

# 緩和的な「金融環境」が支える米国株 「全米金融環境指数」7月-0.84とマイナス圏

株式会社ジャパネコノミックスパルス  
Japan Economic Pulse Co., Ltd.  
info@j-pulse.co.jp

2018/8/8

米中「貿易摩擦」激化懸念や米長期金利の3%台への再上昇にも米国株のダウサイドリスクが高まらない。JP モルガンによれば、世界にマイナス利回り国債が9.2兆ドルあり、特に欧州債利回りの低さが米国債利回りを押し下げ、イールド・スプレッドのフラット化が概念的な景気後退を示唆、シカゴ連銀「全米金融環境指数」(NFCI)が7月-0.84と未だ緩和的な金融環境が米株価を支えそうだ。

### 「気圧計」低下のイールドカーブ・フラット化

「米中貿易摩擦の激化にも拘わらず、労働市場の逼迫にも賃金上昇圧力が軽微であり、米国の金融環境が未だ緩和的なことが、米国株を支えている」ー。元 USTR 高官の NY 金融筋がこう解説する。

確かに、米国の金融環境は相変わらず緩和的であり、シカゴ連銀が公表する「全米金融環境指数」(NFCI)は7月27日現在、-0.84と5月下旬時点の-0.85から金融環境は平均より約1標準偏差ほど未だ緩和的な水準を維持している。

シカゴ連銀「金融環境指数」は、資金調達の容易さを測る代表的な指標で、「信用」、「レバレッジ」、「リスク」の3つのカテゴリーに分類される105の変数に基づいて算出され、マイナス幅が大きいほど金融環境が緩和的とされる。(次頁図参考)

確かに、米FRBが2015年12月から利上げを続け、17年11月中頃を底に同「金融環境指数」は反転し、18年3月にかけてマイナス幅を縮小、米長期金利上昇に端を発したボラティリティ急騰による米国株急落に先行したことは記憶に新しい。金融環境の引き締まりが、低ボラティリティのぬるま湯に浸かっていた市場に冷や水を浴びせたのだ。

だが、4月中旬を境に再び「金融環境指数」はマイナス幅を広げて推移、米長期金利が再び3%を上回った際にも米株価指数へのショック・アブソーバーとなって影響は限られた。

一般的に、FRBが利上げを続ければ、銀行の資金調達コストが上昇し、企業や家計の銀行借入れ金利上昇により次第に資金調達が困難となり、金融環境はタイト化していく。むしろ、米FRBは15年12月より緩慢ペースながら利上げを続けており、米国の金融環境は徐々に引き締まっていると考えられる。

ところが、「全米金融環境指数」のマイナス圏推移に象徴されるように、米国の金融環境は引き締まるどころか、むしろ緩和環境が維持されている。背景に、超過準備預金金利と翌日物リバースレポ金利上昇による米金融機関のFRBからの受取利息の増加がある。

つまり、FF金利に上限と下限が設定されている限り、FRBが利上げをしても資金調達コストの上昇に直結せず、金融環境は引き締まりにくい環境が続くことになるのだ。

一方、緩和的な金融環境には、「気圧計」の低下に似るイールドカーブのフラット化があり、米経済の変調ムードを醸して久しい。

多くの場合、イールドカーブのフラット化は、中央銀行の利上げによる短期債利回りの上昇が原因であり、米2年債と10年債利回りのスプレッドは7月第3週に25bpと07年7月以降で最もフラット化した。

これも、15年12月に始まった米FRBの0.25%の7回にわたる利上げを受けた現象に他ならない。米FRBは6月FOMCで今年2回目の利上げに踏み切り、FF金利は1.75-2.0%に引き上げられ、次は9月FOMCで0.25%の追加利上げが確実視されている。

問題は、9月のFF金利引き上げで、2年債と10年債のスプレッドがほぼゼロに到達する可能性だ。むしろ、イールドカーブのフラット化は、概念的には景気後退(リセッション)が示唆され、企業マイナンドや家計消費を慎重にさせる結果、緩和的な金融環境の継続を後押し効果がある。

### マイナス利回り国債が世界中で9.2兆ドル

「JP モルガンの推定では、7月中旬時点でマイナス利回りの国債が世界中で9.2兆ドル相当あり、特に欧州債利回りの低さが米国債利回りを押し下げている」(パロンズ誌7月23日号)ー。

金融危機を受けた海外中銀の超低金利政策が米国のイールドカーブに影響を及ぼしている。実際、米FRBがFF金利を引き上げ、マネタリーベースの伸びが抑制されると銀行貸し出しの伸びが鈍化し、最終的には消費の鈍化に繋がっていく。

確かに、9月と12月のFOMCで今年あと2回の利上げが実施された場合、米経済は2019年の景気後退を覚悟する必要があるかもしれない。すでに、ドル高や銅価格の下落などは、流動性の伸び鈍化を示唆している。

そもそも、米景気拡大に伴う米系投資家のリスク選好ムードが海外投資を促しドル・インデックスを押し上げるからドル安は好調な米景気の証しである。

ところが、イールド・スプレッドのフラット化が示唆するリセッション懸念を払拭して余りあるのが30年振り大型減税である。「減税効果により米景気が今後1年以内にリセッションに陥る確率は

10-20%程度にすぎない」(元 USTR 高官 NY 金融筋)。

米 CEA (経済諮問委員会) ハセット委員長も「米経済は向こう 5 年、毎年 3%程度のペースで成長する」(日経新聞 8 月 1 日インタビュー) と語るのも無理はない。

これまで第 2 次世界大戦後の米景気拡大局面は 10 年が最長だったが、足元の米景気は 09 年 7 月から成長が始まり、すでに拡大局面は 10 年目に入っている。

「米経済成長に最も貢献しているのが減税であり、今後 10 年にわたり減税効果が 0.5%程度 GDP を押し上げる」(ハセット委員長) とされる。

一方、通常であれば緩和的な金融環境に大型減税が相まって米景気は過熱し、FRB の利上げペース加速となって米株価はダウンサイドリスクを強めかねない。ところが、トランプ政権による中国製品 2000 億ドル関税率 25%への引き上げ検討や米商務省の中国軍需関連企業 44 社の輸入管理規制対象指定(1 日) など米中「貿易摩擦」激化懸念にも 2 日の米ダウ平均は一時下げ幅を 200 ドル超に広げながら引けは僅か 8 ドル安にとどまる始末。

米株価が大きく下げる局面で「buy on the dips」と押し目買いが入るのは「ゴルディロックス(適温)相場の証しである。4-6 月期実質 GDP は 4%成長が実現し 7-9 月期も高成長が続くと予想されるが、米中「貿易戦争」が過熱気味の米景気に程よい冷風を送り込んでいるのだ。

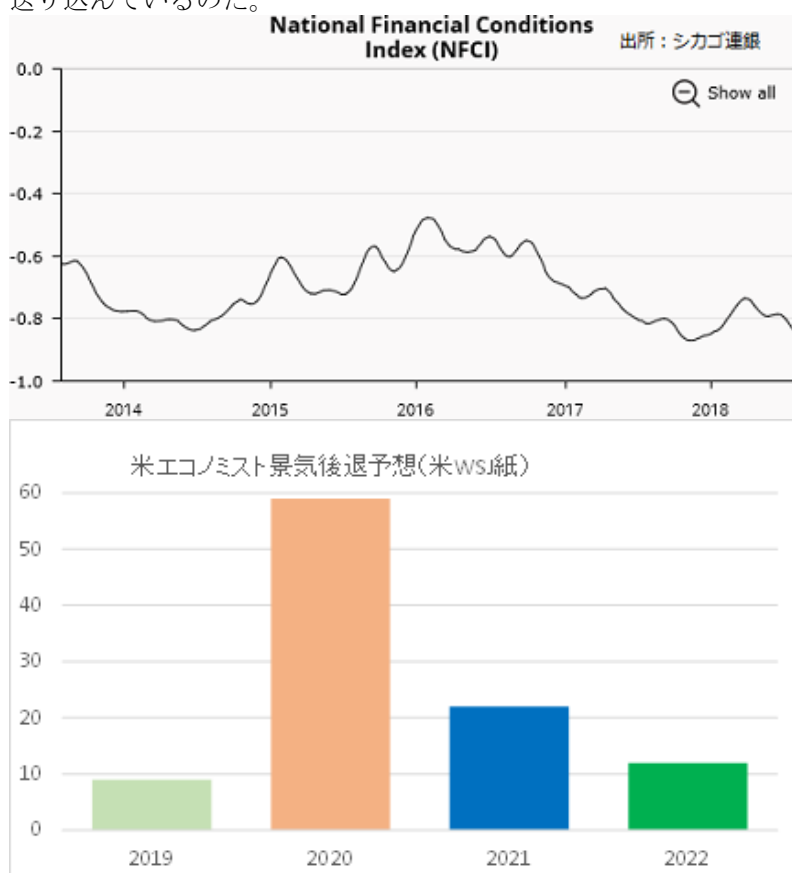
一方、中間選挙を控えてトランプ大統領は「人気取り」効果が高い対中強硬策に一層傾斜を強めている。片や、中国の習近平主席は 7 月 31 日開催の共産党「政治局会議」において、1) 今年下期の積極的な財政政策による景気下支え、2) 金融緩和への修正と人民元安容認、3) 不良債権処理などデレバレッジ構造改革の延期一等を決めた。

中国が貿易戦争に備え、人民元安を容認すれば中国製品値下がりにつながり 10%の追加関税では制裁効果が出ないと判断、トランプ大統領は急遽、中国製品 2000 億ドル関税率 25%への引き上げ検討を指示した。

中国商務省報道官は 2 日、「中国はすでに十分な準備ができており、反撃に出て国家の尊厳と人民の利益を守らざるをえない」と談話を発表、米中「貿易戦争」は泥沼のチキンレースの様相を呈す。

米 USTR (通商代表部) が検討する関税率引き上げ対象は、中国輸入の 4 割に相当する。すでに第 1 弾 340 億ドル、第 2 弾 160 億ドルと合わせ 500 億ドル分の中国製品に 25%の関税を発動、第 3 弾の追加 2000 億ドルに関税賦課となれば、輸入中国製品の半分に 25%の高関税が課せられる。

こうした中国制裁関税にトランプ支持者の 75%が賛同との調査がある。実際、トランプ支持率は 4 割前後で底打ちし僅かに上昇、特に、共和党支持者のトランプ支持率は 9 割近くという。



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。