

チーフ・アナリスト  
大槻 奈那

マネックス証券株式会社  
www.monex.co.jp

### 米早期利上げを裏付けるこれだけの根拠

26日の米ジャクソンホール年次シンポジウムでのジャネット・イエレンFRB議長とフィッシャー副議長の発言を受け、市場では米国の早期利上げ観測が高まったと受け止められた。

この半月、FRB高官や地区連銀総裁からの早めの利上げを示唆する発言が続いていたが、これを支持する内容だった。

我々は9月利上げも充分にあると考える。根拠は、

- 1) 経済状況が総じて回復していること ([\(1\) 経済指標](#)参照)
- 2) 不動産価格など一部に過熱感が見られること ([\(2\) やや過熱気味の市場](#)参照)
- 3) 海外等外部のリスク要因が後退していること ([\(3\) 海外懸念材料](#)参照)
- 4) 今後の景気後退時に緩和余力を作っておきたいこと、などである。

特に近時のFOMCで言及されていた3)海外リスク要因については、BREXITのショックの鎮静化に加え、先週ポルトガル最大の銀行の公的支援が決定したことなどもあり、一旦落ち着いている。以下代表的なチャートをピックアップし確認する。

当面は米早期利上げ予想が高まり、円安・ドル高が続くだろう。東証データによれば、企業のEPSは、1円の円安につき0.6~1.2円上昇する傾向にある(後述[図表10~11](#))。一方、邦銀にとっては、ベース・スワップ・レートの悪化に伴うドル調達コスト上昇がリスクである。ベース・スワップ・レートが0.2%悪化するごとに、銀行全体で500億円の海外減益要因となりうる。このようなシナリオの実現可能性を見極めるため、現地時間8/29の米個人消費(PCE)関連データ、今週末9/2の米雇用統計等はこれまで以上に注目されるだろう。

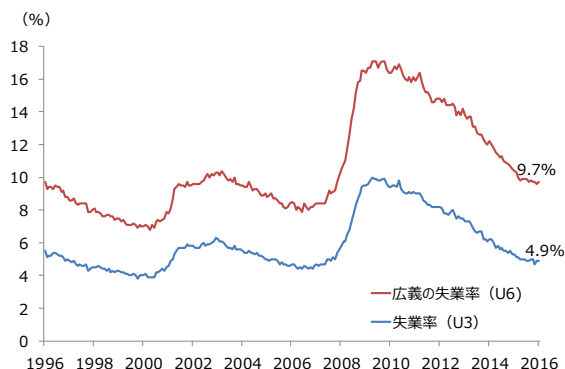
#### 1) 経済指標の改善に関する主なデータ

毎回の変動はあるものの、雇用関連の数値については改善基調が強まっている。8/26の講演でイエレンFRB議長は、「FOMCは、実質GDP成長、雇用市場の更なる改善、1, 2年内のインフレ率2%の達成を予想している」としたうえで、一人称を用いて

「私は、最近数か月で、金利引き上げの可能性が高まったと考えている (Indeed, (...) I believe the case for an increase in the federal funds rate has strengthened in recent months.)」と経済指標の改善の認識を強調した。

実際、公式の失業率は4.9%、正規雇用を望むパートタイム労働者等を失業に含めた広義の失業率も9.6%と、いずれもリーマンショック(08/9月)前に戻っている(図表1)。労働参加率の低下は底打ちし、時間当たり賃金も上昇傾向にある(図表2)。

図表 1：米失業率



(出所) ブルームバーグデータよりマネックス証券作成

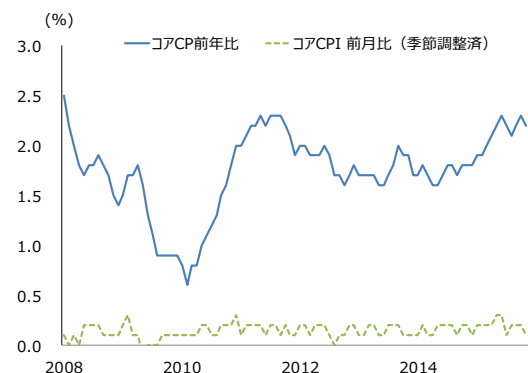
図表 2：米労働参加率、時間当たり賃金



(出所) ブルームバーグデータよりマネックス証券作成

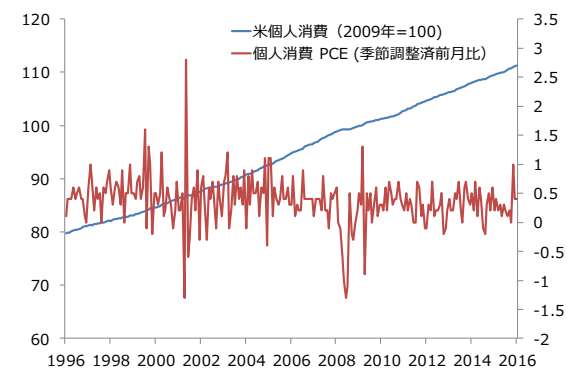
問題は、日本同様物価上昇ペースが鈍い点である。7月のコア消費者物価指数（食料・エネルギー除く）は、前年同月比では+2.2%と安定的に推移しているものの、前月比では+0.1%と振るわなかった(図表3)。しかし、個人消費支出は順調な拡大傾向にあり、今後の物価の緩やかな上昇を後押しするとみられる(図表4)。

図表 3：米コアCPI



(出所) ブルームバーグデータよりマネックス証券作成

図表 4：米個人消費



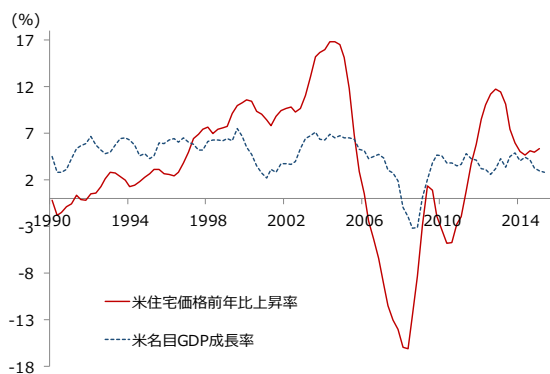
(出所) ブルームバーグデータよりマネックス証券作成

## 2) やや過熱気味の市場

長期にわたる低金利で、不動産貸出と不動産価格の上昇率が GDP の伸び率を大きく上回っている(図表5)。一般に、GDP の伸びを不動産価格の上昇が大きく上回る状況が続くと(例えば図表5に見られるとおり米国の1990年代末~05年頃や日本の80~90年代など)、その後市場の下落リスクが高まる。

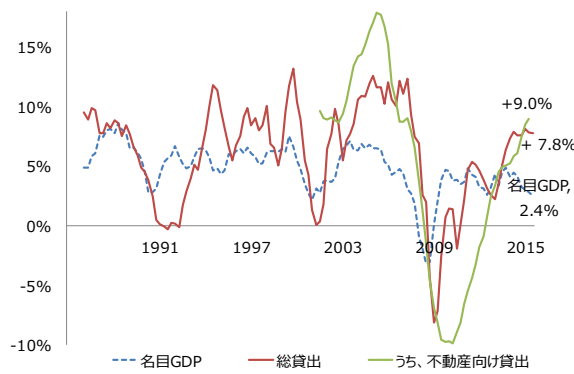
同様に貸出の伸びも GDP に対して高い状態が続いている(図表6)。経済を支える要素ではあるが、特に不動産向け貸出の急増は注視すべき領域に入ってきた可能性がある。これらは、緩和を過度に長く続けた場合の懸念材料となるだろう。

図表 5：米不動産価格vs名目GDP



(出所) BIS、ブルームバーグデータよりマネックス証券作成

図表 6：米貸出増加率vsGDP成長率

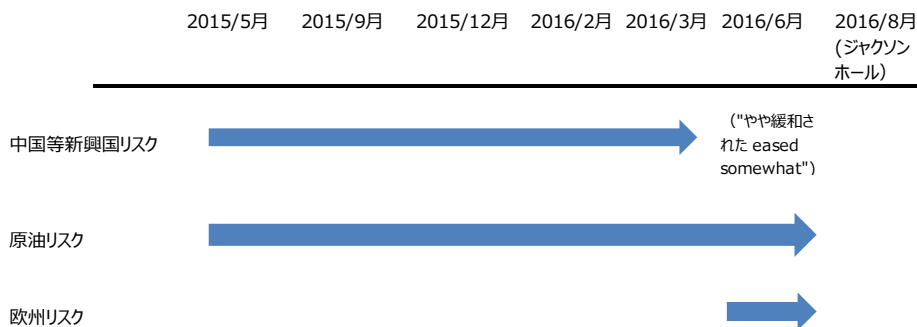


(出所) Bloombergよりマネックス証券作成

### 3) 海外懸念材料の後退

近時の FOMC では、BREXIT (16 年 7 月)、中国経済 (主に 15 年下期の FOMC) 等の海外要因や原油価格の変動などの不安要因が取り上げられてきたが、これに対する米 FRB のリスク認識はやや後退していると思われる (図表 7)。なお、8/26 のジャクソンホール演説は、トピックが金融政策の Toolkit (手法) ということでもあり、こうしたリスク要因に対する言及はみられなかった。

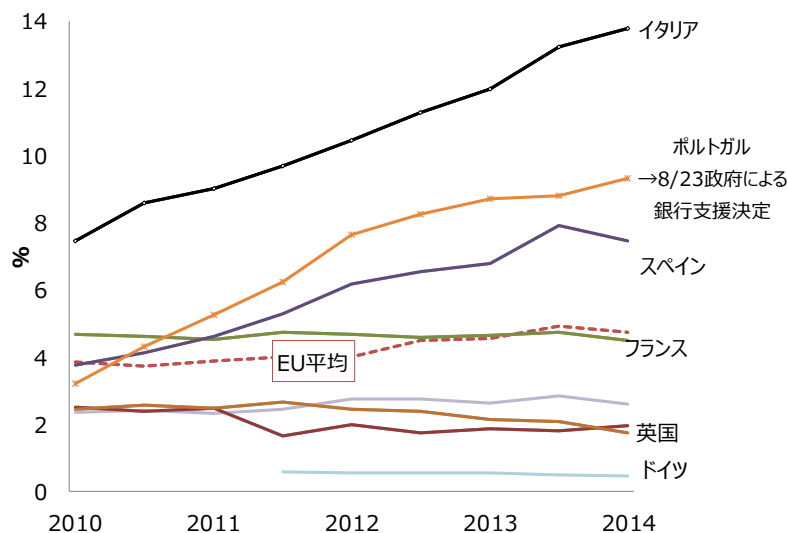
図表7：ジャネット・イエレンFRB議長による主なリスク要因に関するコメント



(出所) FRBスピーチ原稿を元にマネックス証券作成

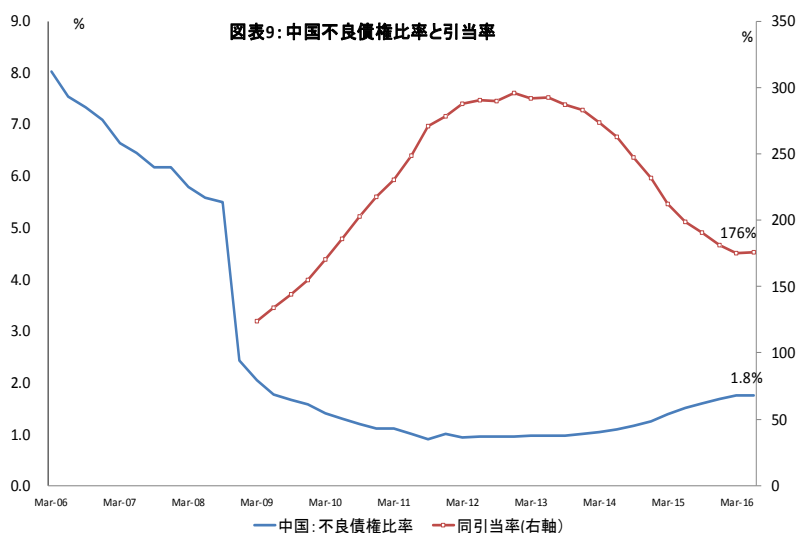
また、先週、ポルトガル最大の銀行 Caixa Geral de Depósitos, SA が、ポルトガル政府の支援を受け再建を進めることが決定した。欧州最大のリスクであるイタリアの銀行については、政府による直接支援ができないことなどにより、依然再建策が定まっていない。しかし今回、一足先にポルトガルで銀行支援が EU に認められたことは、欧州の金融システム全体にとって朗報である。

図表8：欧州主要国の不良/問題債権の全与信（社債等含む）に対する比率



(出所) ECBデータよりマネックス証券作成

なお、中国については、不良債権比率がじわじわと上昇しているものの、平均保全率は、邦銀の80%前後という水準に対し、176%と高くなっている(図表9)。不良債権額を大きく上回る引当金を計上しているため、不良債権が増加しても追加の損失は出にくくなっている。



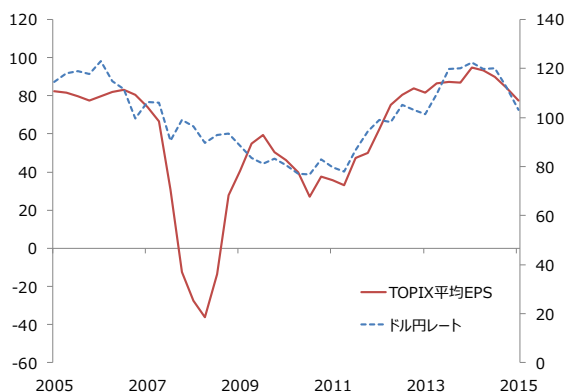
(出所) ブルームバーグデータよりマネックス証券作成

**米国の早期利上げの日本への影響は？**

**円安が企業 EPS を押し上げ**

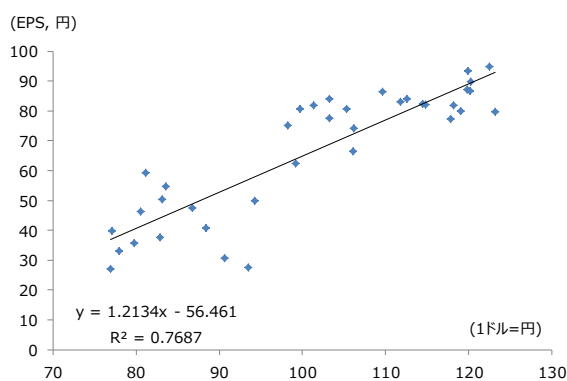
為替と企業業績の関係は引き続き高い。2006 年以降の 10 年間の東証一株当たり利益（EPS）とドル円レートとの関係を見ると、相関（ $R^2$ ）は 0.77 と相応に高い（リーマンショック時の赤字 4 四半期を除く）。近年感応度が落ちてきているとはいえ、1 円の円安につき、EPS は概ね 0.6～1.2 円程度上昇する傾向にある。PER15 倍を使って計算すると東証株価指数全体を 7.5～18 ポイント≒0.6～1.4%押し上げる傾向にある（図表 10～11）。

図表10：東証平均一株当たり利益vsドル円レート推移



（出所） Bloombergデータよりマネックス証券作成。EPSがマイナスとなった09/3～09/12月期の4四半期を除く

図表11：東証平均一株当たり利益vsドル円レート(散布図)



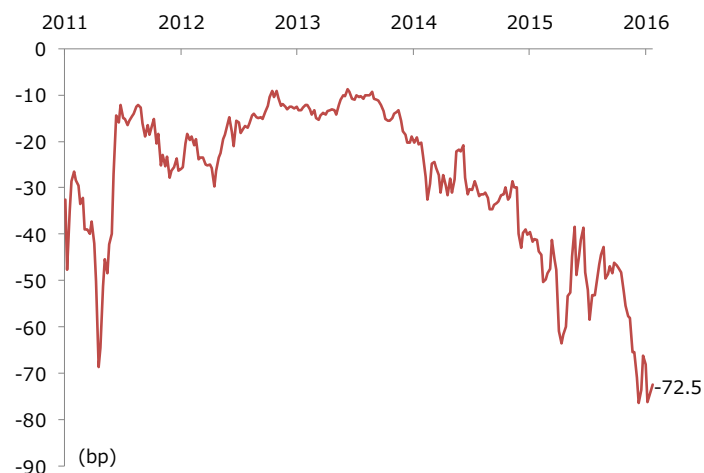
（出所） Bloombergデータよりマネックス証券作成。EPSがマイナスとなった09/3～09/12月期の4四半期を除く

**銀行の海外預貸業務には逆風：ベースス・スワップ（ドル調達コスト）の上昇**

26 日のイエレン+フィッシャー発言に加え、日銀・黒田総裁が「躊躇なく追加緩和措置を講じる」と発言したことから、日米金利差の拡大加速が予想される。このため、海外運用の一部を円投（手持ちの円資産をドルに転換すること）によって賄っている邦銀にとっては、ベースス・スワップ・レートの悪化、即ち、円をドルに転換するコストの上昇が懸念される。

ベースス・スワップ・レートは、日米金利格差の拡大などからこの 2 年間悪化傾向にある（図表 12）。7 月に日銀のマイナス金利の深掘りがなかったことから一旦落ち着いていたが、米国の利上げが早期化すれば再び悪化する可能性が高い。

図表12：ドル円のベースス・スワップ・レート

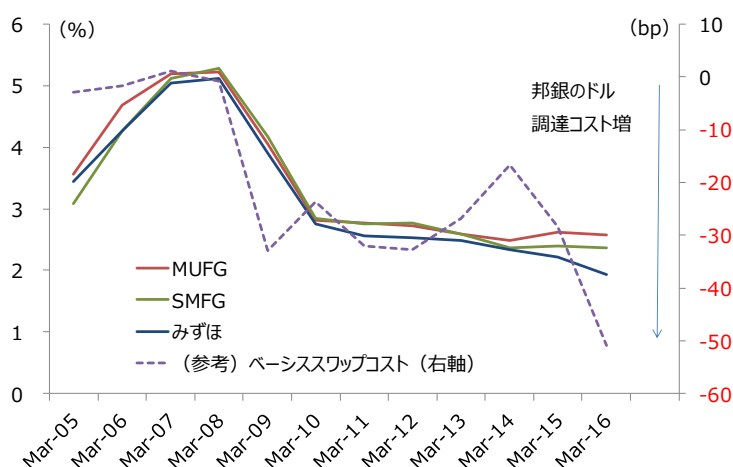


(出所) ブルームバーグデータよりマネックス証券作成

それだけでなく、邦銀の海外の資金利回りや貸出利回りは、過去から低下傾向にある。リスクを抑えていることに加え、世界的な金利低下、競争激化によるクレジット・スプレッドの低下などが背景にある。

これに追い打ちをかけるのが、ドル調達コストの上昇である。仮に、ベースス・スワップ・レートが 20bp (=0.2%) 悪化した場合、3メガ合計で 500 億円前後の損失となる（外貨調達全体のうち、外貨預金等を除く 15%が円から外貨へのスワップであるため、海外資金運用残高 162 兆円 × 15% × 0.2% で計算）。邦銀もドル建て収益の膨張という形で円安の恩恵は受けるものの、米利上げは調達コストの上昇を伴うことから手放しでは喜べない。

図表13：日本の大手行の海外貸出利回り(連結)



(出所) ブルームバーグ、各銀行資料よりマネックス証券作成

これらのシナリオの実現可能性を確認するためには、米国現地時間 8/29 の個人消費 (PCE) 関連データ、今週末 9/2 の米雇用統計などが注目されよう。

当社は、本書の内容につき、その正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。記載した情報、予想及び判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。過去の実績や予想・意見は、将来の結果を保証するものではありません。

提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。当社は本書の内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。本書の内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。内容に関するご質問・ご照会等にはお応え致しかねますので、あらかじめご容赦ください。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第165号  
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会