

リサーチ部 笹木和弘 増淵透吾  
 DID:03-3666-6980 (内線 244)  
 E-mail: Kazuhiro.sasaki@phillip.co.jp

フィリップ証券株式会社

2019年4月号(2019年3月27日作成)

### ■予想以上にハト派姿勢のFRB

パウエルFRB議長は2/26の議会証言で、経済は良好だが一部で「相反する流れやシグナル」が見られると指摘。それを踏まえ、1月のFOMCでは将来の政策金利について辛抱強く待つことが正当化されると判断したと説明した。

これに対し、3/20のFOMC後の会見では「政策金利が適切な水準にあると考えている」と発言し、年内金利据え置きを明らかにし、更にバランスシート縮小の9月末停止も明言。これを受けて年内6月以降の利下げ確率予想が一気に上昇、米国債利回りの長短逆イールド現象が発生したが、市場が逆イールドを不況の前兆とみなして株式売りに走るのはFRBも想定外だろう。(増淵)

### ■MMT(現代金融理論)が話題に!

「独自の通貨を持つ国の政府は通貨を限度なく発行できるため、デフォルトの心配なく政府債務残高がどれだけ増加しても問題ない。」というMMT理論が、債務上限が問題となっている米国で関心を集めている。トランプ政権は財政赤字を拡大中だが、2020年大統領選を睨み、国民皆保険や「グリーン・ニューディール」政策の財源を確保したい米民主党がこの理論に乗り気だ。

既に政府債務残高が200%を超えている日本では、通貨高、マイナス金利で物価も上がらない。因らずもMMT理論を実証し、世界から熱い注目を浴びているのは何とも皮肉な話だ。(笹木)

### ■復調した米国の住宅市場

3/18発表の3月のNAHB住宅市場指数は、前月から横ばいの62。同指数は住宅建設業者の景況感を示す。市場予想の63を下回ったものの約3年ぶりの低水準から持ち直した水準を維持。内訳では、購買見込み客足指数が落ち込んだが、一戸建て販売の現況指数と向こう6ヶ月の先行き指数が改善。3/8発表の1月住宅着工件数は、前月比18.6%増の123万戸と大幅に伸び、市場予想119.5万戸を上回った。

3/26発表の2月住宅着工件数は、1月の反動もあり前月比8.7%減だったが、住宅ローン金利低下や、堅調な雇用市場が住宅市場を支えている面は変わらず、春の住宅販売時期は堅調となろう。住宅指標は個人消費と密接に関連しているため注目したい。(増淵)

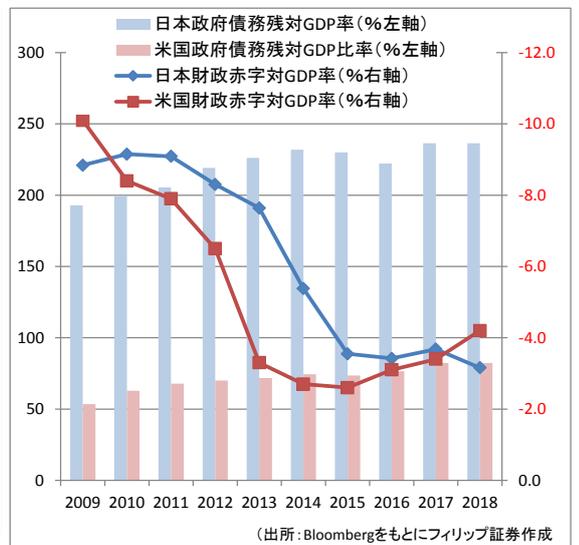
### 【FRB は市場の想定を超えたハト派姿勢へ】

| FOMCとFRBの利上げ確率予想(上段:2019/2/26時点、下段:2019/3/26時点)<br>現状のFF金利誘導目標:2.25-2.50(%) |                     |                       |            |              |               |                |                |
|---|---------------------|-----------------------|------------|--------------|---------------|----------------|----------------|
| FOMC会合の日時   | 利上げ確率               | 利下げ確率                 | 1.25-1.50% | 1.50-1.75%   | 1.75-2.00%    | 2.00-2.25%     | 2.25-2.5%      |
| 2019年5月1日   | 1.6%<br><b>0.0%</b> | 2.0%<br><b>4.1%</b>   | -<br>0.0%  | 0.0%<br>0.0% | 0.0%<br>0.0%  | 2.0%<br>4.1%   | 96.3%<br>95.9% |
| 2019年6月19日  | 1.5%<br><b>0.0%</b> | 8.4%<br><b>20.4%</b>  | -<br>0.0%  | 0.0%<br>0.0% | 0.1%<br>0.7%  | 8.3%<br>19.7%  | 90.1%<br>79.6% |
| 2019年7月31日  | 1.5%<br><b>0.0%</b> | 9.6%<br><b>29.1%</b>  | -<br>0.0%  | 0.0%<br>0.1% | 0.2%<br>2.8%  | 9.3%<br>26.2%  | 88.9%<br>70.9% |
| 2019年9月18日  | 1.4%<br><b>0.0%</b> | 14.5%<br><b>52.5%</b> | -<br>0.0%  | 0.0%<br>1.0% | 0.7%<br>10.5% | 13.7%<br>41.0% | 84.1%<br>47.5% |
| 2019年10月30日   | 1.4%<br><b>0.0%</b> | 15.7%<br><b>57.7%</b> | -<br>0.1%  | 0.0%<br>2.0% | 0.9%<br>13.9% | 14.8%<br>41.7% | 82.9%<br>42.3% |
| 2019年12月11日   | 1.3%<br><b>0.0%</b> | 23.2%<br><b>67.5%</b> | -<br>0.6%  | 0.1%<br>4.8% | 2.2%<br>20.3% | 20.9%<br>41.8% | 75.6%<br>32.5% |
| 2020年1月29日  | 1.1%<br><b>0.0%</b> | 33.8%<br><b>74.9%</b> | -<br>1.5%  | 0.4%<br>8.3% | 4.8%<br>25.2% | 28.6%<br>39.7% | 65.1%<br>25.1% |

### 【MMT への識者の見方、および、日米の財政赤字・政府債務】

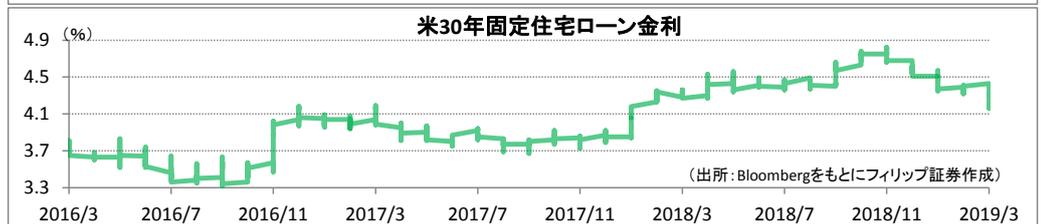
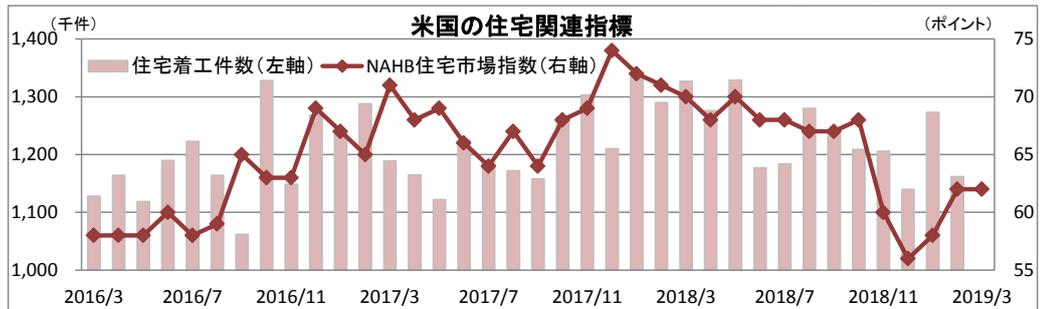
| 発言者                                     | MMTに対する見解   |
|---|---|
| 賛成<br>ニューヨーク州立大学のステファニー・ケルトン教授(MMTの提唱者) | ・ユーロという共通通貨があり、独自の通貨を持たないギリシャなどは、独自の判断で無制限の流動性供給を行うことはできない。それゆえデフォルトリスクがある。<br>・一方で、独自の通貨を持つ米国のような国では、政府債務の増加がマクロ的な供給不足からインフレを起すような場合でなければ、経済成長と雇用の増加が続いている限り、政府債務の増加自体は問題ない。 |
| 反対<br>ポール・クルーグマン                        | 支離滅裂だ。  |
| ローレンス・サマーズ元財務長官                         | 外部との取引がない閉鎖経済でない限り、自国通貨の暴落や物価が急上昇するハイパーインフレを招く危険がある。非主流派のエコノミストによるばかげた解釈だ。  |
| パウエルFRB議長                               | 自国通貨建てで借り入れができる国は財政赤字を心配しなくてよいという考え方は間違っていた。  |
| ウォーレン・バフェット                             | MMTを支持する気には全くない。赤字支出はインフレ「急上昇」につながりかねず、「危険な領域に踏み込む必要はなく、そうした領域がどこにあるのか正確には分からない。  |
| ガンドラック                                  | 大規模な「社会主義的プログラム」を正当化するために利用されている「完全なナンセンス」。   |

(出所: Bloombergをもとにフィリップ証券作成)



(出所: Bloombergをもとにフィリップ証券作成)

### 【12月の減速から復調した米住宅市場～金利低下の恩恵は続くか! ?】



(出所: Bloombergをもとにフィリップ証券作成)

### ■経済は年末の減速から立ち直り

経済指標は、政府機関閉鎖や寒波の影響で減速した年末からの回復を示した。3/11発表の1月の小売売上高は前月比0.2%増。同1.6%減と落ち込んだ12月から回復、市場予想の同0.03%増を上回った。3/13発表の1月の耐久財受注では、設備投資の先行指標となるコア資本財の受注が同0.8%増。2ヵ月連続の大幅減から反発。市場予想の同0.2%増を上回った。

一方、物価指標は予想外に鈍化している。2月の消費者物価指数(CPI)では、コアCPIが同0.1%上昇と市場予想0.2%上昇を下回った。2月の生産者物価指数(PPI)も同0.1%上昇と市場予想の同0.2%上昇を下回った。終焉を迎えると見られたゴールドロックス相場であるが、当面は続きそうだ。(増淵)

### ■米国は非製造業の景況感が改善

3/1発表の2月の米ISM製造業景況指数は54.2と2年3ヵ月ぶりの水準に低下し、市場予想も下回った。一方、3/5発表の2月の米ISM非製造業景況指数は59.7と3ヵ月ぶりに上昇し、市場予想も上回った。前月から3.0ptの上昇となり上昇幅は過去1年で最大。2月の米国企業のセンチメントは製造業と非製造業で対照的な様相となった。

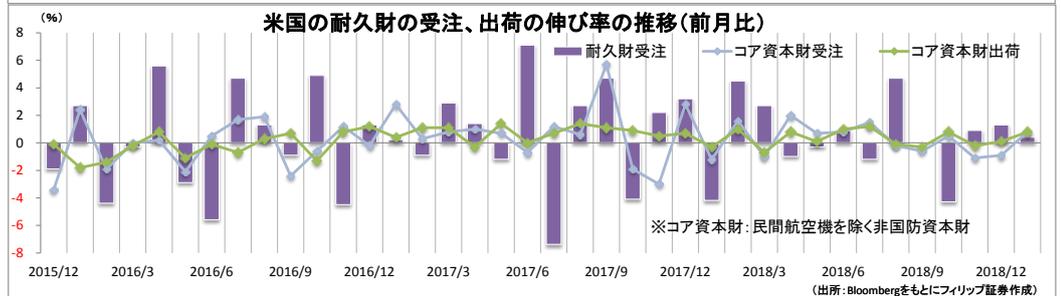
製造業、非製造業ともに世界景気減速や貿易摩擦、投入コスト増を懸念する声が上がったが、非製造業では景気への楽観的な見方が優勢となった。3/6公表のページブックでも同様の傾向が示された。好調な消費マインドや2/15の予算成立が背景。米国市場では景気敏感株優位の展開が続くが、内需株へシフトする可能性も。(増淵)

### ■クラウドサービスの SaaS 企業

日本の「働き方改革」と同様の観点から、仕事の生産効率向上に向けてクラウドサービス上で企業向けソフトウェアを活用する企業が増えている。建設・土木分野では、ナスダック上場のSaaS企業であるAutodesk社が目玉され、近年は売上の大半をリカーリング収入(サブスクリプション契約による継続的売上)としている。クラウドサービスも、データセンターのAWS、Azure、GoogleCloudといったIaaSが目玉されていた時代から、技術力のある新興IT企業がSaaSによって一気に成長できる時代になってきているのは要注目だ。

米中冷戦時代の不確実な経営環境において業績予測可能性の高さもあり、SaaS企業のリカーリング収入への注目度は高まっていくだろう。(笹木)

## 【米経済指標が年末の減速から回復～物価は伸びず利上げは先送りか】



## 【2月ISM景況指数は製造業・非製造業で差が出た～予算成立などが背景】



## ■3/6公表の地区連銀経済報告(ページブック)

|       |   |
|-------|---|
| 経済活動  | 10の地区が「緩まないし緩やかな」ペースの成長を報告。フィラデルフィアとセントルイスは横ばい。約半数の地区が政府機関閉鎖により、小売り、自動車販売、観光、不動産、外食、製造業、人材派遣などの分野で鈍化。 |
| 個人消費  | 国内でばらつきがあった。いくつかの地区は、厳しい冬の天候や信用コストの上昇の影響で、小売りや自動車販売が抑制されたと報告した。                                       |
| 企業動向  | 製造業では世界の需要鈍化、関税に伴うコスト上昇、通商政策の不透明感への懸念が示された。非製造業は専門的、科学的、技術的サービスに牽引され、ほとんどの地区で「緩まないし緩やかな」ペースで成長した。     |
| 労働市場  | 大半の地区では「緩まないし緩やかに」増加した。タイトな状況が続き、特に情報技術、製造業、トラック運送、外食、建設の各産業に関連した職種で労働者不足が顕著。低技能職と高技能職の両方で賃金が上昇した。    |
| 物価上昇率 | 「緩まないし緩やかな」ペースでの上昇を報告。いくつかの地区は、販売価格を上回るペースで投入価格が上昇していると指摘。より高い投入費用を消費者に転嫁できるかは、地域や業界によって分かれる。         |

(出所:FRBの公表資料をもとにフィリップ証券作成)

## 【クラウドサービスの SaaS 企業～米国でも時価総額を伸ばす！】

主な米国SaaS企業とサービス内容

| 銘柄名              | 時価総額(億USD) 3/13終値 | 提供するサービスの主な内容  |
|------------------|-------------------|--|
| Adobe (ADBE)     | 1,293.1           | 印刷および電子媒体で情報の伝達・使用が可能な製品を手掛ける。                         |
| Salesforce (CRM) | 1,232.1           | 顧客管理サービスを手掛け、業務用アプリケーションの構築・作動に使用するテクノロジー・プラットフォームを提供。 |
| Intuit (INTU)    | 657.1             | 中小企業、金融機関、消費者、会計士向けの業務・財務管理用ソフトウェア/ソリューションを開発、販売。      |
| ServiceNow (NOW) | 433.9             | 企業向け情報技術(IT)管理ソフトウェア。IT管理プラットフォームの設計、開発、製造。            |
| Workday (WDAY)   | 405.8             | 人事・給与、コスト管理、財務管理、高度な研修に関する企業向けソリューションを提供。              |
| Autodesk (ADSK)  | 335.9             | 企業・家庭向けに、建築設計、機械設計、地理情報システムとマッピングおよび可視化に使用される2D・3D製品。  |
| Atlassian (TEAM) | 260.1             | プロジェクト管理、コラボレーションなどのサービスを提供する企業向けソフトウェア。               |
| Spotify (SPOT)   | 259.5             | 加入者に対し、無料の音楽と広告支援サービスを提供する音楽ストリーミングサービスを提供。            |

(出所:総務省「国民のための情報セキュリティサイト」をもとにフィリップ証券作成)

(出所: Bloombergをもとにフィリップ証券作成)



**フィリップ証券株式会社**  
Member of PhillipCapital Group

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第127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

#### 【留意事項】

- 上場有価証券等のお取引の手数料は、国内株式の場合は約定代金に対して上限1.242%(消費税込)(ただし、最低手数料2,160円(消費税込)、外国取引の場合は円換算後の現地約定代金(円換算後の現地約定代金とは、現地における約定代金を当社が定める適用為替レートにより円に換算した金額をいいます。)の最大1.08%(消費税込)(ただし、対面販売の場合、3,240円に満たない場合は3,240円、コールセンターの場合、1,944円に満たない場合は1,944円)となります。
- 上場有価証券等は、株式相場、金利水準等の変動による市場リスク、発行者等の業務や財産の状況等に变化が生じた場合の信用リスク、外国証券である場合には為替変動リスク等により損失が生じるおそれがあります。また新株予約権等が付された金融商品については、これらの権利を行使できる期間の制限等があります。
- 国内金融商品取引所もしくは店頭市場への上場が行われず、また国内において公募、売出しが行われていない外国株式等については、我が国の金融商品取引法に基づいた発行者による企業内容の開示は行われていません。
- 金融商品ごとに手数料等及びリスクは異なりますので、お取引に際しては、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書又はお客様向け資料をよくお読みください。

#### 【免責事項】

- この資料は、フィリップ証券株式会社(以下、「フィリップ証券」といいます。)が作成したものです。
- 実際の投資にあたっては、お客様ご自身の責任と判断においてお願いいたします。
- この資料に記載する情報は、フィリップ証券の内部で作成したか、フィリップ証券が正確且つ信頼しうると判断した情報源から入手しておりますが、その正確性又は完全性を保証したものではありません。当該情報は作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。この資料に記載する内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。
- この資料を入手された方は、フィリップ証券の事前の同意なく、全体または一部を複製したり、他に配布したりしないようお願いいたします。

WEB