

Too late 回避 12 月利上げで「幕引き」

2018/12/19

1989 年 2-10 年「逆イールド」前の利下げで株安阻止

すでに 10 年ぶり米 2-5 年債「逆イールド」が発現し、来る 2-10 年債「逆イールド」惹起前に「preemptive」（予防的）な金融緩和に転換しなければ「Too late」となって株価の大幅安を招きかねない。19 日 FOMC 後に年内最後の記者会見に臨むパウエル FRB 議長は、12 月利上げで 15 年 12 月以降続いた金融「正常化」利上げの「幕引き」を図ることになりそうだ。

10 年ぶり 2-10 年債「ゼロ接近」で「late」

在 NY 金融筋は、「以前の『データ依存』から米 FRB の利上げシナリオは 12 月利上げ『One and done』（1 回限り）が決まり文句となりつつある」と打ち明ける。

米 FRB の利下げ転換が、2 年-5 年債「逆イールド」発現時の「late」であれば株価調整は浅いが、2-10 年債「逆イールド」発現後の「Too late」となれば株価暴落を招きかねないからだ。

事実、1980 年以降、2 年-10 年債「逆イールド」が起きて暫くして景気後退（リセッション）が訪れるパターンが繰り返されている。特に、1980 年代後半、1989 年 6-12 月、2000 年 7 月-2001 年 1 月、2006 年 8 月-2007 年 5 月の 3 回、2 年-5 年債「逆イールド」局面が 2 年-10 年債「逆イールド」へ波及した。（次頁参照）

そして、3 回あった 2-10 年債「逆イールド」局面のうち、1989 年は株価の大幅安は回避されたが、2000 年後半の IT バブル崩壊、2008 年リーマンショックの 2 回は株価暴落に繋がった。

IT バブル崩壊は、2000 年 3 月に 2 年-5 年債「逆イールド」が発現、00 年 7 月に 2 年-10 年「逆イールド」が起きたが、FRB の利下げ転換は 00 年 8 月に「Too late」となり、翌月 9 月より株価が急落した。

08 年リーマンショック時は、2-5 年債「逆イールド」が 05 年末に発現し、翌 06 年夏に 2-10 年債「逆イールド」に波及、米国株は 07 年夏「パリバショック」以降下げ始めるが、FRB が金融緩和に転じたのは「逆イールド」から 1 年後の 07 年 8 月だった。

一方、1989 年は、2 年-5 年債「逆イールド」が同年 1 月に発現、その 3 ヶ月後の 4 月に FRB が利下げに転じ、2-10 年債「逆イールド」は 6 月に起きた。だが、1989 年は FRB の「preemptive」（予防的）な利下げ転換が、その後の株価調整を浅くした。

米ダウ平均は 17 日、一時下げ幅 600 ドル超と 3 月の年初来安値に肉迫、12 月の下落率としては世界恐慌の 1931 年以來の大きさである。下げを加速さ

せたのは米 CNBC で正午放映された「新債券王」の異名を取るジェフリー・ガンドラック氏の「秋口まで相場を牽引した大型ハイテク株の下げ幅が 2 割に達し、S&P500 指数は『弱気相場』に入った」との発言だった。

「弱気相場」の一般的な定義は、高値から 20% 以上の下げだが、現在 S&P500 の下落率は 1 割にすぎず、未だ「弱気相場」入りとは言えない。だが、「指数は年初来安値を更新するだろう」と断じたガンドラック予言が売り材料視された。

ある米系投資家は「米経済及び米国株を牽引してきた『GAFA』の企業業績が衰えはじめ、規制論や批判の聲の高まりと共にすでに『弱気相場』に入った」と懸念する。

略して「GAFA」（グーグル、アップル、フェイスブック、アマゾン）ー。プラットフォームと呼ばれる 4 社の米 IT（情報技術）大手が世界中の投資マネーを吸い込んで米国株 10 年に迫る「強気相場」を牽引してきた。

実際、資産運用者は米 S&P500 の時価総額の約 1 割を占める「GAFA」をポートに組み込まねばインデックスに追随できないジレンマを有したが、「GAFA」4 社そろって 2018-19 年の売上高、EPS（1 株当たり純利益）ともに成長率が鈍化、特にアマゾンとフェイスブック 2 社は、2 期連続で売上予想の下方修正を余儀なくされた。

すでに、米株「弱気相場」入りで、これまでタカ派だった米金融大手ゴールドマンサックスが、「パウエル議長は 19 日、成長鈍化を認め、政策決定はデータ次第であることを強調」と予想する。

弱含む米雇用「解雇通知」15 年以來の最高

実際、解雇通知の件数が年初来 49.5 万件（前年同期比+28%）と 2015 年以來の最高となり、11 月の U6 失業率（不完全雇用率）は 7.6%へと 10 月の 7.4%から上昇、失業保険申請件数の 4 週移動平均は今春 4 月以降で最も高くなった。

米 11 月雇用統計の非農業部門就業者数は 15.5 万人と事前予想の 20 万人を下回り、3 ヶ月移動平均は 17 万人と 18 年の大半 20 万人を下回った。

米 FRB が 12 月 5 日に公表した米ベージュブック（10 月半ば-11 月末）は米景気拡大ペースこそ前回通り「緩慢ないしゆるやか（modest or moderate）」としたが、「企業が見通しへの楽観度を後退させた」と企業活動の下方修正を明示した。

米 GDP の 6 割を占める中小企業センチメントが悪化し、アニマルスピリットが減退を示しつつある。

米企業のアニマルスピリットを象徴する全米自営業者連盟 (NFIB) 11 月の中小企業「楽観度指数」が 107.4 と事前予想の 108.0 を下回り、過去最高を更新した 8 月 (108.8) から 3 ヶ月連続で低下した。株価下落による「逆資産効果」と減税効果の一段落により行き過ぎたアニマルスピリットが減衰しつつあるのだ。

NFIB の中小企業楽観度指数は、米 FRB が公表する労働市場情勢指数 (LMCI) に含まれるとともに米 GDP の 6 割を担う中小企業センチメントだけに、FOMC メンバーもその動向を注視しているという。

トランプ政権は 6 月から鉄鋼・アルミ関税を欧州連合 (EU)、カナダ、メキシコを盛り込み、7-8 月に中国の知財関税の 340 億ドルを発動、9 月には中国に第 3 弾 2000 億ドルの追加関税を発動、米中摩擦が「貿易戦争」へ先鋭化した。

7 月の米欧首脳会談では新たな関税導入回避で合意、NAFTA は 3 ヶ国で合意、12.1 米中首脳会談で 2000 億ドル 25% への関税引き上げ 90 日猶予で合意したが、中国通信大手ファーウェイ副会長逮捕で不確実性が強まった。

一方、10 年に迫る米景気拡大を続けながら生産性の向上や労働参加率の伸びでコストプッシュ・インフレが回避されている。何より、法律家のパウエル議長を理論面で補佐する経済学者クラリダ FRB 副議長は、生産性上昇を評価し最近「ハト派」に変身、「インフレなき経済成長」を唱えるクドロー NEC (国家経済会議) 委員長の考えに近付いた。

パウエル FRB 議長が 11 月 28 日、現在の政策金

利について「経済に中立的とされる水準をわずかに下回っている」と利上げ打ち止め水準接近を示唆したのも副議長の「地均し」の余勢を駆ってのことだ。米ダウ平均はこの日 (28 日) 2.3% も急騰し、「市場は往々にして FRB 議長の発言に左右される」としたニューヨーク連銀レポートの有意性を証明した。

NY 連銀のレポートは「2011 年 4 月から 18 年 6 月の 7 年強にわたり、年 4 回の FOMC 会合後の議長会見が株価上昇のきっかけとして統計的に有意」と喝破した。

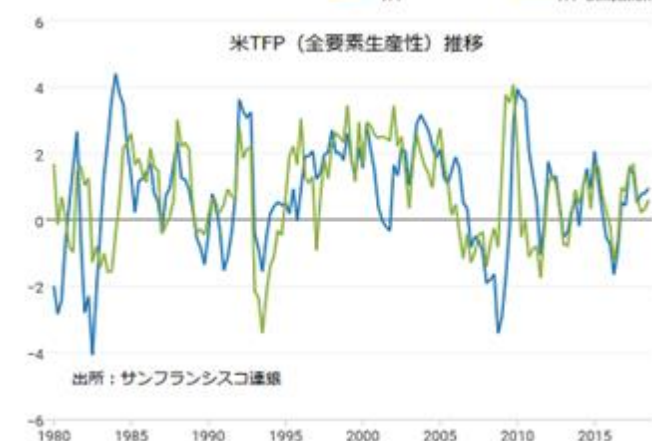
そして、FRB は米 FOMC 議事要旨 (11 月 29 日分) において、従来発してきた「さらなる段階的な利上げ (を進める)」というメッセージを修正ないし削除する旨を示唆した。

インフレ率抑制に寄与する米国の生産性上昇は、サンフランシスコ連銀が公表する「全要素生産性」

(Total Factor Productivity : TFP) や「テックパルス指数」(Tech Pulse Index) から一目瞭然となる。テックパルス指数は米国内でのハイテク産業の企業活動の繁閑を示したもので、フィリップス曲線の左下方シフトと相関が高い。

一方、「TFP」は、17 年 10-12 月期の 0.68% から 18 年 7-9 月期には 0.96% へと上昇し、技術革新等による生産性上昇を明示している。労働生産性の上昇率は TFP 上昇率と単位労働当たり稼動資本ストック増加率に資本分配率を掛けたものとの和に等しい。

つまり、技術革新による生産性上昇にフィリップス曲線が左下方シフト、インフレ率が安定を続けていれば FRB が利上げを続ける根拠は乏しくなる。



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。