

ストラテジーブレティン (328号)

終わりに近づく意義不明の金融引き締め ～SVB 破綻が米国株高の起点になる可能性～

【特別企画】武者サロンコラボセミナー開催のお知らせ



* 詳細は最終4ページをご覧ください。

株式会社 武者リサーチ
代表

武者 陵司

E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

〒108-0075

東京都港区港南 2-16-7

(1) SVB 破綻の含意→金融引き締めの副作用顕在化

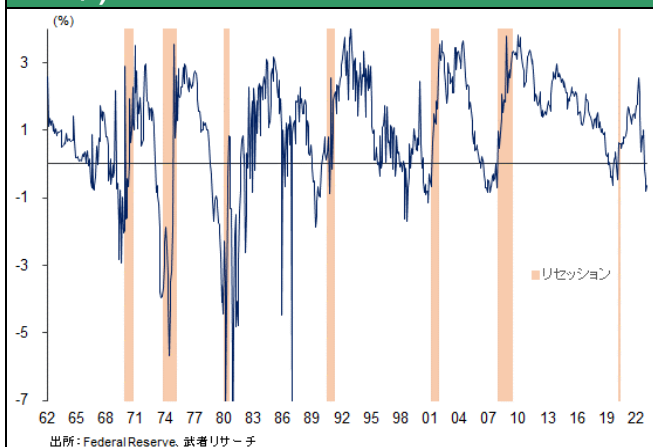
強烈な金融引き締めの副作用が、SVB の破綻により顕在化した。全米 16 位、総資産 2090 億ドル(28 兆円)の中堅銀行 SVB(シリコンバレー銀行グループ)が破綻し、公的(FDIC)管理となった。SVB はシリコンバレーの金融エコシステムの中核企業で、リーマンショック以降で最大の銀行破綻となったが、その影響は限定的との見方が一般的である。であれば、この株価急落場面は買い場ということになる。

伝統的な商業銀行のビジネスモデルは、短期金利で預金を受け入れ、より金利の高い貸し出しや長期債券などで運用することで利ザヤを得ようとするものである。しかし、2022 年の急激な利上げにより長短金利が逆転(逆イールド)し、伝統的な銀行ビジネスは過去 20 年間で最大の逆ザヤになった。

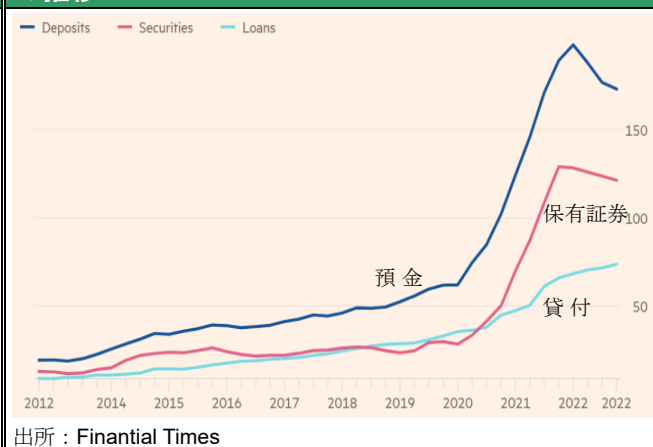
SVB は、シリコンバレーのスタートアップ企業がベンチャーキャピタルなどから調達した資金の一時的滞留場所として急成長を遂げ、それを米国国債などの長期資産として運用することで利ザヤを得てきた。しかし長短金利逆転による逆ザヤ化と、国債など長期債券の値下がりにより、潜在的な損失が発生し、預金者の引きだし(取付け)が起きて、公的管理の下に入ることになった。しかし SVB は特殊であり、他行に火の粉が飛ぶことはないとの観測が一般的である。①SVB は資金調達の 90%が預金であるのに対して、JP モルガン、バンクアメなどの金融機関は 6～7 割と低く調達コスト上昇の影響は軽微、②SVC は大半の資産を金利固定の長期債券に投資しているが、他行は広く多様化している、等の理由による。

とはいえ、逆イールドが続けば、銀行の収益と資産価値は棄損され、いずれは金融の安定性が損なわれることは間違いない。預金の受け入れにより融資業務を行う預金金融機関(Depository Institution)のビジネスモデルは成り立たなくなり、収益は大きく傷つくだろう。SVB の破綻は米財務省の迅速な対応により解決されるとみられるが、FRB は今の急激な利上げのリスクを深く認識したに違いない。

図表 1: 米国イールドカーブ推移(10年債利回り-FFレート)



図表 2: SVBの主要貸借項目(預金, 保有証券, 貸付)の推移



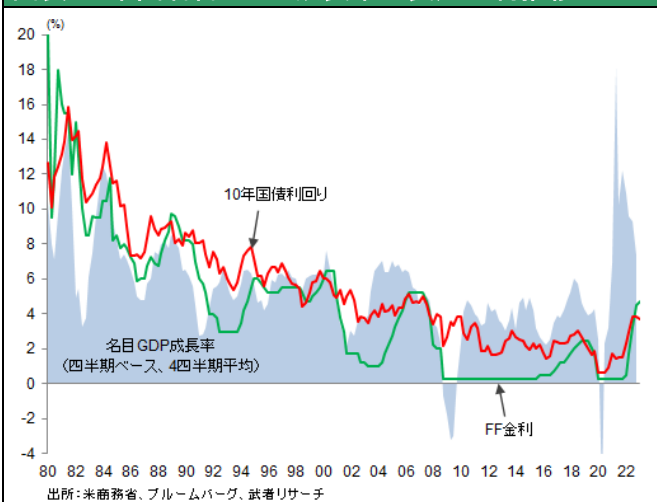
(2) 実は意義不明の金融引き締め

このように利上げの弊害が顕在化した、では金融引き締めの効果は? となると大いに疑問が高まる。まず利上げにもかかわらず長期金利がピークアウトしており、経済全体の資金コストは上昇していない、故に景気にはブレーキになっていない。金融環境指数(Financial Condition Index)は2022年の秋口以降改善している。まさに2005年にグリーンズパン議長が謎(Conundrum)といった現象が依然として続いているのである。

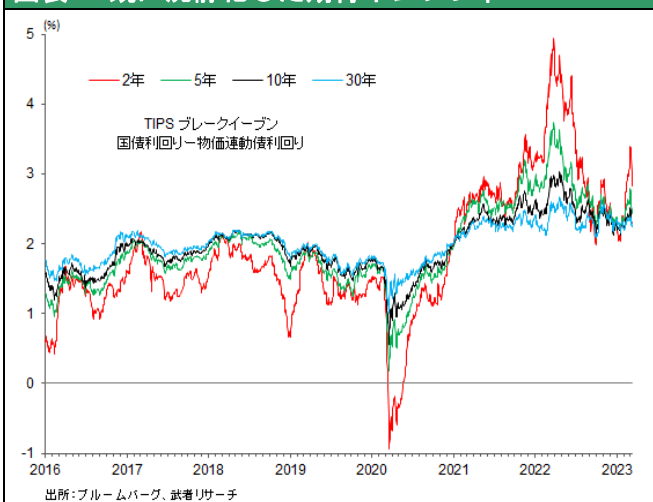
何故、長期金利は上昇しないのか。①市場はインフレを一過性と見ている、②企業の超過利潤などによる恒常的資金余剰など、構造的要因が働いている、と見るほかはない。2022年半ばにかけてTIPS(インフレ連動債利回り=実質金利)が上昇したが、それはインフレ懸念ではなくFRBの利上げに影響された可能性が濃厚である。図表4に見るように期待インフレ率は既に沈静化しているのに、実質金利(TIPS)が高止まりしているのである。長期的自然利子率(=景気に中立となる実質金利)が低下していることが、強く示唆される。その背景には、IT・NET・AIによる技術革命があるのではないかと考えられる。つまり財・サービス価格が技術進化によって急激に低下し、資本生産性が高まっているからと考えられる。金利低下要因として一般的に指摘される生産性の低下、潜在成長率の低下とは全く逆のことが起こっている、のではないだろうか。

こうした条件の下で更に利上げを続ければ金融システム不安が高まり、長期金利はさらに低下するだろう。利上げの正当性が強く疑われる状況である。

図表 3: 米国名目 GDP 成長率と長短金利推移



図表 4: 既に沈静化した期待インフレ率



図表 5: 米国 10 年国債利回りの推移(名目利回り、コア CPI 実質利回り、TIPS)



図表 6: 米国企業の資金余剰

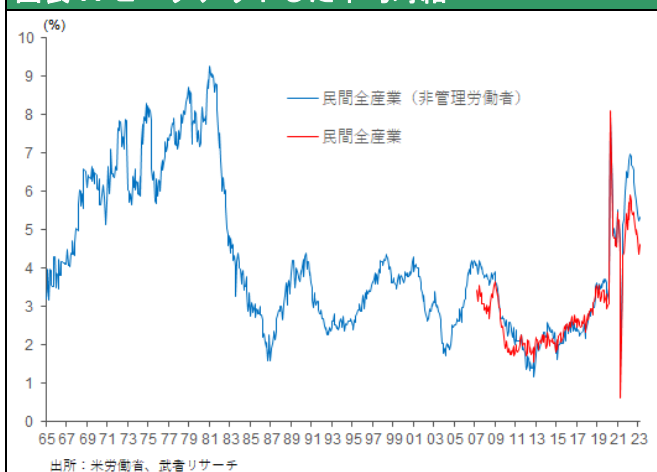


利上げの効果がしり抜けなのは、労働市場も同じである。利上げによる景気減速、労働需給緩和というプロセスは起きていないのに、賃金上昇率ははっきりピークアウトしている。結果オーライではあるが、何故だろうか。2023年2月の雇用統計では、雇用増加数は31.1万人、失業率3.6%と絶好調なのに、平均時給は2022年1月の0.7%、3月0.6%をピークに、8月(0.3%)、9月(0.3%)、10月(0.4%)、11月(0.3%)、12月(0.3%)、2023年1月(0.3%)、2月(0.2%)と確実に鈍化してきた。また平均失業期間は2019年9.3週から2021年16.1週、2022年8.7週の後、2023年2月には8.3週へと短期化している。

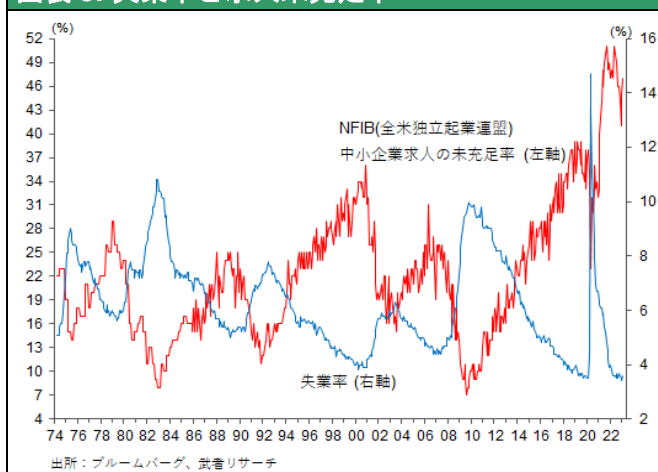
その分析は前々回レポートしたが(ストラテジーブレティン 325号 2月14日)、労働市場が弾力的に動き、資源配分を採配していると考えられる。より具体的には、NAIRU(インフレを加速させない失業率)が低下している可能性である。労働市場ではインターネットによって求人と求職のマッチングが瞬時にできるようになった。またよりフェアな労働賃金決定が可能になっている。スキルアップによるジョブシフトが給与増+生産性上昇を引き起こしているかもしれない。NAIRUが低下しているとすれば、それは労働力供給余力を意味し、生産増加の一方で賃金が抑制される環境にあるのかもしれない。

つまり利上げで景気を減速させる必要がもはやないのではないか。

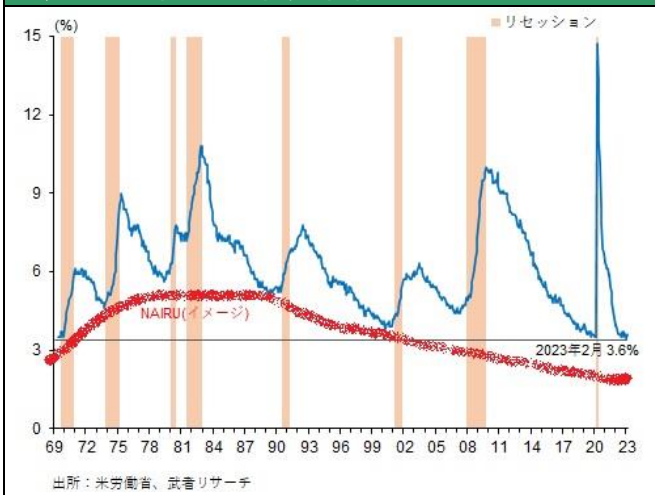
図表 7: ピークアウトした平均時給



図表 8: 失業率と求人未充足率



図表 9: 53年ぶりの低失業率と NAIRU

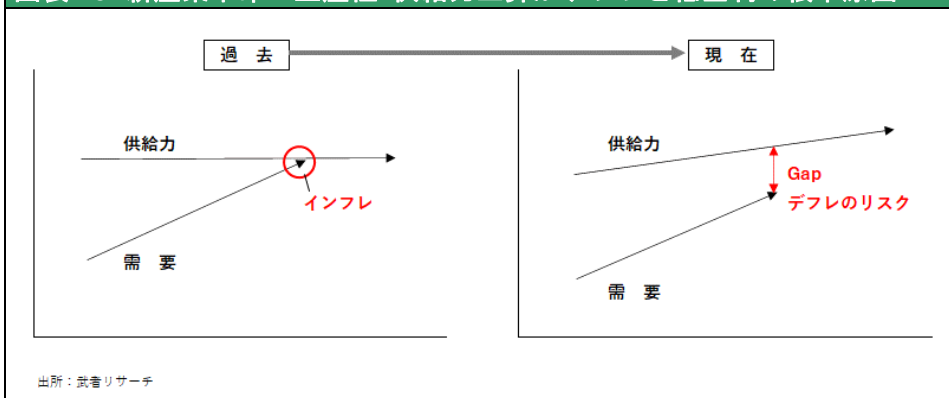


(3) 今何が起きているのか、NAIRUの低下、自然利子率の低下、いずれも株高要因

このように、利上げ⇒総需要抑制・景気減速⇒求人減・資金需要減⇒賃金上昇率下落⇒金利下落という、FRBの想定したマクロ経済のトランスミッションメカニズムが働かないまま、政策のゴールが実現できている、という「不思議」が起きている。ならば、何のための利上げなのだろうか。利上げの副作用が顕在化し、政策の目標が利上げ以外の経路で実現されているとすれば、もはや利上げは必要ない、ということになる。結論は、一時的供給制約の下で起きたインフレは、供給サイドの改善で沈静化しつつあり、総需要の抑制は必要なかった、と言えるのである。

この「不思議」の背景には、自然失業率(≒NAIRU)の低下と自然利子率の低下、というコロナ禍前からの長期トレンドが持続していると考えざるを得ないのではないだろうか。自然失業率、自然利子率の低下は技術進化(=供給力の上昇)によってもたらされており、放置されればデフレと成長率の低下を引き起こす、と考えられる。これは日本病(Japanification)そのものであり、米国経済は依然としてデフレのリスクをはらんでいる、とも考えられる。その関係を図表10で考えていただきたい。よって余剰(Slack)を稼働させる適切な需要創造政策の対応が望まれ、その下ではリスク資産の上昇が期待できる、と考えられる。

図表 10: 新産業革命=生産性・供給力上昇がデフレと低金利の根本原因



【特別企画】武者サロンコラボセミナー開催のお知らせ



黒田日銀総裁の退陣で、時代を画したアベノミクスの主役が去った。ウクライナ戦争と米中対立、AI・Net 革命と新エネルギー化の加速、インフレと金利上昇、など激変する世界情勢の下で、日本経済はどこに向かうのか。次のリーダーは危機をチャンスに変えることができるのか。長年テクニカルアナリストとしてご活躍されている宮田直彦さんをお迎えし、ファンダメンタルズとテクニカルの両面から、日本経済と市場について考えてみたいと思います。

詳細・申込方法は弊社 HP > [武者サロンコラボセミナー 4月6日 詳細・申込](#)

【開催概要】

日 時 2023年4月6日(木)18:00 開演 (17:30 受付開始)～ 20:50
 会 場 紀尾井フォーラム 千代田区紀尾井町 4-1 ニューオータニガーデンコート 1F
 参加費 2万円 (税込) 受付にて現金のみ
 ※お席に簡単なお食事をご用意致します。キャンセルは4月4日迄。
 以降はキャンセル料が発生しますので代理の方のご出席をお願い致します。
 定 員 40名

【プログラム】

司 会 岸田 恵美子 氏
 講演① 18:00-19:00 『賃金上昇と格差縮小が日本の成長をもたらす～鍵を握る高圧経済政策～』
 株式会社武者リサーチ 代表 武者 陵司
 講演② 19:00-19:50 『日本株は「異次元の強気相場」へ！～長期デフレを超えて～』
 エリオット波動からみた相場展望
 株式会社マネースクエア チーフテクニカルアナリスト 宮田 直彦 氏
 休 憩 19:50-20:00
 Q&A 20:00-20:50 質疑応答と参加者によるディスカッション

著作権表示©2023 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見直しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。