

米公益株、金利上昇前から下落続く

金利上昇持続、高配当株シフト一服、規制などで思惑

2018/1/12

米国株市場では12月19日前後から長期金利の上昇がテーマとなっているが、金利上昇が打撃となる公益株はその前段階の11月半ばから先行下落に転じ、現在も続落となっている。当初は税制改革進展の恩恵が乏しいことが悪材料となってきたが、それ以外に当面の金利上昇持続や、低金利を嫌気した債券から高配当株へのシフト一服、トランプ政権による規制政策を巡る思惑、ディフェンシブ滞留の減退と先行投資の刺激などが材料となっている可能性にも注意を要しよう。米国でのインフレ動向との関係も注目される。

米公益株、11月中旬から現在まで下落続く

「12月後半にかけて世界の株式市場は米国の減税による景気刺激策の進展期待などから上昇し、米国の長期金利も上昇した。こうしたなか、特に法人税減税の恩恵を受けると見られる銘柄が上昇する一方、長期金利の上昇がマイナス要因となり、減税の恩恵を比較的受けにくい公益株は下落となっている」――。

スイス・ジュネーブに拠点を置く海外運用機関大手・ピクテ投信は昨年12月22日、同社の世界公益株投信に関連したレポートでこのような解説を行っている。

同社によると公益株下落の背景には、1) 12月後半にかけて長期金利が上昇し、イールドカーブがややスティープ化（長短金利差が拡大）した、2) 規制下の事業比率の高い公益企業は、減税の恩恵分を電力料金の引き下げを通じて、消費者に還元することになり、減税の恩恵を他の業種と比べて受けにくい、3) 公益企業の多くに見られるように、比較的借入金が多い企業にとっては法人税率の引き下げが行われると、「実効税率」部分が減少することになり、法人税等の前払効果が減少し、繰延税金資産を取り崩す必要がでてくるため、一時的に減益要因となることなどもマイナスになった――といった要因が指摘されるという。

もっとも税制改革の影響については「2018年には会計上の処理は正常化するため、このマイナスの影響は一時的と見られる」（同）としている。しかし、米国の公益株指数は11月中旬を直近高値として税制改革による打撃などを織り込む形で先行下落に転じたあと、1月10日時点でも下落が続いており、現在もなお「一時的なマイナス影響」の消化は一段落となっていない。その意味で現在の公益株の続落は税制改革影響だけでなく、当面の金利上昇の継続リスクなど複合的な悪材料が影響している可能性がある

る。

米10年債金利との関係では、過去にも1993年から1994年、1999年から2000年、2009年から2010年などで、「公益株の下落と10年債金利の上昇」という逆相関の相場が観測されてきた。ちょうど10年債の週足テクニカルでは、1985年以降の長期抵抗ラインである520週（約10年）移動平均線2.57%の上抜けを巡る重要攻防に直面している。

すでにテクニカルフィボナッチ分析では、2014年1月の直近最高3.05%から直近最低1.31%の61.8%戻しである2.39%を上抜け突破してきた。現在は76.4%戻しの2.64%を巡る攻防となっており、上下動を経ながら上抜け突破すると、あくまでテクニカルでは100%戻しの3%方向が視界に入る可能性を秘めている。

また、金利上昇は公益企業の借入れや資金調達などに打撃となるだけでなく、公益株の「高配当」という魅力も減退させていく。米国株市場では2011年以降や2014年以降の長期金利低下の中で、低金利を嫌気した年金・保険などの長期運用マネーが、持続的に債券から高配当株への資金シフトを進めてきた。それが米国株の長期株高の一助を担っている。しかし、米長期金利が一定の上昇となると過度な高配当株シフトが鈍化するため、足元の公益株続落は潮流変化の前兆シグナルとして無視できない。

公益株の前年比下落、過去は物価上昇やドル安定

同時に9日以降の米国株市場では、トランプ政権による規制政策の迷走も公益株の悪材料となってきた。9日には「送電システムの信頼性確保」という名目でペリー米エネルギー長官が提案した石炭発電所と原子力発電所に対する抜本的な補助政策が、連邦エネルギー規制委員会（FERC）によって否決された。FERCは送電網を運営する企業に対し、システムの耐性を高めるための独自案を提出するよう求めている。

一方でトランプ大統領は資源エネルギーや環境関連などを中心に、積極的に規制緩和を続ける構えだ。規制緩和は民間主導の経済活力を引き出す反面、公益企業にとっては独占寡占的な地位が脅かされる。価格決定面での優位性が揺らぎ、金利上昇とのダブルパンチで先行き高配当の持続性に支障を来すリスクがある。

目先の米国では1月後半の予算教書取りまとめに向けて、トランプ大統領がインフラ投資計画の詳細を打ち出す予定だ。その中でインフラに関連した公益株の続落については、1) 財源などの不透明性、2)

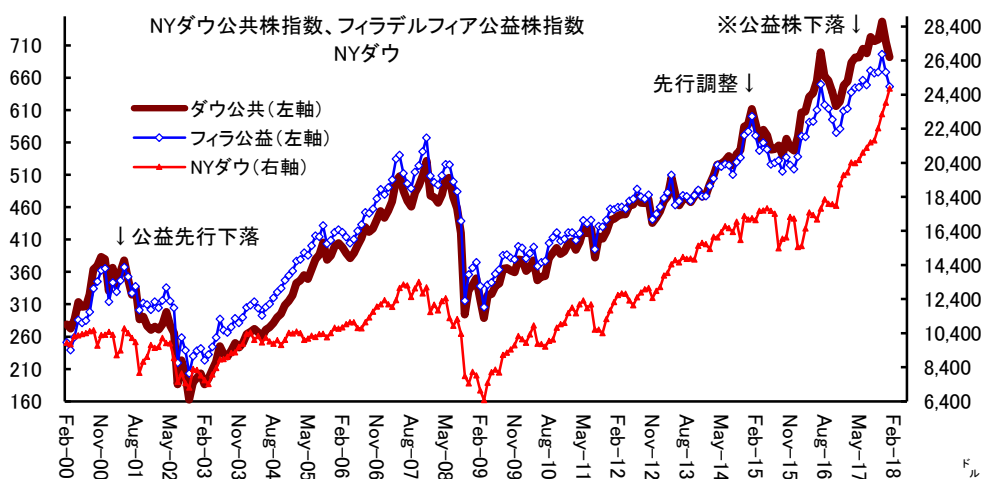
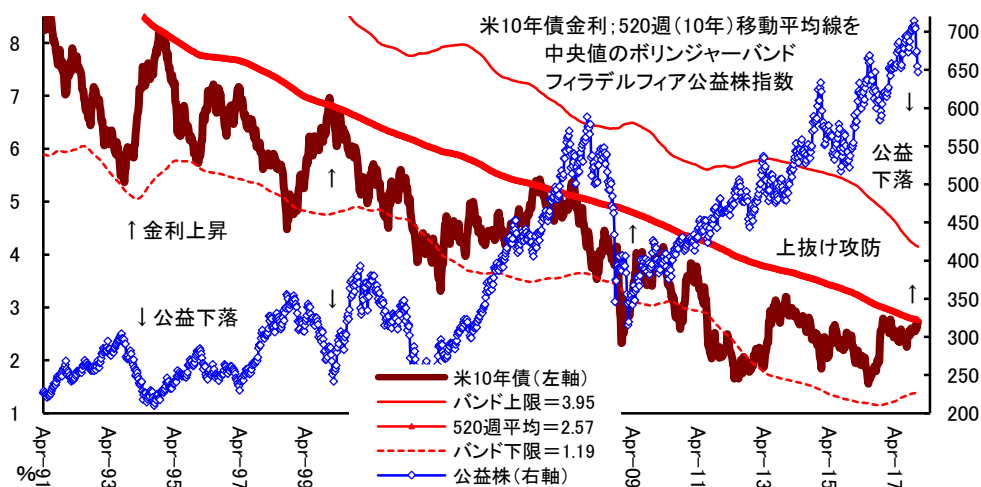
インフラ投資を受けた一段の金利上昇リスク、3)一定の織り込み進展を受けた材料出尽くし——などが打撃となっているほか、インフラ市場の開放と競争活発化などが既存の公益企業にマイナスとなっている側面もある。

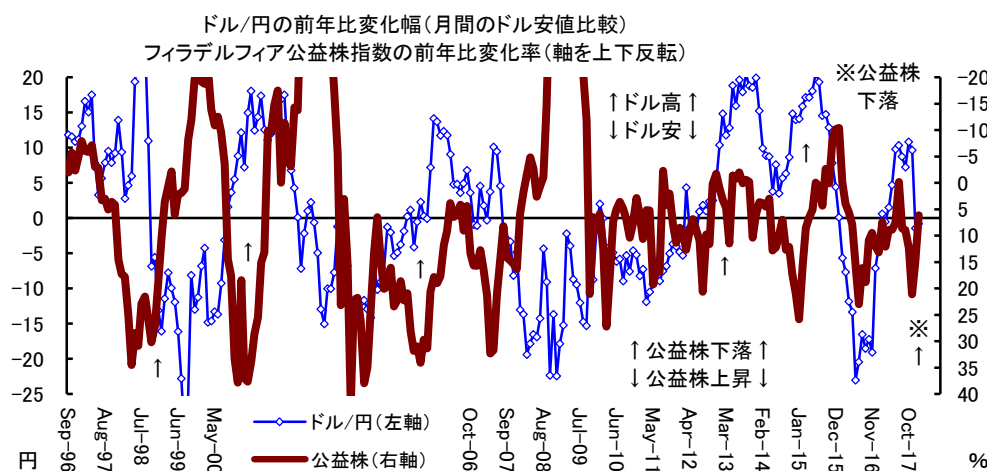
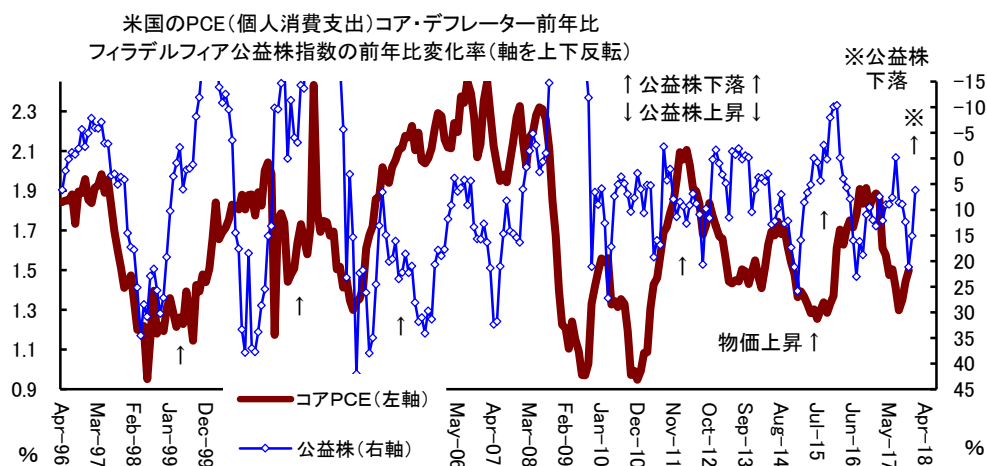
もともと公益株はディフェンシブ株であり、公益株の下落は安全資産滞留の後退、企業による将来成長に向けた設備投資や雇用・賃金の拡充を含めた人材投資の活発化を示すプラスの側面も無視できない。現在は長期金利上昇によるマイナス面が懸念されているが、適度な長期金利の上昇は長短金利差の拡大などによる金融業界への支援、期待インフレの刺激、先行きの金利上昇を警戒した企業・家計による借入れや投資・消費の前倒しインセンティブ刺激といっ

たプラス効果を生む。

何より米国では昨年後半以降、長短金利差の縮小（フラット化）が「リセッションへの前兆シグナル」として警戒されてきたわけだ。それだけに適度な長短金利差の拡大（スティープ化）は、期待インフレの刺激とリスクマネーの回転刺激といった信用創造の好循環を促す。

実際、過去実績として米国の公益株指数の前年比下落局面では、その裏表の関係にあるインフレ昂進や期待インフレの刺激、金利上昇などもあって、米国の物価指標が運行上昇する相関パターンが観測されてきた。連動する形で為替相場でのドル/円でも、ドルが前年比で下げ止まったり、ドル高方向で推移する相関ケースが目立っている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。