

Economic Data Watch

金融市場調査部 シニアエコノミスト
渡辺 浩志

FRBは政策の自律性を取り戻せるか

KEY POINT

- 現在の米国にはバブルの要素はなく、それゆえバブル崩壊による深刻な景気後退を警戒する必要はない
- 昨今の株安は過度な不安心理によるミスプライシング。ただし、株安発の景気後退リスクには注意が必要
- 株安が2人のキーマンを翻意させ、景気拡大をむしろ長期化させるなら、怪我の功名といえなくもない
- ただし、半年もすれば株価は復元し、市場の警戒は景気後退から再び景気過熱へ
- FRBが市場の言いなりになればバブルが芽生える恐れがあり、それは後の深刻な景気後退の序章となる

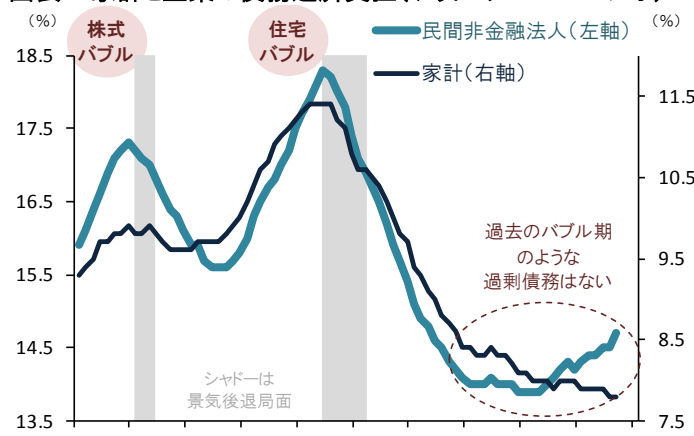
米国株価はミスプライシング

米国の株価は昨年末以降、軟調。急落の局面では、市場参加者から「バブル崩壊の始まり」あるいは「景気後退の予兆」との声も上がり、市場は悲観一色となった。

昨年、FRBのパウエル議長は講演で、過去2回の景気後退はバブル崩壊によって深刻化したと述べた。過去2回のバブルとは2000年頃の株式バブルと06年頃の住宅バブルを指す。当時は低金利を背景に、家計・企業が過剰債務を膨張させ、株式・住宅市場では資産価値の過大評価が見られた。

しかし、現在の米国では、家計・企業の債務返済負担を表すデット・サービス・レシオ(=債務返済額/所得)は極めて低く、過剰債務はみられない(図表1)。また、株価の過熱感を測るPERは景況感と比べて下振れしているほか、住宅価格の上昇率は需給を表す在庫率と連動しているなど、資産価値の過大評価もみられない。

図表1: 家計と企業の債務返済負担(デット・サービス・レシオ)



現在の米国にはバブルの要素はなく、それゆえバブル崩壊による深刻な景気後退を心配する必要もない。パウエル議長の発言の真意もここにあったと思われる。昨今の株安は、景気を反映したものではなく、過度な不安心理によるミスプライシングといえる(※詳細は『米株式市場が示唆するのはバブル崩壊か景気後退か』Quarterly Market Outlook、2018年12月26日を参照)。

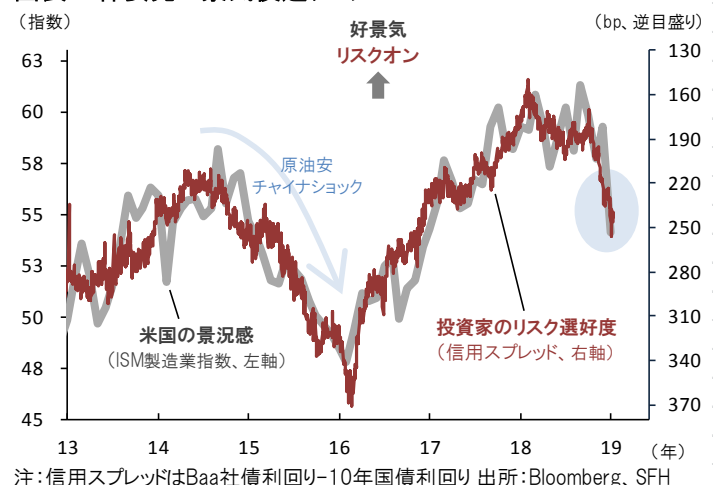
ただし、理由はどうあれ、ひとたび株価が大きく下落すれば、それ自体が景気後退の引き金を引く恐れがある。足下では一部のハイリスク資産からの資金引き揚げが発生するなど、投資家がリスクオフに傾きつつある(図表2)。

図表2: ハイリスク資産からの資金引き揚げ(リスクオフ)



市場心理を表す信用スプレッドと景況感の関係を見れば、通常は「景気→市場心理」という因果関係にあるが、足下では株安によって市場心理が先に悪化してしまい、これが景気を押し下げ始めている(図表3)。

図表3: 株安発の景気後退リスク



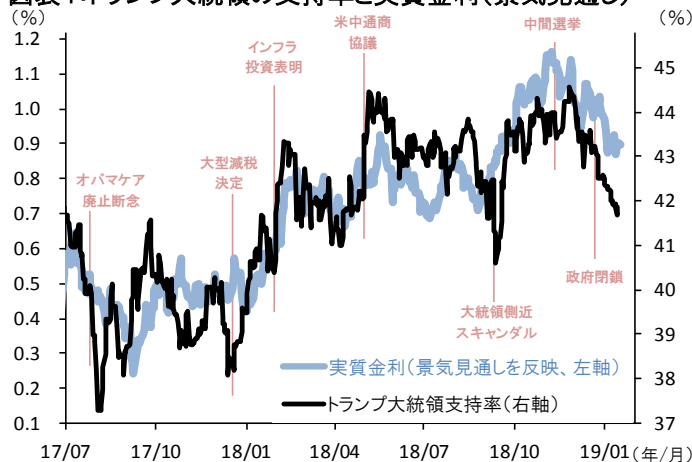
怪我の功名といえるか

こうした状況が2人のキーマンに翻意を促した。株安発の景気後退リスクを警戒し、パウエル議長は金融政策を柔軟に見直すと発言。利上げの一時停止や“自動運転”にたとえていたFRBの資産圧縮を見直す考えを示した。政策スタンスをハト派化させ、市場心理の鎮静化を最優先とする構えだ。

また、トランプ大統領も来年に大統領選を控え、これ以上の株価下落や支持率低下を避けようと、中国に対する強硬姿勢を改め通商協議の進展を模索し始めた。メキシコの国境の壁建設予算を巡る下院・民主党との対立は続き、政府閉鎖は長期化しているが、株安と支持率低下が続くなか、妥協する日も遠くないと思われる(図表4)。

このように株安が政策変更を促し、結果として景気拡大を長期化させるなら、怪我の功名と言えなくもない。

図表4:トランプ大統領の支持率と実質金利(景気見通し)



注:実質金利は景気見通しを反映

大統領支持率は景気や経済政策の巧拙で決まることを示唆

出所:FiveThirtyEight、Bloomberg、SFH

FRBは政策の自律性を取り戻せるか

株式市場における過度な不安心理の後退は好ましいが、政策が市場の言いなりになりすぎるのは考え物だ。当社はFRBが6月まで利上げを停止するものの、年後半には2回(9月、12月)の利上げを行うと予想する。ただ、市場参加者の年内の利上げ予想はゼロ回だ。もし、FRBが市場の見方に従い、利上げを打ち止めにしたたり利下げに転じたりすれば、ただでさえ強い米国の国内需要は一段と勢いを増すだろう。また、トランプ大統領が民主党の協力を取り付けて大規模なインフラ投資を実施すれば、労働市場は一段と引き締め、インフレが加速するかもしれない。

半年もすれば、市場心理(PER)は回復し、売られ過ぎの今の株価は、業績見合いの水準へ回帰すると思われる。また、市場の警戒は、景気後退リスクから再び景気過熱リスクへ戻っているだろう。その頃までにFRBが政策の自律性を取り戻せていなければ、過剰債務や資産価値の過大評価など、いよいよ真性のバブルが芽生える恐れがある。また、それは後の深刻な景気後退の序章となるものである。



尾河 真樹 (おがわ まき)

執行役員 兼 金融市場調査部長 チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン証券などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析、および個人投資家向け情報提供を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。著書に『為替がわかればビジネスが変わる(2014年日経BP社)』、『富裕層に学ぶ外貨投資術(2015年日経新聞出版社)』、『(新版)本当にわかる為替相場(2016年日本実業出版社)』などがある。



菅野 雅明 (かんの まさあき)

シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などの役職を歴任。日本経済研究センター主任研究員(日本銀行より出向)を経て、1999年JPモルガン証券入社、チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクターとして日本の金融経済分析・予測を担当。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員、財務省「関税・外国為替等審議会」専門委員、内閣府「経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会、金融・資本市場ワーキンググループ」メンバー、内閣官房「公的・準公的資金の運用・リスク管理等の高度化等に関する有識者会議」メンバー、厚生労働省「年金積立金の管理運用に係る法人のガバナンスの在り方検討作業班」専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」、日経QUICK「QUICKエコノミスト情報」、東洋経済「経済を見る眼」「論点」、NTT出版「危機の日本経済」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」レギュラーコメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)

金融市場調査部 シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



石川 久美子 (いしかわ くみこ)

金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から研究員として、外国為替相場について調査・分析、レポートや書籍、ブログ、Twitterなどの執筆、セミナー講師、テレビやラジオなどのコメンテーターとして活動。2016年11月より現職。外国為替市場の調査・分析業務を担当。

本レポートについてのご注意

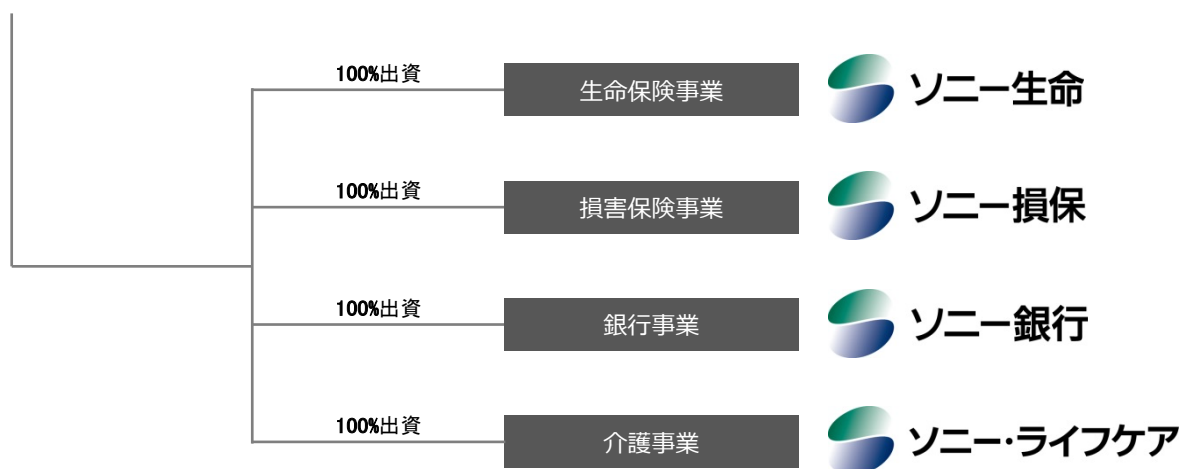
- 本レポートは、ソニーフィナンシャルホールディングス株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社がかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



ソニーフィナンシャルホールディングス

東証第一部上場(銘柄コード8729)



- ソニーフィナンシャルホールディングスは、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社で、東京証券取引所第一部に上場(銘柄コード8729)しています。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、業績、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
<https://www.sonyfh.co.jp>