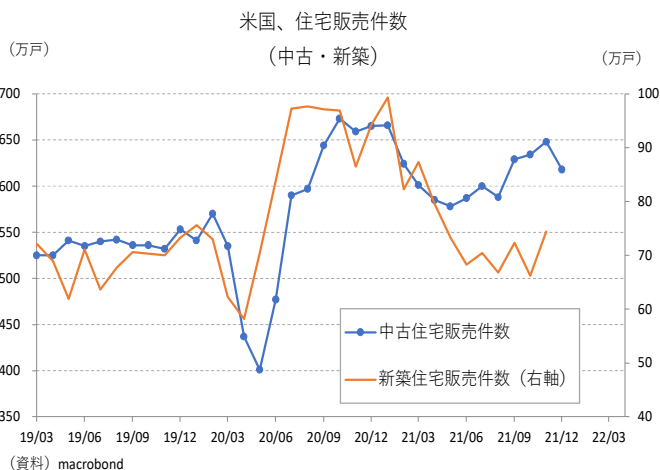
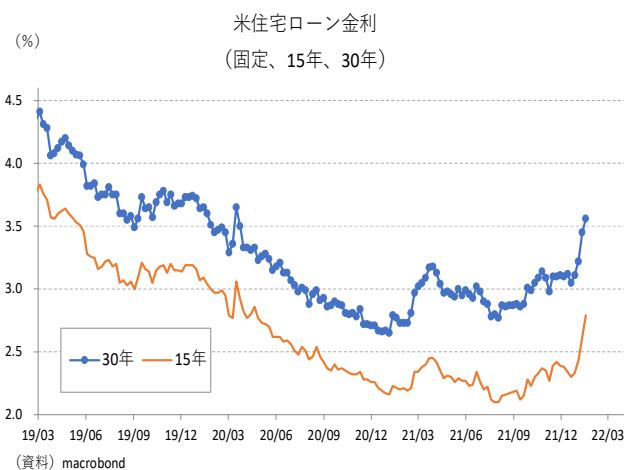
～織り込む悪材料も残り少ない～

また、これ以上何を織り込むのかという状況でもある。既に「3月利上げスタート」、「年4回の利上げ」、「6月にバランスシート縮小スタート」まで駆け込みで織り込まれており、正常化プロセスを巡る悪材料も残り少なくなっている。「3月の初回利上げは+50bps」という予想も浮上しており、これがまだ少数派であることから(Fedwatchでは50bpsの織り込みに関し5%未満)、今回の会見でそこまでの思惑が進めばリスク資産価格のさらなる調整にも繋がりにかねない。

しかし、そこまで踏み込む必要があるのだろうか。周知の通り、インフレの主因はあくまで供給制約を背景とする需要超過にある。こうした症状に対して、利上げは縮小均衡を通じた解決策にしかないはずである。今回の正常化プロセスが中間選挙前のバイデン政権への配慮という政治面の事情があるにせよ、1回の利上げ幅を想定の倍に引き上げる経済面での正当性は大きくないと言わざるを得ず、一步一步、様子を見ながら引き締めるのが妥当だろう。過去の本欄でも議論したように、4月以降、インフレ率はベース効果の剥落と共に騰勢を弱めそうなことを踏まえれば、初回から50bpsの利上げは勇み足と考える。確かに、実質所得は確実に悪化しており、これがバイデンフレーションとも言われるほどの悪評に繋がり、陰に陽にFRBに対しインフレ退治の姿勢を強いる事情があることは理解できる。

～不安視される住宅市場の行方～

だが一方、米家計金融資産の30%以上が株式で構成される以上、株価に無関心を貫くことも政治的に容易ではないはずである。また、住宅ローン金利の急騰も始まっており(下図・左)、今後は住宅投資を起点として各種消費・投資活動が抑制される展開が予想される。住宅投資は米国のGDPの3～5%しか占めないが、建築資材は元より、自動車や家電、家具など広範な個人消費が



付随する需要項目であり、この浮沈は景気を左右することで知られる。既に住宅販売件数は新築・中古共にピークアウトしており、その動きは緒に就いたばかりにも見える。しかし、販売件数が鈍っても中古住宅の在庫は払底したままであるため、販売価格が思うように下がっていない。本来、販売件数が鈍化してくれば販売価格も落ち着くはずだが、建築資材の高騰や供給制約も相まって販売価格が下がらないという事情がある。販売価格が下落しなければ販売件数も戻りにくい。結果、実体経済への下押しも続いてしまう。こうした状況に FRB の正常化プロセスが資金調達コストの押し上げという新しい要素を加えようとしているのが現状である。

株価や住宅市況を見る限り、FRB の正常化プロセスのダメージはバイデン政権の支持率を支えるべき家計部門にも徐々に及び始めている。かかる状況下、正常化一辺倒の情報発信にブレーキをかけるタイミングはそう遠くない将来に到来しても不思議ではないように思える。過度に資産価格に配慮する姿勢は元よりバイデン政権には期待できないが、家計部門の消費や投資が軟化してくれば無視できまい。今週会合に関しては11月末以降、駆け足で強化されてきたタカ派姿勢に修正の兆しが見られることを期待したい。金融市場に見られる悲観一色を前に「夜明け前が一番暗い」という言葉を思い返したいところである。

市場営業部・金融市場部
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
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分) 続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≡「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分) FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本回帰報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本当の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイトマン独逸銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分) 欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO))を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に触まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目先の生活」vs.「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に触まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分) 日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口モード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の模様～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～現実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分)