

「天井圏」に差し掛かった米 S&P500

日本株は早くも上値の重い「夏枯れ」相場の様相

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

2019/7/31

歴史的な低インフレ下で世界の中銀が金融緩和競争に馳せ参じケインズが「経済の死」と言ったレベルに世界の長期金利が低下、ドイツとイタリア・スペイン 10 年債利回り差が縮小する一方、米企業の債務残高は 15 兆ドル超とリーマンショック時を上回り 10 年に及ぶ債務サイクルの負荷が積み上がる。未だ米 FRB は景気後退回避で 7 月末と 9 月、12 月の年内 3 回「preemptive」（予防的）利下げを見据えているようだ。

自動車等除く米 6 月小売売上高 15 年ぶり高水準

在京の米系投資家が「米 7 月 FOMC は、利下げ後に FRB が発表する FOMC 声明で、年内の利下げが年内 1 回（9 月）なのか、2 回（12 月）に及ぶのか、米景気や資産バブル、過剰債務などへどのような言及がなされるかが最大の注目点」と指摘する。

NY 賢人エコノミスト米投資銀行エバコアのエド・ハイマン副会長が「FRB は 1995 年型の年内 3 回の 25bp の利下げに踏み切る」といい、弊誌 J-pulse Briefing（7 月 11 日付）も『景気後退阻止 FRB 年内 3 回 25bp 利下げ』と題し 7 月・9 月・12 月の年内 3 回利下げ予想を記した。

完全雇用下の利下げでインフレ懸念が台頭しないかとの問いにハイマン氏は、「就業者数が増え、失業率が歴史的な低水準へ低下したのは、オバマ政権時代に雇用統計にアルバイトやパートタイマーを組み入れた成果に他ならない」と完全雇用論を否定する。

事実、長期失業率は未だ 7.6%と高止まりしたまま、米景気循環の下降圧力に米中関税戦争による貿易取引及び世界減速懸念が加わり、「不確実性の強まりにリセッション回避が FRB の主目的となっている」とハイマン氏。

パウエル FRB 議長は 7 月議会証言で「黒人やアジア系などマイノリティーの雇用改善は遅々としている」とし 7.6%の長期失業率を言外の意とした。確かに、就業者数が増え、失業率が半世紀ぶりに 3.6%と歴史的な低水準へ低下、仕事の量は着実に増えている。

だが、仕事の「質」に問題がない訳ではない。「ライドシェア（配車アプリ）や『ウーバーイーツ』（ネット出前）のようなネット系単発仕事『ギグ・エコノミー』の類いが増えてはいるが、それでも全雇用の僅か 1%にすぎない」（英エコノミスト誌 5 月 23 日号『The rich world is enjoying an unprecedented jobs boom（先進国が謳歌する空前の雇用ブーム）』）。

パート比率は 2013 年から顕著に低下し、非熟練

市場よりはるかに急ピッチで熟練労働市場が拡大しつつある。未曾有の失業率の低下は、インターネットの技術革新の恩恵を受けている側面もある。

その昔、欧米の求人手段は新聞広告が主流だったが、今はネットで求人の需要と供給が即マッチングする。2016 年までの 10 年間で企業の求人費用は 80%の大幅削減となり、求職者の方も失職期間が 25%も短縮した。

つまり、好況ながらもインフレ昂進がなく、米経済は製造業や資本財などで脆弱な兆しが露見されるものの、引き続き力強い個人消費が米国株「強気相場」を牽引して止まない。特に、米 6 月小売売上は GDP の 3 分の 2 を占める個人消費の活況を明示し、自動車・ガソリン、建築資材を除く小売売上高はインフレ調整後で前期比+6.1%と 15 年ぶり高い伸びを記録した。

記録破りのアマゾンドットコムの子会社向け「プライムデー」の好調や 7 月ミシガン大学消費者信頼感指数の楽観的な数字などが個人消費の強さを物語る。かかる消費関連の好調を受け S&P500 指数の一般消費セクターの年初来の上昇率が 24.2%と大幅高となって米国株「強気相場」を牽引してきた。

だが、「すでに米 S&P500 指数がチャート的には天井圏に差し掛かろうとしている」（米系投資家）。

一方、米 FRB の利下げに対し黒田総裁は 22 日ワシントンで講演し、「政策効果の利点とコストを比較しながら適切に運営していく」に留め今回の決定会で追加緩和に動く兆しはない。次善策としてフォワードガイダンス見直し案も取り沙汰されるが、「10 月に消費税引き上げを控え、追加緩和カードは今秋以降に温存しておきたいのが本音だろう」（ある政府筋）。

日本株の上昇は海外投資家の買いに依拠するだけに、日銀の追加緩和がなければ買い材料に乏しく日経平均は自ずと上値の重い「夏枯れ相場」の様相を呈しそうだ。

「歴史は繰り返さないが『韻』を踏む」

米国の作家マーク・トウェインの「歴史は繰り返さないが韻を踏む」という格言に照らせば 2018 年後半に米景気は「成熟」局面に入り、米長期金利が中立水準を超えて 3%台へ上昇した途端に住宅市場が減速し自動車販売もピークを打った。

この展開は見事に「韻」を踏んでおり、そこには 10 年に及ぶ米景気拡大局面で突出する米国株高と米国企業債務の増大がある。しかも、そこにトランプ再選戦略が押し掛かる。

「貿易摩擦や世界景気の減速を受けて Fed は既に市場からの利下げ圧力に直面、20 年の米大統領選に合わせ市場にポジティブな影響を与える政策に着手しよう」（バロンズ誌 6 月 9 日号『Is the 2020 Campaign Already Shaping the Stock Market? (2020 年米大統領選すでに米株相場を形成か)』）。

しかも、米利下げ期待で社債金利が低下、米社債 6 月発行額が 250 億ドル（約 2.7 兆億円）と 1 年 9 ヶ月ぶり高水準に達し昨年末に 8%だった低格付け債の平均利回りは 6 月下旬に 6%を割り込んだ。

金利低下は世界的な現象であり、ドイツやフランスの国債利回りはマイナスに落ち込み、投資家は多少の財務リスクを冒してもイールド・ハンティング（利回り狩り）に奔走、低格付け社債に資金を向かわせている。

企業が低金利で資金調達できれば、設備投資や研究開発がより活発化、景気が刺激され、「逆イールド」に象徴される景気後退が回避できる。

むしろ、在 NY 金融筋は、「米企業の債務残高は 15 兆ドル超とリーマンショック時を上回り、対 GDP 比で過去最大にあり、10 年に及ぶ債務サイクルの負荷が着実に積み上がっている」と打ち明ける。

特に、レバレッジドローンと呼ばれる変動金利型の信用力の低い企業向け融資が急増、同ローンも未

だ高水準の発行が続いている。好況の際には問題が表面化しづらいが、景気減速やリセッション入りとなればこうした低格付け債の利回りが連鎖的に逆回転すれば、健全な企業の資金繰りも悪化しかねない。

国際決済銀行（BIS）によれば、いま米上場企業の 6 社に 1 社が 3 年連続で利払い額が営業利益を上回るゾンビ企業であり、社債発行残高の 5 割強がジャンク債、3 割が「Baa」債である。

だとすると、今後、景気が悪化するなら「Baa」債はジャンク債に転落し、売りが売りを呼ぶ社債金利上昇となってゾンビ企業中心に大量倒産が続出しかねない。

FRB がリセッション予兆「逆イールド」を放置し、過剰債務を抱えたまま米景気後退入りを許せば、ゾンビ企業は収益減少に伴う利払い削減デ・レバレッジ（債務削減）へ大挙、設備投資や雇用削減となって米リセッションの「火に油」を注ぎかねない。そうした事態を避けるための preemptive な 7 月利下げである。

もっとも、7 月利下げを決めた後の FRB 声明が市場の期待するハト派的でなければ、米長期金利上昇と共に S&P500 指数など米国主要株価指数の暫し反落が不安視される。



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。