

伸び悩む日米欧「3 極中銀」総資産

ECB の QE 縮小、株価と相関強い日米欧中銀資産

2020/1/22

昨秋 9 月中旬から T-Bill 購入の新型 QE（量的緩和）に踏み切った米 FRB がこの 4 ヶ月半で購入した米国債は 27 兆円に及んだが、ここに来て世界株価指数の上昇と強い相関関係がある日米欧 3 極中央銀行の総資産増加が伸び悩みつつある。もっとも、1 月に 9 ヶ月移動平均が 24 ヶ月移動平均を上抜くゴールデンクロス、2 月にも 12 ヶ月移動平均が 24 ヶ月移動平均を上抜くゴールデンクロスが見込まれる日経平均の中期的「強気相場」は継続しそうだ。

日米欧中銀の総資産+0.8%に伸び鈍化

ある米系ファンド幹部が「ここに来て世界株価指数の上昇と強い相関関係がある日米欧 3 極中央銀行の総資産増加（量的緩和）が伸び悩みつつあり過剰流動性『金融相場』の重石となりつつある」と米国株の過熱警戒感を示す。

中東情勢も米国とイランが軍事衝突回避に向けて動き、独調査会社センチックス 1 月投資家信頼感指数は 12.1 と前月から大幅に改善し 19 年 5 月以来の高水準となった。

米中貿易協議「第 1 段階合意」による貿易戦争「停戦」に加え、昨秋 9 月中旬から続く米 FRB の T-Bill 購入の新型 QE（量的緩和）による流動性供給、この 4 ヶ月半で 27 兆円にも及んだ米 FRB の米国債購入などに米国株は連日にわたり史上最高値を更新している。

世界的な金融緩和とトレンドが世界的な株高の支柱となっていることは言を待たない。19 年は米 FRB が景気減速懸念に対し昨夏 7 月から 10 月までに 3 度の予防的利下げに踏み切り、欧州中銀（ECB）は 9 月に量的緩和（QE）再開と中銀預金金利・0.5%へ引き下げ、米欧中銀は米中貿易戦争をみつつ緩和政策を維持してきた。

だが、米中貿易交渉「第 1 段階合意」が正式署名されて効果が住宅販売や株価に表れ、もはや FRB は通年で利下げに動く余地はなく、米国景気の安定化により米利下げは事実上の打ち止めにある。

米欧中銀が利下げを止めれば、日銀への緩和圧力も弱まる。19 年に米欧が利下げに動いた際、日本との金利差縮小で円高が進むと警戒され、日銀は追加緩和への前傾姿勢を強めた。

だが、日銀にとってマイナス金利の深掘りは避けたく、長引く低金利は融資や資金運用の利ざやや収益減で金融機関の体力を奪い、金融仲介機能を損なう。すでに、「日銀は利下げの副作用が効果を上回るリバーサルレートを意識している」（同米系ファンド幹部）。

金融政策「限界論」の理論的分析に米プリンストン大学マーカス・ブルネルマイヤー教授が主張する「リバーサルレート」論がある。金融緩和が長期化すると銀行が保有する長期固定金利債のキャピタルゲイン（資本利得）が逓減し、利ざやが縮小するため、収益の悪化や自己資本の毀損を生ずる。

銀行は収益確保のため損益分岐金利である「リバーサルレート」以下には貸出金利を下げられず、逆に金利を引き上げる結果、緩和が引き締めに転じてしまうというのだ。

いうまでもなく、米国株が主導する世界的な株価上昇の起点は、前年比の動きと軌を一にする日米欧 3 極の中央銀行の総資産の前年比プラス転換であった。

昨秋 9 月中旬頃から米レポ取引（主に銀行間の資金貸借取引）が停滞し短期金利が急騰、これに対応すべく米 FRB が債券を担保に急遽 600 億ドルの巨額資金を供給した。当初 10 月 15 日までの予定だったが、越年することになった。

この FRB の緊急措置は事実上の QE4（量的緩和 4 弾）と理解され、昨年末の年末高から年明け米国株の史上最高値更新の起爆剤となった。こうした米 FRB 主導の流動性供給策に平仄を合わせるように 20 数銘柄でウエイト 5 割を占める歪な構成の日経平均が「仮需の売り」の買い戻しの需給相場が牽引され、米中貿易協議進展と共に先物主導で 2 万 4000 円台への戻り高が実現した。

だが、「FRB の利下げ打ち止めや ECB の量的緩和（QE）縮小、日銀のマネタリーベース圧縮などここに来て日米欧 3 極中銀の総資産が 2.1%から+0.8%に伸び悩みつつある」（相場研究家・市岡氏）。

日米欧 3 極中央銀行の総資産増加は世界株価指数の上昇と強い相関関係があるだけに過剰流動性「金融相場」の重石となりつつある。

鈍い景況感回復も日本株 28 年ぶり高値模索

一方、「日経平均株価は短期的には調整余地があるが、中期的には 28 年ぶり高値を窺う展開が期待される」（米系ファンド幹部）。

すでに、米中協議の部分合意の正式署名や米国イラン情勢の警戒感の緩和に米ダウ平均が連日最高値を更新し日経平均も 18 年高値 2 万 4270 円まであと 200 円弱に迫った。

本格化する上場企業 19 年 10-12 月期決算を見極めながら上値余地を探ることになりそうだ。日経平均は、1989 年末の最高値 3 万 8915 円から 09 年バブル後最安値 7054 円への下げ幅のフィボナッチ

「61.8%戻し」が2万6700円水準だ。

「切れ目ない万全なマクロ経済運営を進めていく。今夏に新たな成長戦略実行計画を策定する」一。西村経財相が20日の経済演説で今夏にも「新成長戦略」策定を言明したことも日本株には強い援軍となりそうだ。

念後半のオリンピック景気腰折れ懸念が新成長戦略により後退が期待されるからだ。西村経済相はこの日の経済演説で足元の景気について「米中貿易摩擦や中国景気、中東情勢の緊迫化等のリスクがある」とし、雇用環境については「生産性向上に資する取り組みへの支援をさらに加速する」との方針を示した。

さらに「自由で公正なルールに基づく自由貿易の秩序の維持・発展に取り組む」としてTPP（環太平洋経済連携協定）11の締結を各国に促す姿勢を強調、社会保障制度については年金制度改革や70歳までの就業機会確保、中途採用等の促進を公言した。

なお、消費税率の引き上げについては「引き上げ前の駆け込み需要やその後の落ち込みは、現時点では前回引き上げ時ほどではない」と評した。

もっとも、12月景気ウォッチャー調査の現状判断指数（DI）が39.8と節目50を大幅に下回ったまま低迷しており、企業業績持ち直しもまだら模様。確

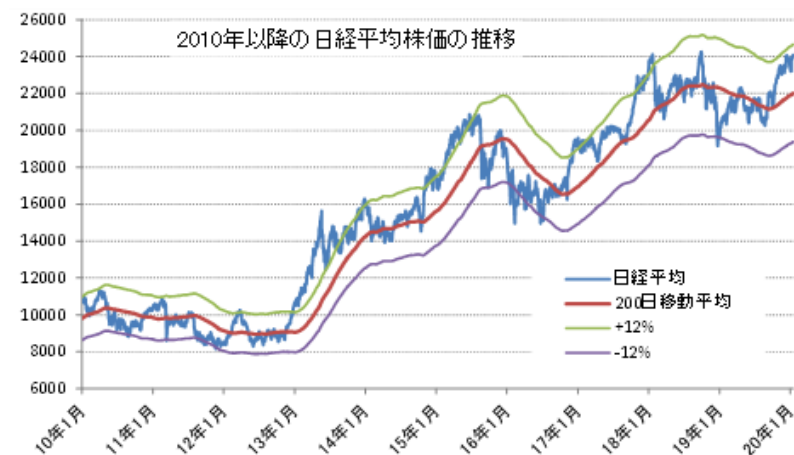
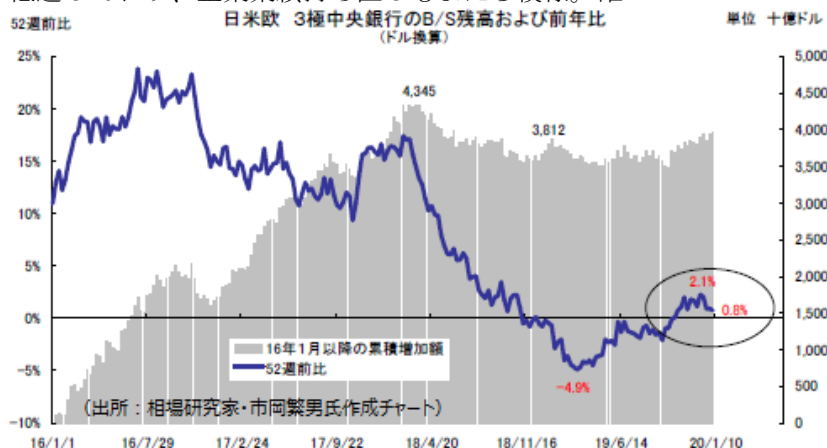
かに、業績予想マイナス幅は縮小しつつあるが、頼みの製造業改善は遅々としている。

だが、日本株は米国株への出遅れを買う期待先行型の「強気相場」が続くそう。前週末の米国株の最高値更新を支えに20日の日経平均株価は前週末比60円高の2万4101円と小幅続伸で終えた。

米12月住宅着工件数が13年ぶり高水準となり世界景気回復への期待が広がるも米国株は低金利環境を加味しても予想PER（株価収益率）は高すぎる。仮に米景気への超楽観シナリオが崩れると、米国株はしかるべき調整を余儀なくされる。

米国株の高値警戒感が根強く投資家は戦々恐々として上値追いが出来ない状態にある。もっとも、バブル崩壊後高値2万4270円を付けた18年10月と比べると日本株を取り巻く待機資金は積み上がった状況にある。

しかも、日本株はバブル後高値に迫ってはいるが、米国株と比べ過熱感が希薄である。何より、中期的に日経平均は年明け1月に9ヶ月移動平均が24ヶ月移動平均を上抜くゴールデンクロスが実現、2月にも12ヶ月移動平均が24ヶ月移動平均を上抜くゴールデンクロス成就が期待され、「強気相場」の継続が示唆されている。



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。