

Market Flash

2020年7月14日(火)

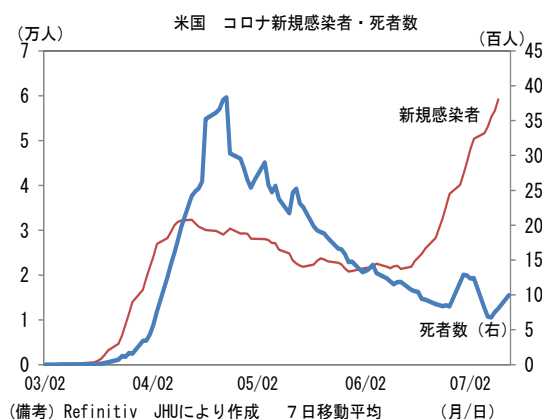
理由は何であろうとバランスシート縮小 ～株価に影響も～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査
主任エコノミスト 藤代 宏一 (TEL:03-5221-4523)

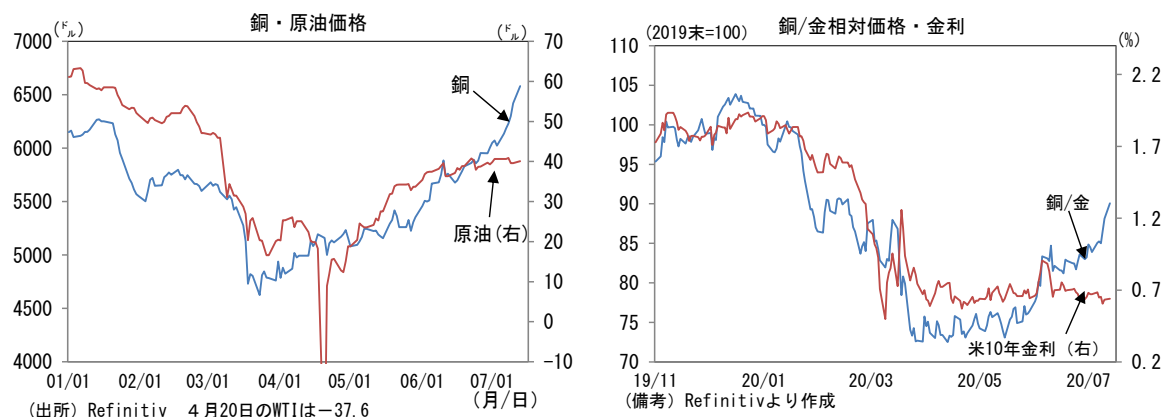
- ・日経平均は先行き12ヶ月20,000程度で推移するだろう。
- ・USD/JPYは、先行き12ヶ月105程度で推移するだろう。
- ・日銀は現在のYCCを長期にわたって維持するだろう。
- ・FEDはゼロ金利政策下で資産購入を継続するだろう。

<#FRBバランスシート#縮小#米国株#PER>

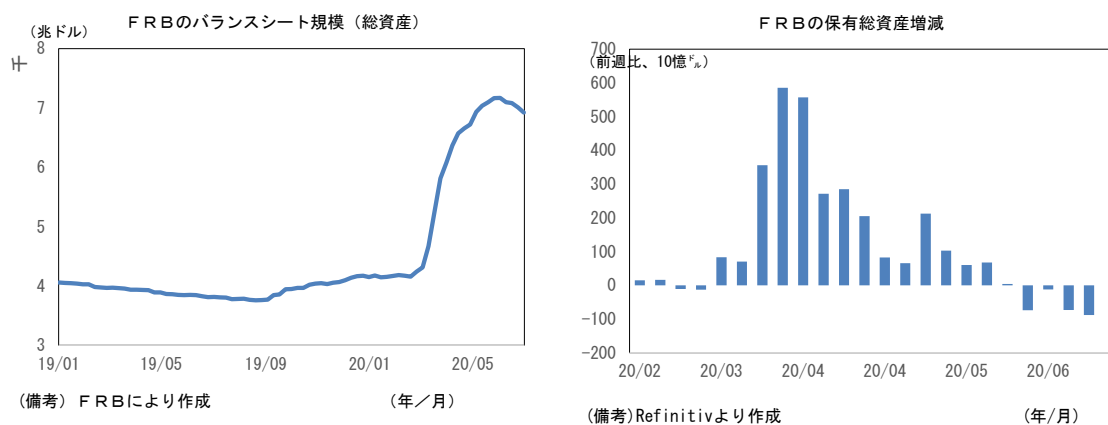
- ・前日の米国株は下落。NYダウは+0.0%もS&P500は▲0.9%、NASDAQは▲2.1%で引け。午前のNYダウは550ドル超上げていたが、コロナ感染者数再拡大（死亡者数は概ね横ばい）が嫌気され次第に利益確定売りが優勢となった。カリフォルニア州はレストランの店内飲食、映画館の営業禁止を決定。テキサス州では新規感染者数が過去最高を記録するなど経済再開が一筋縄ではいかないことを印象付けた。VIXは32.2へと上昇。クレジット市場はIG債（投資適格）、HY債（投機的格付け）が共に堅調。



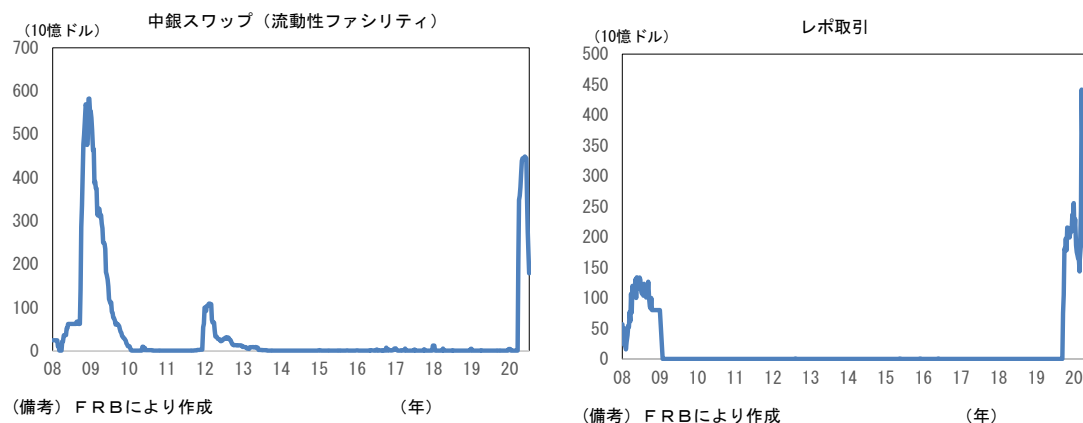
- ・米金利カーブはブル・フラット。2年は0.151% (▲0.2bp)、10年は0.618% (▲2.6bp)、30年は1.306% (▲2.8bp) で引け。株価上昇を横目にベア・スティーブした後、カーブ全体で金利低下。10年予想インフレ率 (BEI) は1.406% (+1.4bp) へと上昇。為替 (G10通貨) はUSDが中位程度、JPYが軟調、EURが堅調。USD/JPYは107前半へと小幅に上昇し、EUR/USDは1.13半ばへと水準を切り上げた。商品はWTI原油が40.1ドル (▲0.45ドル) へと小幅下落。他方、銅は6571.0ドル (+159.0ドル) へと大幅上昇し、金も1814.1ドル (+12.2ドル) へと上昇。安全資産の「金」と景気の強さを反映する「銅」の相対価格は上昇 (銅/金)。銅金相対価格と米10年金利との乖離は一段と拡大。



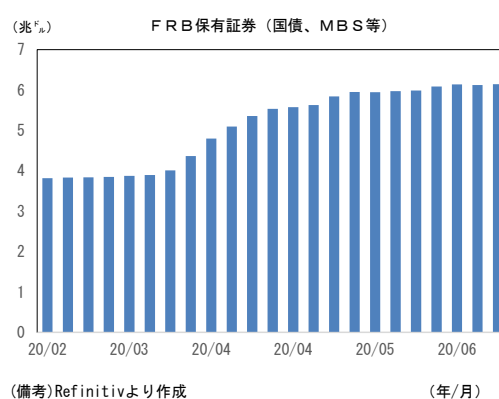
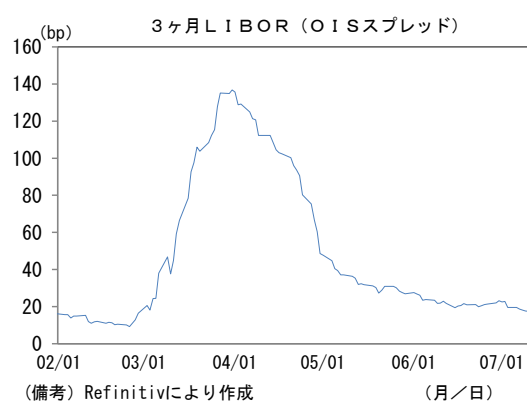
- ・ F E Dが発表した7月8日時点のバランスシート詳細によれば、F E Dの保有総資産は4週連続で減少した。総資産はコロナ危機発生前の4兆ドル前半から7兆ドル前半に急増した後、再び7兆ドルを割り込んだ。この事実を表面的に捉えれば「量的緩和の縮小」とみることもできる。



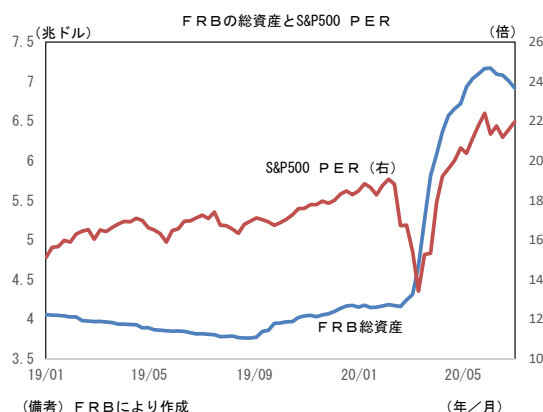
- ・ 総資産減少に寄与したのはレポ市場と中央銀行流動性スワップ（協定）を通じた米ドル資金供給残高。レポ残高はゼロとなり、中央銀行流動性スワップはピーク時の約4割に減少した。なお、これら残高が平常時においてほぼゼロであるのはF E Dの助けがなくとも米ドルを調達できる（短期金融市場が安定している）からである（2019年10月以降のレポは規制要因等などから例外的に残高増加）。



- これら2つの残高は流動性収縮が深刻だった3月中旬から5月にかけて、FEDが信用収縮の回避を目的に市場に供給したものである。LIBOR（OISスプレッド）が急騰するなど短期金融市場で混乱が発生したことから、FEDは市中金利の低下（ドル調達コスト）を促すため、レポ市場に介入し、海外中銀に対してはスワップ協定に基づく米ドル供給を実施した。つまり、足もとのレポと中央銀行流動性スワップ残高減少は短期金融市場の安定を映じたものである。
- 他方、無制限の資産購入プログラムの下、量的緩和の根幹とも言える長期国債、MBS、CMB S等の保有残高は、足もとでは金融市場全般が落ち着いていることもあり増加ペースは落ちているが、残高は増加している。プライマリーディーラー信用ファシリティ（PDCF）、マネーマーケット・ミューチュアル・ファンド流動性ファシリティ（MMMLF）、PPP流動性ファシリティ（PPPLF）といった危機対応プログラムについては残高が僅かに減少しているが、バランスシート全体に影響を与える規模感ではない。



- したがって過去4週のバランスシート縮小に対して「金融緩和の手を緩めた」、「ステルス・テーパリング」などといった表現は馴染まない。寧ろ流動性危機を凌いだことを好感すべきである。ただし、ここで留意すべきは投資方針をFEDのバランスシート規模に絡める主体が一定数存在する可能性があること。3月下旬を起点とする株価リバウンドを巡ってはFEDの緩和マネーが株式市場になだれ込んでいるとの見方も多く、実際、S&P500のPERはFEDのバランスシート規模にリンクしているように見える。それだけにこうしたバランスシート縮小という表面的事実が一部の投資家を刺激することで株価下落のトリガーになっても不思議ではない。



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所調査研究本部経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命保険ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。