

『ブラックスワン』は押し目買い「好機」

「水鳥の羽音に驚く平家」如き異次元緩和「出口」論

株式会社ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2018/1/15

金融資本・為替市場は、「ブラックスワン（黒い白鳥）」と称される密かに潜伏する想定外の「テールリスク」（蓋然性は低いが起これば甚大な損失を被る）に戦々恐々とし、一度、そのリスクの断片が顕在化すれば「売りが売りを呼ぶ」急落劇が懸念される。だが、日銀の超長期債オペ減額に「水鳥の羽音に驚く平家」の如き投資家の過剰反応による円高しか「ブラックスワン」は押し目買い好機と捉えられよう。

超長期債テーパリングに過剰反応の円買い

平家と源氏の「富士川の戦い」一。その夜、甲州源氏（武田信義の部隊）が平家の後背を衝かんと富士川の浅瀬に馬を乗り入れ、それに水鳥が反応し、大群が一斉に飛び立った。

「その羽音はひとえに軍勢の如く」（吾妻鏡）とあり、これに驚いた平家方は大混乱に陥った。「兵たちは弓矢、甲冑、諸道具を忘れて逃げまどい、他人の馬にまたがる者、杭に繋いだままの馬に乗りぐるぐる回る者、集められた遊女たちは哀れにも馬に踏み潰された」（平家物語）とその狼狽振りが記されている。

お屠蘇気分抜けぬ9日、日銀がオペ（公開市場操作）で超長期債の購入を減額、異次元緩和の「出口」の地均しではと「水鳥の羽音に驚く平家」の如き狼狽的な円買いが起きた。日銀はこの日、残存10年超・25年以下及び残存25年超の国債買入額を前回オペから夫々100億円減額した。前者は2016年12月28日、後者は2017年11月24日以来の減額オペだった。

10:10すぎに日銀が国債買入れオペ予定額を通知した直後、わずか30分で50銭ほど円高が進み、その後もジリジリと円高が進み、10日には1日半で1円超、約1ヶ月ぶり111.30円水準の円高となった。

日銀は「政策的な意図はない」とするが、市場は異次元緩和縮小の「水鳥の羽音」に神経質になっている。日銀オペ減額（9日）を受けて注目された10日の10年債入札は、応札倍率3.74で前回の3.70を上回り最低価格は予想を上回って無難な消化となったが、疑心暗鬼に陥った債券市場の売りは収まらなかった。

確かに、日銀は16年9月に政策目標を国債購入の「量」から「金利」に変更し、国債購入の漸進的縮小「ステルス・テーパリング」を進めている。年80兆円を目途とする国債保有残高の増加額は足元で50兆円台に減少している。

昨秋以降、黒田総裁ら日銀幹部は、超低金利が金

融仲介機能を阻害する等「弊害論」（リバーサル・レート論）に言及、「水鳥の羽音」を反響させた。オペ減額が「意図しない円高」を招いただけに、日銀としても今後、減額に慎重にならざるを得ず、「次第に円買いの流れは徐々に緩和していこう」（外銀幹部）。

一方、4月8日には黒田総裁の任期が満了となる。「ポスト黒田」は黒田総裁というのが既定路線だが、後任人事が2月ないし3月に正式に決まるまでは神経質かつ波乱含みの相場展開が想定される。

日銀総裁4月任期満了に潜む「ブラックスワン」は、黒田退任であり後任総裁が誰であれ「テールリスク」顕在化となって、リスク回避の円急騰、日本株急落が惹起されよう。

しかも、「ポスト黒田」が黒田総裁となっても、「過去の歴代総裁に2期10年の任期を全うした総裁はいない。黒田総裁は2期目の2年ほどで高齢を理由に交代する可能性が高い」（ある政府高官）。

海外投資家の間では、黒田総裁の再任が決まっても「いざなぎ」超えの長期景気拡大とデフレ脱却を追い風に、日銀が「出口」を模索するのではないかと疑心暗鬼がくすぶっている。

だが、日銀としては、現段階でQQE（量的質的緩和）の出口の予定など毛頭ない。円高は脱デフレに冷や水をかけ、物価目標達成を遠ざける。円高デフレ再燃という犠牲を払ってまで日銀には出口を急ぐ理由はない。

むしろ、株価というのは業績に裏打ちされた適正水準にいずれ回帰する。2016年6月の英国EU離脱「Brexit」、11月の米大統領選でのトランプ勝利など種々リスク顕在化による下落局面があってもそこは「押し目買い」の好機といえよう。

好景気・金利上昇・株高「新トリレンマ」

一方、「世界的好況と株高という良好な経済と対照的に気が滅入るような政治状況のまま2018年が幕を開けた。こうした政治と経済の全く異なる風景は、いずれ好調な経済が酷い政治を救うか、酷い政治が経済を台無しにするか、不透明感が強い」（英FT紙1月10日付）一。

実際、戦後、各国が協力し合って築いた世界の政治的秩序を脅かす要素が複数存在する。その一つが、超大国の米中の「鞘当て」リスクであり、すでにフェイクニュースとなって顕在化している。

「中国当局が米国債購入ペースを落とすか、停止するよう勧告した」（ブルームバーグ1月10日）一。10日のNY市場でこう報じられ米10年債利回りが一時2.595%へ急上昇、ドル/円は一時111.27円近辺

へと昨年 11 月末以来の円高となった。

通常、米長期金利上昇はリスク選好の円売り要因だが、この日は違った。ドイツ銀行アナリストは「米国が保護主義的な措置を講じる可能性を考えると、中国が重要なカードを保持することを、機先を制して示すことは理に適っている」とレポートした。

「貿易に関するトランプ政権の措置がどれほど破壊的なものか、また、そうした措置は米国にも打撃を与え得ることを示す誘因が中国にどの程度あるかにかかっている」（ドイツ銀行）との見方を示した。

翌 11 日の東京市場、中国の国家外為管理局（SAFE）が「我々はこの報道が間違った情報源を引用したか、偽ニュースの可能性があると考えている」と声明、中国当局が米国債削減報道を否定して 11 日東京市場 16：15 頃にドル/円が 111.88 円近辺へと円安が進んだ。

改めて、米中対立が最大の政治リスクであることを周知した一件だったが、これも「ブラックスワン」顕在化による急落は押し目買い好機を印象付けた。

一方、ある米系投資家が「足元で 5000 億ドル（約 56 兆円）以上の米国株が価格変動率を目安に運用されている」と打ち明ける。

しかも、世界の機関投資家は「利回り狩り」の様相を呈し低格付け高利回り債（ハイイールド債）へ駆け込み、投信のハイイールド債保有比率はすでに米国で 3 割、欧州で 2 割にのぼる。

2015 年 8 月に中国が突然人民元切り下げに踏み切り、原油が急落、米 FRB の QE テーパリング観測が重なり市場は疑心暗鬼に陥った。恐怖指数（VIX 指数）が一日で 40 超へ跳ね上がった。

「米ゴールドマンが市場評価に警告ー19 世紀末以来水準、痛みが変わる（インフレ加速が急な痛みの引き金になるリスクシナリオも提示）」（ブルームバーグ 16 年 12 月 23 日）ー。

「株式と債券、クレジットが同じように同時に高くなる状況はめったになく、『活況の 1920 年代と黄金の 50 年代』のケースだけだった」と分析、「楽しいことには必ず終わりがやって来る。弱気相場がやがて訪れるだろう」（GS）と予想した。

確かに、株式と債券、クレジット市場の強気相場の長期化に伴い、平均的バリュエーション（評価）を示す指標が 1900 年以来で最も高い水準にある。

むしろ、米国株 9 年ぶり「弱気相場」到来があるとするれば、パウエル次期 FRB 議長による「イエレンなきイエレン路線」離脱であろう。

折しも、トランプ大統領が 12 月アラバマ州補欠選挙対策でレーガン減税以来 30 年ぶり税制改革法案の年内成立へ断固たる政治力を発揮し、法人減税が景気を過熱させるリスクが台頭しつつある。

だが、前出の米系投資家は「経済学博士でなく弁護士上がりのパウエル次期議長だけに、愚直に『イエレン路線』を踏襲するだろう」と強調する。

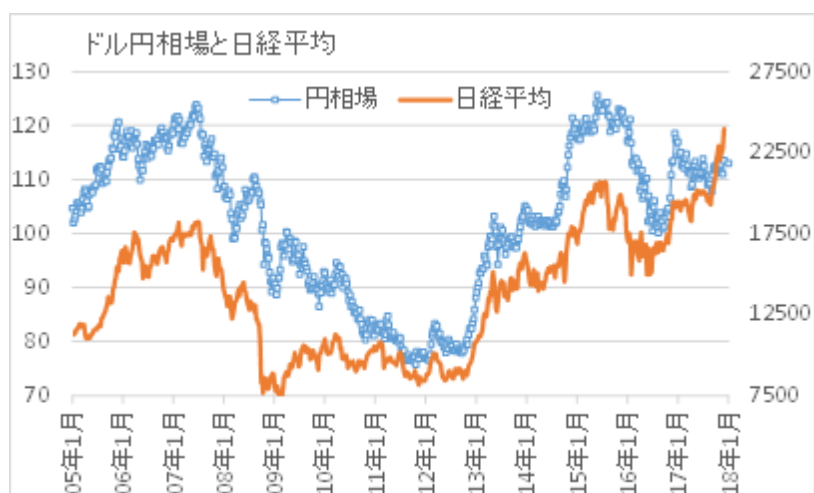
だが、そうした慎重な利上げ路線が逆に米景気を過熱させ、3%超へ長期金利上昇を促すリスクがある。そのパウエル新議長の手腕と政策スタンスを推し量る試金石となるのが 2 月中に予定される初の議会証言だ。

特に、米景気が減税により過熱し、賃金上昇して期待インフレ上昇に繋がれば、米 FRB の金融「正常化」利上げが年 3 回から 4 回へと頻度が増えれば、「ゴルディロックス（適温）」相場の前提が崩れかねない。

実際、高く押し上げられたバリュエーションは、ショックを吸収するバッファーが少ないという単純な理由でドローダウン（水位低下）を招くリスクを高める。だが、それでも世界経済の拡大と構造的な低インフレとパウエル FRB が、好景気と金利上昇、株高継続の「新トリレンマ」を克服、「ブラックスワン」は押し目買い好機と捉えたい。

<日米欧の中銀イベント>

- | | |
|-------------|-------------------|
| 1 月 22-23 日 | 日銀決定会合 |
| 1 月 25 日 | ECB 理事会 |
| 1 月 30 日 | トランプ大統領一般教書演説 |
| 1 月 30-31 日 | 米 FOMC |
| 2 月 3 日 | パウエル新 FRB 議長就任 |
| 2 月 9 日 - | 平昌冬季五輪（ー3 月 25 日） |
| 2 月 中 | パウエル新議長の初の議会証言 |
| 3 月 4 日 | イタリア総選挙 |
| 3 月 8 日 | ECB 理事会 |
| 3 月 8-9 日 | 日銀決定会合 |
| 3 月 18 日 | ロシア大統領選挙 |
| 3 月 20-21 日 | 米 FOMC 議長会合 |
| 3 月末 | 米韓軍事演習（延期の可能性も） |
| 4 月 8 日 | 黒田日銀総裁の任期満了 |



お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。