

米長期マネー、金利低下で株式再シフト

昨年後半は金融危機以来の流出、反動回帰余地

株式会社ジャパネコノミックス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2019/3/25

米国の長期運用マネーについては、米長期金利の低下を受けた株式再シフトが焦点になってきた。米企業業績には不安感が残存しているものの、国債金利低下による運用難や金利低下による株価下支え効果が株式回帰を支援しやすい。昨年 10-12 月に米国の株式型投信からはリーマン・ショック時以来の大規模な流出があったほか、米国内外の逃避資金の受け皿となっている米マネー・マーケット・ファンド（MMF、短期流動性資産）の資産残高は 9 年ぶり高水準となっており、株式回帰の資金余地は残されている。

決算発表に先行のナイキ、内容は打たれ強さ

米 S&P500 の業種別株価指数によると（ブルームバーグ算出）、21 日時点における 3 月の月初来リターンでは下落率の大きいワースト方向に、地方銀行の -8.19%、生命保険・健康保険の -2.00% などが観測されている。米 FRB による年内の利上げ停止と米長期債金利の低下を受けて、利ざや縮小や運用難などが打撃となる業種だ。

一方で専門 REIT（不動産投信）は +7.32% と大幅高となっているほか、投資銀行・証券会社は -1.43% と金融業界の中では相対的な下げ渋りとなっている。いずれも米国債金利の低下を受けた、長期運用マネーによる不動産・株式などの消去法的な資金シフト期待を示唆するものだ。

現在は米国や世界経済の先行きに不透明感が強いほか、米国の企業収益にも減速懸念が残るとあって、本格的な債券から株式へのシフトという「グレート・ローテーション」の盛り上がりには慎重論が強い。それでも昨年後半には過度に株式からの資金流出が加速されただけに、反動調整的な「株式への部分回帰余地」は注視されそうだ。

米国株については季節要因として、4 月上中旬から本格化する 1-3 月期の決算発表が懸念材料になってきた。その中で先行指標であるスポーツウエア大手ナイキによる昨年 12 月-今年 2 月期の決算が 21 日に公表されたが、1 株利益や粗利益率は市場予想を上回った。内容面で北米の売上高が失望となり、一旦の材料出尽くしもあって同社株は急落する場面が見られている。しかし、欧州や中東、アフリカ、中華圏、アジア太平洋、中南米ではいずれも市場予想を上回る打たれ強さを示し、同社株は底堅さを維持させた。

米国株全体の需給面でいえば、米投信協会（ICI）の週間・純流入マネーフローによると、米国株型と世界株型を含めた株式型投信（ミューチャル・フ

ァンド）は、昨年 10-12 月の 13 週間に累計 -1292 億ドルものネット資金流出が観測された。同じ 13 週間としては、2008 年 12 月のリーマン・ショック直後以来（2018 年 12 月 17 日週の -1445 億ドルという高水準となってきた。当時はその後、同年 6 月にかけて +418 億ドルの流入超過に転じており、今回も反動回帰の余地が残されている。

しかも現在は米国の投信の枠組み内で、米国内外からの逃避・滞留資金の受け皿となっている米マネー・マーケット・ファンド（MMF、短期流動性資産）の資産残高が、3 月 20 日週に 3 兆 0648 億ドルとなった。直近最低である昨年 9 月 19 日週からは +1994 億ドルの増加を記録し、残高は 2010 年 3 月以来 9 年ぶりの高水準へと急増している。今後はこうした逃避資金が、漸進的に米国株へと回帰していく余力が残存している。

2014-15 年のチャイナ・ショックを含めた世界減速懸念時にも、米 MMF には 3 カ月前比で +1200 億ドルの資金滞留が観測された。当時は過度な株安とリスク回避の懸念一服とともに、MMF に逃避・滞留された資金が株式市場に回帰。連動する形で MMF 残高が「行って来い」の減少となった実績を有している。

米 10 年債金利 FF 下振れ、景気や株価下支え

米国の長期債金利低下は運用難による米国株シフトを促すほか、米国の経済や企業収益を下支えすることでも株価のサポート要因となりやすい。米国の経済でいえば、2 月に米国の時間当たり平均賃金が名目前年比で +3.5% と 2009 年 3 月以来の高い伸び率を記録した。一方で同じ 2 月に米 10 年債金利は、月間最低で 2.62% へと低下する場面が見られている。結果「賃金前年比-10 年債金利（月間最低）」の格差は +0.88% となり、米国の家計は住宅・自動車・カードなどの各種ローン（借入れ）で「賃金上振れ」のバッファーが付与されている。

最近では 2016 年 9 月の +0.98% 以来という、賃金の上振れ環境となってきた。当時は 2016 年 2 月から 9 月にかけて、+0.6% から +1.3% の賃金上振れが持続した。当時の S&P500 は 2016 年 2 月の月間高値を起点にすると、月間高値ベースで 1 年後にかけて +20.8% の上昇が観測されている。その前では 2008 年 11 月から 2009 年 3 月にかけて +1% 前後の賃金上振れ局面があったが、S&P500 は 2009 年 3 月の底入れ反転以降、1 年後にかけて +41.1% の上昇モメンタムが形成されている。

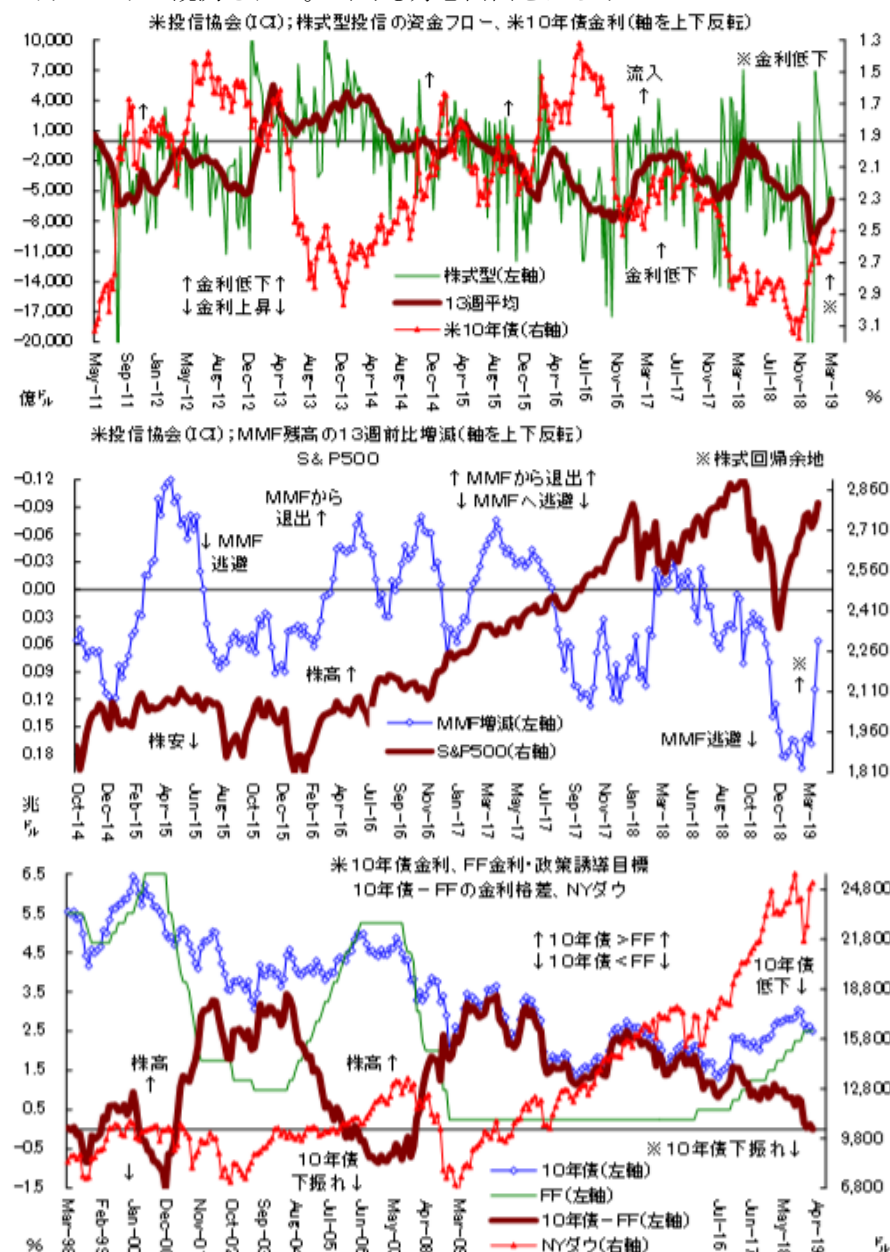
もちろん、米 FRB は景気見通しを下方修正させ

ており、現在の米長期債金利の低下は先行きの景気悪化やインフレ低下を織り込む「悪い金利低下」の側面も少なくない。21日に米10年債金利は2.49%方向に低下する場面があり、FF金利の政策誘導目標2.5%を下回る逆イールドが懸念され始めた。先行き景気後退を示唆する前兆シグナルとして警戒されるものだ。

もっとも前回、10年債金利がFF政策金利を下回ったのは、2006年1月から2007年12月にかけてであった。当時は長期金利低下が当初は景気や住宅市場、株価を刺激し、結果としてバブルを増幅させることにはなったが、2007年後半まではリスク選好が支援されている。さらに以前でいえば「10年債金利のFF金利下振れ」は、1998年1月から1999年2月にかけて観測された。当時も好悪両面をはらみ

つつ、2000年のITバブル崩壊までは米国の経済と株価の安定成長が延命されている。

また、現在の米国では、企業の価格転嫁度合いや売上収入、資源・素材の調達コストなどと相関性のあるPPI（生産者物価指数）に対しても、10年債金利が下振れとなってきた。広義の米コアPPIは1月が前年比+2.8%、2月が+2.7%となり、同時期の10年債金利2.5-2.7%前後を上回っている。米国の製造業、資源・素材メーカーの双方にとって、「企業物価や調達物価、納入物価との見合いで低い金利」という緩和環境が醸成されている。過去には企業収益の支え要因となり、半年から1年のタイムラグを経て米国株が底上げされてきた関連実績を有している。



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。