

日米株の底固め促す TED スプレッド縮小 信用不安後退、金融正常機能を後押しで緩和効果表出

2020/5/15

先行き不安感の残る日米株の底固め支援材料として、TED スプレッドの縮小が注目されよう。信用不安や資金繰り不安の尺度となるものだが、ICE・LIBOR（銀行間取引金利）のドル建て金利－米短期国債金利の3カ月物格差（TED スプレッド）は、3月26日を直近最大として縮小に転換し、FRBによる緊急利下げ後の3月4日以来の低水準となってきた。過去にはリーマン・ショックを含めた経済危機後の株価底入れサインとしても実績があり、信用不安の後退と金融機能の正常化が大規模緩和の株高効果を表出させていく。

10週平均が縮小基調に、過去は株高支援

「コロナ担当大臣を担っている西村康稔経済再生相は、野党転落も経験した当選6回前後の自民衆院議員のうち、数少ない選挙区での6連勝（比例復活なし）という実績を誇っている。それだけ勝負強さや地元での信頼、運の強さは持ち合わせている。現状段階でコロナ対応での評価は今一つながら、最終的には一定の収束勝利に貢献していくのではないか」――。

ある自民党本部の関係者は期待を込めつつ、このような指摘を行う。西村氏は経済産業省の官僚出身としてデフレ脱却への使命感も強く、13日には「絶対にデフレには戻さない」という強い決意を政府・日銀が共有しており、感染拡大を受けた経済対策でも、最優先となっている企業への資金繰りなどで連携していく」などと決意を述べている（ブルームバーグのインタビュー）。

それでも現在は米国など海外で「感染2波」や「経済活動再開の場合の感染再拡大」が懸念されるなど、先行き不透明感は根強い。その中で日米株の底固めを後押しさせていくのが、TED スプレッドの縮小改善だ。TED スプレッドとは、LIBOR（銀行間取引、現在はICE＝インターコンチネンタル取引所が管理）3カ月物金利から3カ月物・米国短期国債金利を差し引いた利回り格差が一例となっている。

金融機関どうしの相互不信や信用不安が高まると銀行間取引金利が上昇するため、米国債金利との見合いでスプレッドは拡大する。反対に信用不安が後退すると格差は縮小するため、信用リスクや資金繰り不安、資金逼迫の度合いが反映されるバロメーターとなっている。

最近では1－3月の期末に向けたドル需要とドル調達難などもあり、3月26日に1.51%前後へと拡大する場面があった。リーマン・ショック直後である2009年12月以来の高水準となっている。しかし、

その後はFRBなど各国中銀の金融緩和や資金供給の強化のほか、米国政府の大規模な景気対策、原油相場の一旦の下げ止まりなどもあり、格差は縮小に転換してきた。5月11日時点では0.329%前後に落ち着いている。

FRBは3月3日に資金逼迫への危機対応もあり、1回目の緊急利下げを実施した。現在はその利下げ直後である3月4日の0.290%前後以来となる格差縮小となっている。しかも2－3カ月スパンのトレンドを示す10週移動平均では、2月28日週以来となる下向き化（格差は縮小方向）へと基調が転換してきた。過去のリーマン・ショックを含めた経済危機後や市場混乱後には、米国株のみならず、日本株についても底入れや反転上昇につながる重要サインとなっている。

TED スプレッドが縮小すると、信用不安の後退が金融機能の正常化や資金血流の円滑化を後押しさせる。現在のようなFRBを含めた未曾有の金融緩和局面では、緩和効果が实际的に引き出されやすい。

例えば2008年9月のリーマン・ショックの場合、TED スプレッドは急拡大を経て同年12月21日週の+0.446%前後で最大ピークをつけた。その後は現在と同じようなFRBの量的緩和（QE）強化や資金供給もあり、格差は縮小へと転換。スプレッドの10週移動平均は、翌2009年2月8日週から下向き化への縮小基調に転換している。当時のNYダウや日経平均は下げ渋りを経て、約1カ月後の3月9－10日で歴史的な底入れと反発に移行している。

TED スプレッド縮小、米長期金利は上昇実績

2015年のチャイナ・ショックなどによる市場混乱後には、TED スプレッドが翌2016年9月23日週の+0.686%前後で拡大ピークをつけた。当時の日経平均株価は同年6－7月から底入れとなっていたが、上放れのモメンタムが強まったのは同年11月の米大統領選でのトランプ氏勝利直前、ちょうど10月からと符号している。

もちろん、当座は日米ともに深刻な景気後退や雇用の悪化が続く。ただし、緩和効果の波及経路の順番として、まずは過剰流動性などによる「金融相場」や「不況下の株高」、雇用回復の前段階としての緩和効果による企業のバランスシート修復、そうした要因による「ジョブレス・リカバリー」が先行表出される可能性を秘めている。

そもそも雇用は景気循環として、遅行指標に位置するものだ。リーマン・ショック後に米国株は2009年3月で反転上昇となったが、当時の米失業率は同

月3月の5.1%から約7カ月後の10月に10.0%となるまで慣性的な上昇と悪化が続いた。

その後も約13カ月後となる2010年11月の9.8%まで高止まりが持続。そこからようやく低下の改善トレンド入りに移行している。その期間中にNYダウは底入れから+74%の大幅高となる「過剰流動性相場」や「不況下の株高」が観測されている。そこから米国の雇用は今年前半に至るまで、約10年近い遅行改善が記録された。

現在のTEDスプレッド縮小に見られる信用不安の緩和は、米国の銀行株の下支え要因となっていく。過去実績として同スプレッドの縮小転換は、米10年債金利の上昇に波及してきた（債券価格は下落）。背景としては安全逃避の後退や、信用不安の後退に伴う債券から株式へのシフト、現在のような金融緩和時におけるリフレ効果の顕在化などの影響がある。今回は金利上昇余地に限られるものの、米銀株の下押しは抑制させる。

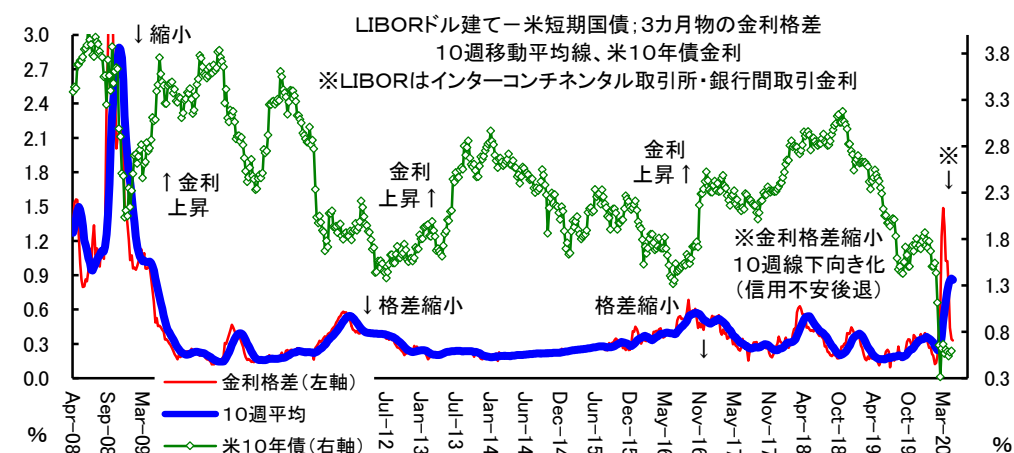
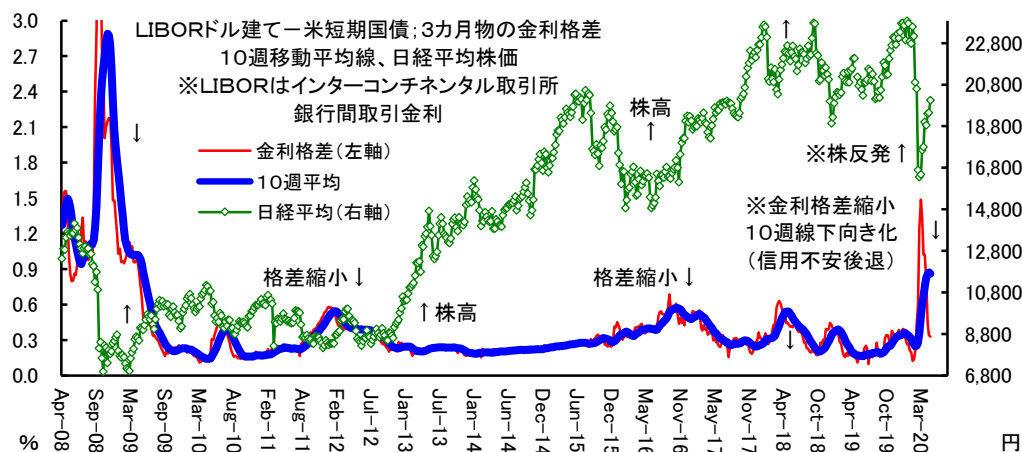
テクニカル面でKBW銀行株指数は、3月23日の55.40という安値で現状は1番底を固めつつある（4月13日の終値は72.29）。この安値は2015年8月以降、チャイナ・ショックや世界株安などで急落に見舞われたあとの底値である2016年2月の55.99と近

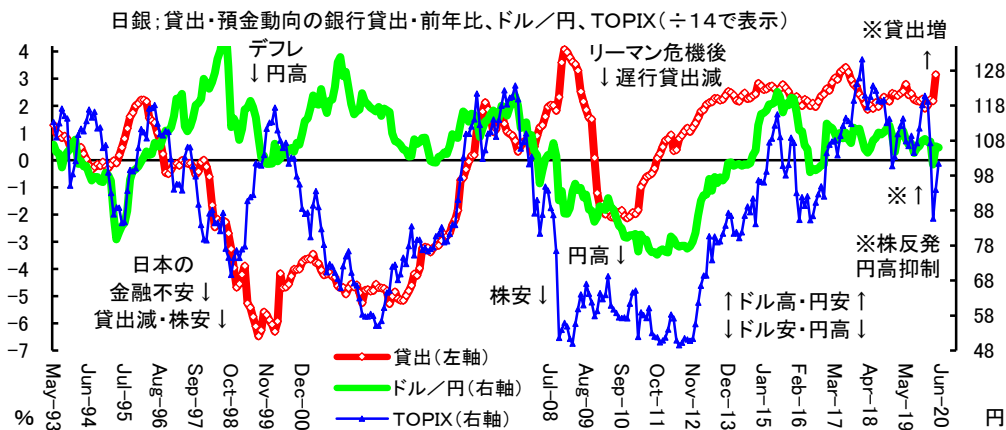
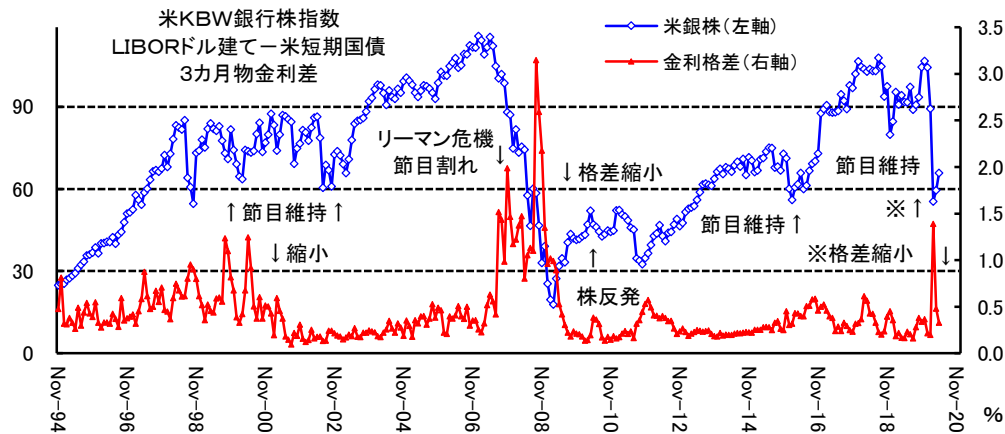
い水準だ。さらにリーマン・ショックで米銀株が底抜けとなった2008年から米国の金融システムが正常復調してきた2013年までの有事期間を除くと、1990年代以降の重要下値抵抗ゾーンと符号する。信用不安入りの水際回避が示唆されている。

日本でも現状段階では、金融不安入りが阻止されている。13日には日銀による4月の貸出・預金動向で、全国の銀行の貸出平均残高は、前年比+3.1%の482兆8637億円となった。日本が本格デフレ入りする直前の1999年9月以来という高水準になっている。

あくまでもコロナ打撃による危機対応や、未然の資金確保対応の特殊影響によるものだ。リーマン・ショック直後にも2008年12月に同+4.1%と危機対応などで融資が急増したが、その後は遅行急減となっており、今回も先行き予断は許さない。

それでも現状では、日銀の大規模緩和策が銀行貸出の増加に波及するという、金融正常機能が見られている。1990年代以降の日本の金融システム不安時やデフレ局面に比べると、金融緩和が機能不全となる流動性の罣は回避されている状態だ。それが日銀緩和策の実際的な効果などもあり、良くも悪くもながら日本株の底堅さと円高・ドル安の抑制に寄与している。





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。