

オプション倶楽部 TV

2023 年 4 月「グレイ・リノ分析」補足 Q&A

今回は 2023 年 4 月の注目グレイ・リノとして「FRB の金融政策」をとりあげます。FRB（米連邦準備理事会）はインフレに対して利上げで抑えようとする一方、それによって起こり得る金融不安（債券バブル崩壊・不動産バブル崩壊）には資金供給で対処しようとする、という“ジレンマ”を抱えています。そのことを確認したうえで、米国株にどのような地合いをもたらし得るかを考えていきたいと思えます。

<資料 P2>

——日銀の YCC（利回り曲線操作＝長期国債を爆買いして長期金利まで人為的に低く押さえつけようとする政策）は、限界にきているのでしょうか？

個人的には、YCC は政策の失敗であり、すでに破綻していると考えています。少なくとも大多数の国民の生活は苦しくなっています。

——日本銀行が YCC 撤廃の方向に転じるとすれば、どのような状況が、その前にあり得ると考えますか？

ヘッジファンドなどの仕掛けで 10 年債利回りが上昇してくる可能性があります。ここ数日は、米国の金利低下に対し、円 10 年債が 0.5%を突破する滑走路に入っているのかもしれませんが。

——YCC を撤廃して 10 年債の利回りが上昇すると、シリコンバレー銀行（SVB）のように、お手上げのところが出てきても、おかしくないのでしょうか？

すべての金融機関の財務諸表をみてはいませんが、どこかで火の手が上がってくる可能性は否定できません。現在、銀行の ATM に並ばなくても、ネットで資金はあっという間に減ります。新たな取り付け騒ぎの形です。

——「SVB やシグネチャーバンクは大口・法人取引が大半で、連邦預金保険公社の保険がない大口預金者がポチっと引き出して破綻に追い込まれたが、こうした流動性（資金繰り）リスクは米国でも特殊である」と指摘する向きがありますが、先生はどう思いますか？

金融当局は不安の鎮静化に奔走している状態です。米銀破綻の可能性をFRBが想定していなかったとすれば、大きな問題です。今回の問題は、銀行以外の低格付け企業などの新たな火種となりつつあると考えています。

——日本で金融不安を引き起こさないため、今のうちに流動性リスクや長期金利の上昇リスクに対応できるよう手を打っていく、つまり金融機関の統廃合が進む展開が予想されるのでしょうか？

昨年12月21日のラジオでお話した「2023年の売坊びっくり10大予想」のひとつが「⑨日本の金融機関（証券・地銀等）で統廃合が続く」です。米銀破綻によって、この流れが加速する可能性が高まってきたと考えています。

<資料 P3>

——FRBの「二兎を追う者は一兎をも得ず」とはどういう意味でしょうか？

インフレ退治と金融システムの安定化は、同時に達成するのが難しいということです。インフレ退治には金利の引き上げ、金融システムの安定化には金利の引き下げ・大量の資金供給が必要となるからです。

——綱引きの絵は何を意味しているのでしょうか？

インフレ退治と金融システムの安定化は、金利の上げ下げの綱引きの状況だと考えています。

——「FRBは政策金利の引き上げによってインフレを鎮静化させてきており、また金融不安には流動性を供給して素早く鎮火させた」と評価する向きもありますが、先生はどう思いますか？

インフレの鎮静化は「緒に就いたばかり」です。今後は、下げ止まりや、最悪反転の可能性も残っています。また、米銀破綻を FRB の政策失敗と考えれば、自分で起こした問題を自分で解決したにすぎません。

——FRB としては政策金利を 4.75~5.00%にまで引き上げるぶんには金融不安が燃え広がることはないという考えでしょうか？

金融不安が小康状態の間に、インフレ退治のために政策金利を引き上げておきたいということでしょう。しかし、利上げで長期債利回りが再上昇すれば、金融機関のポートフォリオが痛むこととなります。

——ジャンク債（高利回り債）市場では、これから債務不履行（デフォルト）の問題が表面化してくるということでしょうか？

金融不安があるなかで、信用度が低い企業はかなり厳しくなります。新たな融資や資金借換のときに金利が上がるとすれば、業績に影響すると、財務が悪化します。その結果、倒産などがおこれば、負のスパイラルとなる可能性もあります。

<資料 P4>

——なぜ、このグラフを掲載したのでしょうか？

米国の銀行数です。FRB などが多すぎると考えていても不思議ではありません。

——FRB が銀行の数を「多すぎる」とみているのは、なぜでしょうか？

管理や操作が煩雑となるからです。

——FRB（金融政策）にとって銀行の数を減らすことにどのようなメリットがあるのでしょうか？

管理が簡単になり、効率的となり、コスト削減につながります。特に有事でのコントロールが楽になります。

——実際のところ、数が減れば（中銀がコントロールをすれば）金融不安はなくなるのでしょうか？

金融不安はなくなりませんが、コントロールはしやすくなると思っています。2020年段階で、4377行といわれていますが、これだけの数を管理するのは至難の業でしょう。

——しかし、そうした護送船団方式で、むしろバブルを生んでしまった国が、かつてあったような気がします。

そのとおりです。これも金融当局の失敗ですね。

——銀行数の削減がFRBの政策目標であれば、利上げによる金融不安は「出来レース」ではないでしょうか？

FRBは認めないでしょう。しかし、これが予見できなかったとすると、FRBの能力が疑われます。また、仮想通貨や新しい金融商品が出てくるなか、これだけの銀行数をフォローしていくのには限界が来ているのだと考えています。本音では減らしたいのだと個人的には考えています。

——かつてインフレが猛威をふるった70年代には銀行の数が逆に増えているように見えるのは、なぜでしょうか？

70年代半ばまでは州をまたいだ営業への規制があったと考えています。つまり、隣の州での営業のためには新銀行の設立となったわけです。その後、70年代後半に地理的拡張が容認されるようになったことで、その必要もなくなってきました。

<資料 P5>

——FRBのバランスシート推移を掲載したのは、なぜでしょうか？

今回の金融システム不安をFRBがどう考えているか推測できるからです。すでにFRBは資産圧縮の流れに戻しています。したがって、いったんは金融システム不安が遠のいたと考えているのでしょう。

——FRBのバランスシートとジャンク債の利回りには、どのような関係があるのですか？

FRBのバランスシート拡大は、市中におカネが大量に出回っていることを意味します。平常時は、低格付け企業やジャンク債にもおカネが流れますが、今回の米銀破綻で、こうした企業やジャンク債は、かなり厳しい状況となってきたと考えています。

——ジャンク債利回り指数が10%を超え始めたらジャンク債バブルの崩壊に要警戒となるでしょうか？

可能性は高いと考えています。そのため、ジャンク債の利回りに注目しています。

——ジャンク債バブルが崩壊すると米国の低位株やスタートアップ企業に大きな影響が出るのは分かりますが、S&P500やNYダウの構成銘柄にまで影響し得るでしょうか？

小さな穴から堤防は決壊します。否定はできません。

——ジャンク債バブル崩壊の余波を防ぐため中銀(FRB)が社債を買い入れることまであり得るでしょうか？

可能性は否定できません。

<資料 P6>

——ここで前回に引き続き弾力価格 CPI と粘着価格 CPI のグラフを掲載したのは、なぜでしょうか？

背景にある CPI の状況を確認するため、再掲させていただきました。

——CPI の高止まりで FRB が政策金利を引き下げにくい以上、ジャンク債市場は崩壊せざるを得ず、ほかの市場にもボディブローのように効いてくるということでしょうか？

かなりおカネの流れは変わってきています。特に弱い所にはおカネが回らない状況です。したがって、ご指摘のようにボディブローのように効いてくると考えています。

<資料 P7>

——クリーブランド連銀は 4 月分（5 月発表）の CPI が上昇に転じると見方を変えてきたようですね？

4 月に CPI が上昇するとの予想を出してきました。それ以降も CPI が上昇するような局面となると、かなり市場にインパクトを与えることになるでしょう。クリーブランド連銀の予想を今後も注目していく必要があります。

<資料 P8>

——上のグラフは何を示唆しているのでしょうか？

景気先行指数（Leading Economic Indicator）の先見性です。前年比で 5%以上落ち込むと、ほぼ景気後退（リセッション）に陥っています。

——下のグラフは何を示唆しているのでしょうか？

まだ S&P500 の予想 EPS（1 株当たり利益≒企業業績の見通し）は下げ渋っています。今後、景気後退になれば、低下する可能性が高いこととなります。

——S&P500の予想EPSが低下するなか、株価が戻しているのは、なぜでしょうか？

再度、金融緩和や金利低下への思惑があるからでしょう。背景にはコロナ後の過剰流動性がまだ残っている状況もあります。なお、CPIが高止まりするという状況となってくると、楽観論は徐々に後退してくると考えています。

——名目値である株価の上昇はインフレも織り込んでいます。米国株を実質ベースでみると、さらに弱いといえるのでしょうか？

名目値でなく、実績値で資産価値を考えるべきだと考えています。したがって「実質ベースで見た株価は弱い」ともいえますね。

【免責事項】

本テキストの図表・数値などは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性・信頼性・完全性を保証するものではありません。

本テキストに掲載された情報・図表・資料は、あくまで情報提供を目的としたものです。証券など金融商品の売り買いを提案・勧誘するためのものとして、また証券など金融商品について助言・推奨するものとして、利用・解釈しないでください。

本テキストは一般向けに編集されています。特定の投資目的・特定の投資環境・特定の投資家を一切考慮していません。事前に専門家の適切な助言を受けるべきですし、最終的な投資判断は、個々人が個々の状況を考慮して、自らの責任で下すようにしてください。

本テキストに基づく行為の結果、発生した障害・損失などについて著者およびバンローリング社は一切の責任を負いません。

本テキストに記載されたURLなどは予告なく変更される場合があります。

本テキストに記載されている会社名・製品名は、それぞれ各社の商標および登録商標です。