

スティーブ好感と金利上昇打撃の綱引き

日米の金融・不動産・公益株や高利回り債の影響注視

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

2019/11/11

日米株は米国発の「金利スティーブ化（長短金利差拡大）」という好材料と「長期金利の上昇」という悪材料の綱引き相場となってきた。金融株へのプラス効果がリスク選好や信用創造などにプラスとなる反面、金利低下の追い風を受けてきた不動産・REIT（不動産投信）、公益株を始めとしたディフェンシブ高配当株、ハイイールド債（低格付け高利回り債）などには打撃となっている。ただし、現段階では米国の短期金利が低位抑制されており、先行きの景気回復期待が差し引きプラス方向へと寄与していく。

日本でも超長期債活用 of スティーブ支援論議

「超長期の金利があまり下がり過ぎると、長期の運用や消費マインドに悪影響を及ぼす。その点で政府が例えば50年債を発行するとか、20年、30年、40年という超長期債の発行を増やすことが仮にあれば、超長期債の金利が過度に下がることを防ぐという点では意味がある」――。

日銀の黒田東彦総裁は5日、名古屋市での講演後会見でこのような見解を示した。続いて8日には麻生太郎財務相が50年物国債の可能性について、「50年債だと（期間の短い国債より）金利が上がるから良いとの需要が（市場に）あるのは確かだ」発言。「これからの検討課題の一つ」と語り、従来の全面否定から微妙に態度を軟化させている。

その他、7日の安倍政権による経済財政諮問会議では、インフラの防災・老朽化対策などに関して、「40年といった超長期の財政融資資金（財投債など）の活用」という提言もなされている。ここに来て日本では日銀による超低金利長期化の副作用対策もあって、政府・日銀から超長期債の活用と運用機関の支援策、実質的な金利スティーブ促進策の議論が活発化してきた。

すでに米国では微妙ながらも、長短金利差の逆転（逆イールド）解消と長期金利優位による金利差の拡大が見られ始めた。米FRBが計3回の予防的利下げや短期金利の押し下げといった政策対応を講じる一方、米中関税応酬の部分緩和期待や米雇用の底堅さなどもあり、長期金利は緩やかに下限を切り上げている。

結果、米国株市場では利ざやと運用環境の改善期待などにより、金融株が追い風を受けている。S&P500の業種別株価指数によると（ブルームバーグ算出）、7日までの1カ月間リターンでは上昇率の上位セクターとして、資産運用・資産管理の+19.2%、投資銀行・証券会社の+18.7%、地方銀行の+5.1%、消費者金融の+4.2%などが食い込んでいる。

金融株の上昇はリスク選好を支援するほか、信用創造やリスクテイクを刺激することで、過剰流動性の再燃を受けた余剰マネーの資金回転を増幅させていく。日本でも金融株の出遅れ修正へと伝播。東証・銀行業指数の週足テクニカルでは、11月8日週に52週移動平均線という重要抵抗ラインを上抜け突破してきた。昨年2-3月以来の上抜け回帰であり、過去実績では最短でも1年スパンの上昇トレンドが支援されやすい。

一方で日本株市場では裏表の関係により、金利低下や長短金利差のフラット化などによる融資難・投資難の恩恵を受けてきた東証REIT指数が調整反落に転じている。過去の調整下落局面の例に沿えば、REIT指数は8日時点のレートで6カ月移動平均線2106、月足・一目均衡表の転換線2047、基準線1932方向への調整下落余地が無視できない（8日終値は2175）。

しかも東証の「銀行業指数÷REIT指数」の相対倍率は、9月にかけて過去最低水準である2016年7月以来の銀行株劣勢となってきた。相対比較で、銀行株の売られ過ぎとREITの買われ過ぎ過熱が高まっている。ひとたび乖離拡大に行き過ぎ調整が入ると、銀行株の買い戻しとREITの売り戻しが一定期間は持続する傾向にある。

米公益株安と銀行株高、日本ではドル高・株高に

米国株市場でも金利低下や利ざや縮小の追い風を受けてきた不動産・REIT（不動産投信）や、公益株を始めとしたディフェンシブ高配当株などが調整下落に転じている。先行き過熱調整の度合いが行き過ぎると、米国株全体の下落やリスク回避による円高圧力へと波及する余地を秘めている。

もっとも米国株市場における「公益株下落と銀行株反発」というセクター・ローテーションでは、日本市場への相対影響として、米銀株の底堅さがドル高・円安や日本株の上昇に作用してきた。日本でリスク回避の円高・株安へと波及するのは、米国の銀行株と公益株を含めて「総崩れ」となる局面となっている。

もちろん、先行き米長期金利の上昇やFRBの利下げ停止観測などが、米国株の反落とリスク回避相場を促す可能性は厳然と残る。しかし、現状段階ではFRBが短期金利の押し下げ努力を強化させていることもあり、米国の短期金利は低位で抑制されている。長期金利上昇による過度な打撃を緩和させるものだ。

昨年10月以降は米長期金利の上昇が株安を激化させたが、当時はFRBの「利上げ」継続警戒もあっ

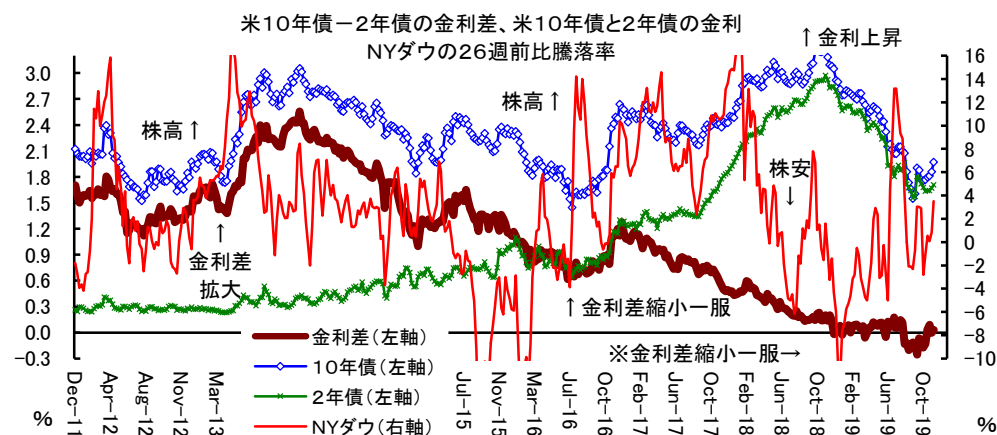
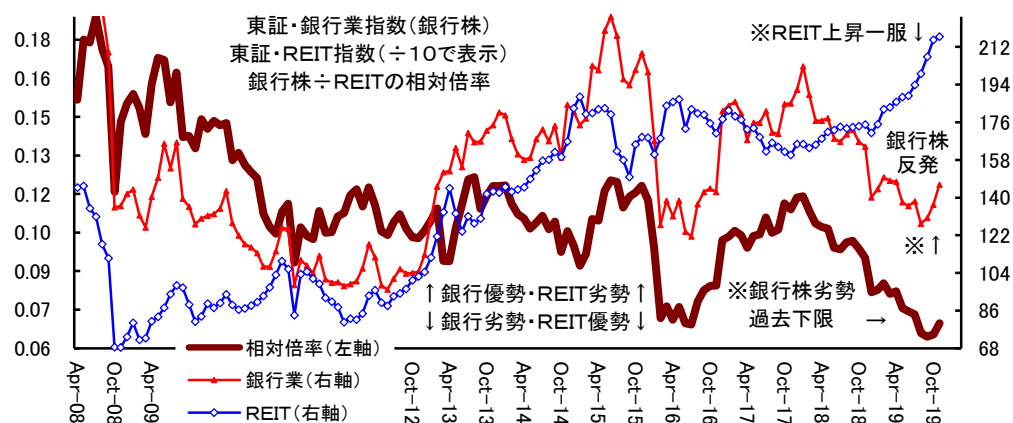
て短期金利の上昇も加速された。短期金利の上昇が長短金利差を縮小させる「悪いフラット化」となっており、それが米国株の総崩れを加速させた経緯がある。ひるがえって現段階での適度な長期金利上昇と短期金利の低位抑制は、長短金利差の緩やかな拡大へとつながり、先行きの景気後退（リセッション）懸念の後退やマイルドな景気回復への期待感を高める効果を持つ。

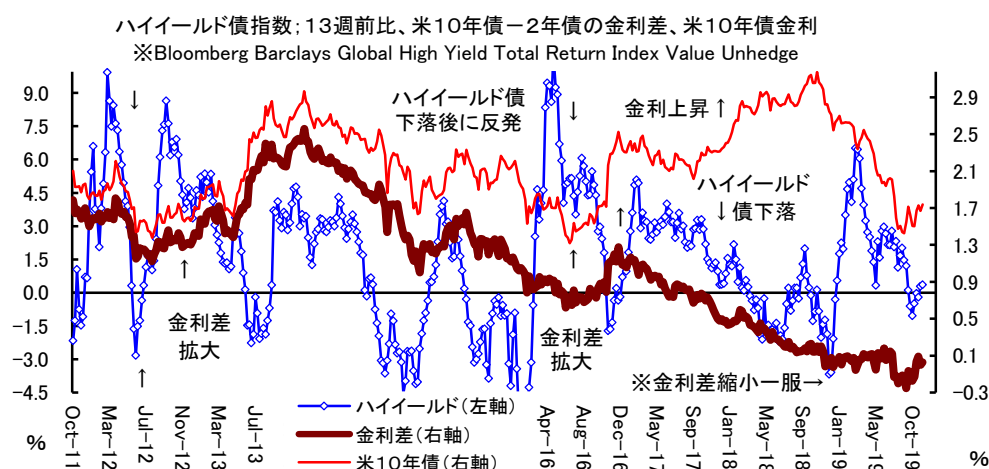
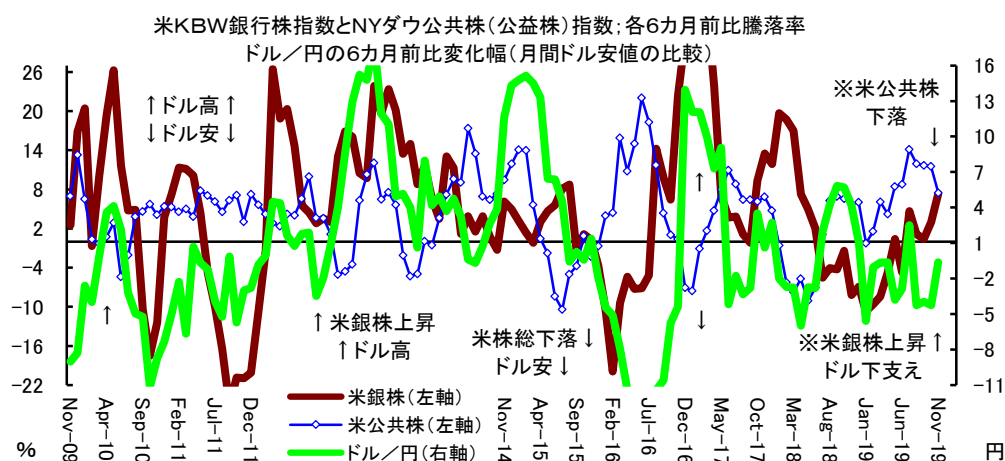
過去に長期金利が上昇しながらも上昇ペースや水準は限られ、緩やかな金利差拡大となったケースとしては、2016年や2012-2013年などの例があった。いずれも米10年債金利が2%超えから一気に2.5%を突破していくまでは、米国の株高とリスク選好相場が維持されている。

その他、米長期金利の上昇は、ハイイールド債（低格付け高利回り債）に打撃となっていく。米国や中国、その他新興国などでの過剰債務問題もあり、潜

在的なバブル破裂の地雷リスクとして警戒されるものだ。昨年の米10年債金利上昇局面では、グローバル・ハイイールド債指数は1月から12月にかけて調整下落が続いた経緯がある。

一方で昨年の場合、先行きの景気ピークアウト懸念や貿易摩擦不安が広がる中で米長期金利上昇が、ハイイールド債指数に打撃となっている。その後の実際の循環的な景気減速の進捗経過を踏まえると、足元の米長短金利差縮小の一服は、反対に先行きの景気回復期待に寄与するものだ。ハイイールド債の発行体である企業の収益や財務にプラス要因となっていく。その点で過去の長短金利差縮小一服や緩やかな金利差拡大局面である2016年や2012年などでは、短期的にハイイールド債指数が調整急落となる波乱相場はありながらも、「先行きの景気回復期待」が下落の期間や値幅を抑制させるパターンが見られてきた。





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。