

米株「過熱警戒」示す VIX 上昇と海運下落

好決算出尽くし、1 月効果剥落、金利上昇などにらむ

2018/1/22

高騰の続く米国株だが、スピード面では短期的な過熱警戒感が高まってきた。米株投資家の不安心理を示すシカゴ・オプション取引所 (CBOE) の VIX 指数 (ボラティリティー・インデックス) は日足テクニカルで昨年 8 月以来の上振れリスクが示唆され始めたほか、世界の景気動向や資源需要に先行するバルチックドライ海運指数は昨年 11 月中旬からの先行上昇を経て、12 月 12 日を天井に先行反落を辿っている。米企業の決算発表の一旦の好材料出尽くしや 1 月効果の剥落、金利上昇なども調整材料となる。

VIX 指数、テクニカルでは 8 月以来の上振れ警戒

「安倍政権内の一部では、昨年からの米国の政治混乱や大統領支持率低迷でも米国株が高値を更新し、米国経済も回復ペースを強めていることから、日本経済についての慢心、市場との対話軽視、政治的な緊張感の弛緩といったムードも散見されている」――。

ある官邸周辺筋はこのような印象を打ち明ける。実際に為替相場では 16 日に 1 ドル＝110 円前半と昨年 9 月以来のドル安・円高が進む場面があったが、同日午前に麻生太郎財務相からは「(足下の為替相場は) 大した話ではない」といった不用意な発言も見られている。

一方で政治リスクが無視されてきた米国株についても、さすがにスピード面、水準面での過熱警戒感が高まってきた。米株 VIX 指数は 18 日に 12.22 で終了し、終値では 3 日の 9.15 をボトムとして昨年 11 月 15 日以来の高水準となってきた (リスク選好後退)。日足テクニカルでは一目均衡表チャートの重要抵抗線である雲の上限 11.75 を上抜け突破しており、昨年 8 月以来の上振れリスクがくすぶっている。

現在の米国株は決算発表の良好な内容がサポート要因となっているが、1 月後半にかけてピークアウトすることで当座の好材料出尽くしが警戒される。米国での決算発表改善と株高進行は昨年 10 月にも観測されたが、NY ダウは発表後半入りの 10 月 24 日で騰勢一服と高止まりに移行している。過去の 1 月相場でいえば 2014 年に年初から NY ダウは底堅さを維持したが、やはり決算発表の終盤となった 1 月 21 日を高値に下落へと転じ、2 月 5 日まで調整下落が続いた。

また、S&P500 の PER (株価収益率) は、18 日に 23.44 倍前後となってきた。昨年 8 月の 20 倍前後から上昇傾向が続き、2009 年 12 月以来の高水準となっている。現在は先行きの業績改善期待などで米国株の割高警戒が抑制されているとはいえ、2009 年 12

月の場合は 2010 年 1 月 20 日前後まで慣性的な上昇モメンタムが維持されたあと、やはり決算出尽くしなどで反落へと転換。2014 年 1 月の日柄と同じように、2 月 5 日の底入れまで調整下落の局面が観測されている。

こうした過去の 1 月後半からの反落アノマリーとしては、米国株の「1 月効果の剥落」が一因となるケースもあった。季節要因として米国では税金対策などで 12 月末までに実現損を確定する売りが増え、年明けとともに売り圧力が減退するという需給要因がある。今年は税制改革の影響で見方が分かれているが、季節的に年明けは株式投信 (ミューチャル・ファンド) などへ新年運用分のニューマネーが流入しやすい。しかし、こうした「1 月効果」は 1 月後半にかけて一段落が警戒される。

さらに今年 1 月の場合、米長期金利の上昇が米国株のスピード調整要因として警戒され始めた。長期金利上昇は PER の上昇とあいまって、米国株の短期的な割高警戒を高めていく。米 10 年債金利は 19 日から 2016 年 12 月以来となる 2.63% 超えとなってきたが、2016 年 12 月の場合、米 10 年債が 2.52% を突破してきた 12 月 12 日以降に、同年 11 月からのランプ・ラリーによる米株上昇のペースが鈍化している。

スワップスプレッド正常化機運、過去はドル支援

その前では 2013 年にかけて、FRB の量的緩和 (QE) 縮小警戒などで米 10 年債金利が急上昇している。同年は 8 月 1 日から 2.58% を本格突破し、8 月 12 日の 2.54% から 22 日の 2.93% にかけて金利上昇が加速された。同時進行で NY ダウは 8 月 2 日を高値として、8 月 30 日まで調整急落に見舞われている。

現在の場合、世界の景気動向や資源需要に先行するバルチックドライ海運指数も先行下落となってきた。最近では昨年 11 月 16 日を底値に先行上昇となり、12 月 12 日には 2014 年 1 月以来の高値を更新する場面が見られている。しかし、その後は中国などでの当座の資源需給の改善一服や、世界的な微妙なインフレ圧力、金利上昇懸念などもあって先行反落となっている。1 月 18 日には 1139 となり、昨年 8 月以来の安値へと逆戻りしてきた。

一方、現在の米 10 年債金利の上昇 (債券価格は下落) は、過度な安全逃避の後退や低インフレ懸念の緩和、金融システムの正常化、金利機能の修復――といったプラスの側面も見逃せない。18 日の米債金利上昇要因としては、「米アップルが国外に滞留させている巨額の資金を本国に戻すのに伴い、約 380 億

ドル(約 42.1 兆円)の税金支払いを見込んでいると発表したことで、同社が税支払いのために米国債を一部売却する可能性がある」との見方も材料となった。これまでの米国企業による現預金退蔵、米国債滞留から、米国内での設備投資などの将来成長へと資金を振り向けるリスクマネーの回転活性化を示唆するものだ。

その中で金利機能の正常化レベルや、信用収縮の度合いなどの尺度となる対米国債金利・スワップスプレッド(スワップ金利と国債金利の乖離幅)が、正常化の方向に向かい始めた。2015年以降は世界的な国債金利低下や各国中銀による国債買い入れなどによる国債バブル、世界的な低成長や低インフレへの懸念などにより、米国債滞留とスプレッドのマイナス方向への低下圧力が加速されてきた。

しかし、2017年以降は底入れと底固めが続き、足元では2015年9月以来のプラス幅に修復されつつある。過去に米国でのスワップスプレッド正常化は、米国での金融経済の正常化や信用創造の拡大などが示され、底入れ局面でドル/円はドルが反転上昇トレンドに移行する連動性が観測されてきた。

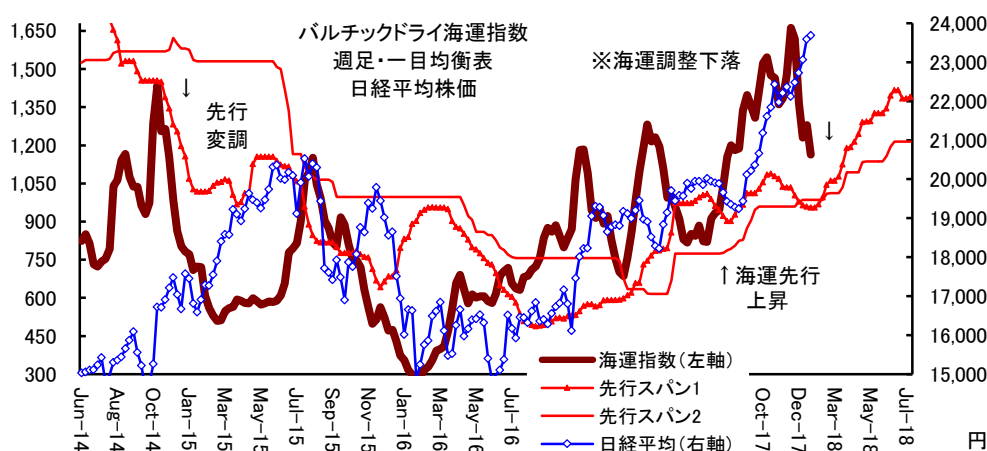
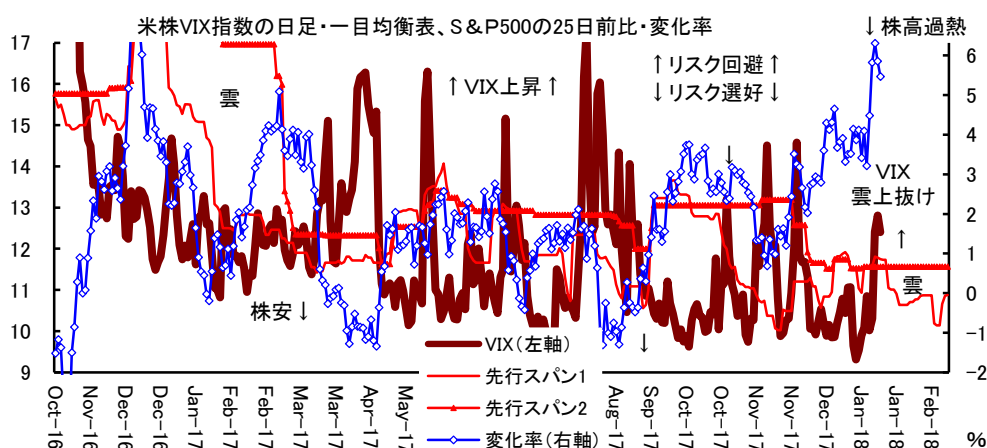
ちなみにリーマン・ショック後の2009年7月、日銀の金融市場局は『金融混乱下のスワップ市場と国債市場の価格発見機能、スワップスプレッドの動き

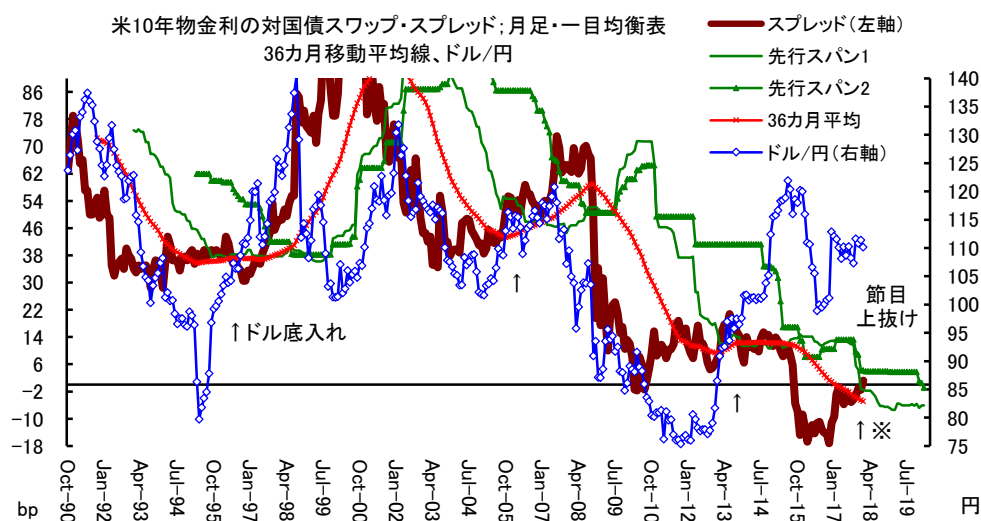
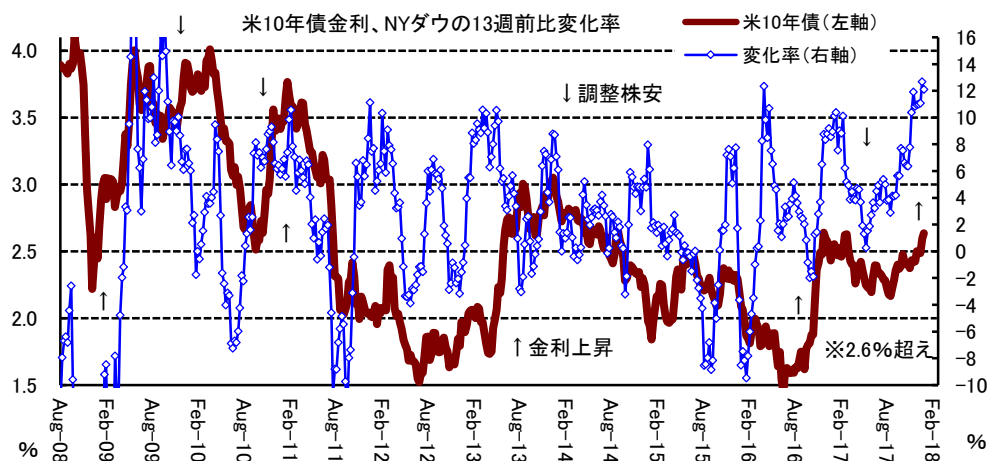
から何を読み取るか?』という分析レポートを取りまとめている。

その中では「2007年夏のサブプライム問題を契機とした金融混乱の影響が広がる過程で、内外の金融市場は、金融経済状況に対する市場参加者の見方を価格に映し出す『鏡』としての機能(価格発見機能)の低下に直面した。例えば、銀行間取引金利をベースにしたスワップ金利と国債金利の乖離で定義されるスワップスプレッドが低下傾向を辿り、08年秋のリーマン・ショック以降はマイナスにまで落ち込んでいる」と総括している。

そのうえでこうした現象は、「市場参加者の資金流動性制約がタイト化したり、彼らのリスクアペタイトが低下した結果、裁定取引や投機的取引が減少し、市場の価格発見機能が低下したことが影響しているとみられる。同機能の低下は、市場における適正なプライシングを妨げ、リスクや資源の効率的配分を弱めることで、金融混乱の影響を増幅するよう作用した可能性も考えられよう」と分析している。

その意味で米国でのスワップスプレッドの底入れと緩やかな正常化の流れは、米国の金融・経済の完全正常化と好循環軌道の定着を示すとともに、FRBによる金融政策の正常化(中立化)を後押しさせる可能性を秘めている。





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。