

債券から株式シフト、度合いと期間にらむ

TOPIX÷世界債券指数は14年ぶり上限上抜け攻防

2022/3/28 (月)

日米市場では3月中旬から国債金利上昇（債券価格は下落）と株価反発が同時観測されており、当座は「債券から株式シフト」の度合いと持続期間が注目される。あくまでも1-3月の期末に向けたポートフォリオのリバランスが影響しているが、世界的に低インフレの一段落や低インフレを促してきたグローバル化の歯止めが意識されるなか、インフレに強い株式と弱い債券の優劣が着目されつつある。日本株TOPIX÷世界債券指数の相対倍率は、2007年末以来となる「日本株優位」方向の上限上抜け攻防に直面してきた。

連銀報告「企業は価格転嫁を継続」、収益下支え

「2月24日のロシアによるウクライナ軍事侵攻から約1カ月が経過するなか、国際的な主要ファンด์（投信）の資金流入フローでは、顕著に流出増となったのが先進国債券型、ハイ・イールド債券型などであった。反対に資金流入が活発だったのは、米国の成長株型や米株S&P500連動のインデックス株型、日本国内系では日経225連動のインデックス株型などとなっている」――。

投信評価会社のモーニングスターは23日、このような分析を取りまとめている。

債券型からの流出は、「米国を始めとした先進国の間で、資源上昇などによるインフレ（物価上昇）を抑えるため、政策金利を引き上げる動き（投資先の債券価格の低下要因）があることを嫌った動き」（同）などによるものだ。それに対して米株など株式型への流入は、「米国の利上げと、その利上げを乗り越えた経済成長を読んでいるように思える」（同）。

その中で3月中旬以降は日米市場で、国債金利の上昇（債券価格は下落）と株価反発が同時観測され始めた。あくまでも1-3月の四半期末に向けて、各種機関投資家などがポートフォリオのリバランスに動いていることが影響している。一方で世界的に長期のサイクルとして、低インフレ時代の一段落や低インフレを促してきたグローバル化の歯止めという構造変化が焦点になっている。単純に債券はインフレに弱く、株式は強いいため、当座は「債券から株式への資金シフト」について規模の度合いと持続期間が注目されそうだ。

もちろん、FRBの利上げや米国でのインフレ高止まりは、米国株にも悪材料となる。しかし、少なくとも今年の年央から年後半までのスパンでいえば、パウエルFRB議長は16日のFOMCで利上げ局面入りを宣言しながら、「米国経済の力強い拡大は、利上げの影響を十分吸収しうる」と強調した。合わせて「利

上げが経済活動に影響し始めるのは2023年以降」として、引き締め効果の後ズレとタイムラグを指摘している。

また、米国の企業収益や株価へのインフレ影響については、FRBによる2日の地区連銀経済報告で、「企業による顧客への請求価格は全国的に堅調なペースで上昇し、企業は投入コスト上昇分の転嫁を続けるため、今後数カ月さらなる価格上昇を見込んでいると報告した」と指摘されている。川下の消費者物価への価格転嫁波及は、消費など経済に悪材料となるものだ。その反面、当座の米株への影響という点では、「企業による価格転嫁の進展余力」が、企業収益や株価の下支え要因となりやすい。

過去の四半期別における米10年債金利の前年同期比変化幅（期中・最高金利の比較）と、米株S&P500、日本株TOPIXの前年同期比騰落率（期中・高値の比較）の比較では、部分的な債券から株式シフトのグレート・ローテーションがあった2018年に、米金利が前年比+0.8%幅方向の上昇に対し（債券価格は下落）、米株は+14%から+20%、日本株は+12%から+21%の上昇が同時観測された。

米債券安と日米株高、米10年債3%方向が臨界点

その前では2013年に、米金利が+1.2%幅方向へと上昇している。同年に米株は+26%、日本株は+58%までの上昇が連動で見られていた。また、現在と同じようにFRBが利上げを開始した2004年6月の前後では、米金利が+0.8%幅の上昇に対し、米株が+13%、日本株が+35%の各上昇という相関実績が残されている。

当座の米国債についてはブルームバーグが23日、「米国債、数十年の強気相場終了の瀬戸際。10年物利回り3%突破も」というテクニカル分析を紹介した。

その中ではバンク・オブ・アメリカ（BofA）のテクニカル・ストラテジストが、短期的には「米10年債は売られ過ぎで、利回り上昇は速過ぎる」と調整の可能性を示唆している。一方で長期スパンでは「40年間の強気トレンド（米債価格上昇と金利低下）は終わったかもしれない」と指摘。今の局面で注意すべき水準は2.65%とされ、この水準に利回りが達すれば、「強気の流れは崩れ、その場合は3.1%に上昇、さらには3.3%に達する可能性がある」といった見通しを示している。

ちなみに日米株と米10年債金利の相関関係では2010年以降の過去実績として、米10年債金利が3%方向に上昇する局面で、「債券から株式シフト」が一

段落へと移行。金利上昇が日米株の悪材料となる臨界点になってきた。

一方で現状段階ではまだ「日本株 TOPIX÷世界債券指数」の相対倍率が、TOPIX 優位となっている。世界債券指数は、国債と社債を合わせたブルームバーグ・グローバル総合指数を参考にしたものだ。TOPIX は 3 月中旬から反発となる一方、世界債券指数は年初から下落が続いていることで(金利は上昇)、3 月 24 日時点で同倍率は 3.99 となり、週末値比較では 1 月 28 日週の 3.60 をボトムに日本株優位の方向に切り上がってきた。

しかも 3.99 という水準は、2007 年 12 月以来、実に約 14 年ぶりとなる日本株優位の方向となってきた。2007 年 12 月以降、レンジの上限ゾーンは 3.7 から 3.8 で抑えられてきたが、先行き本格上抜けとなれば、一段の株優位モメンタムが点火。日本における長期デフレの完全脱却などを踏まえた「約 14 年ぶりの対債券優位トレンド入り(債券は劣勢トレンド入り)」が注目されやすい。

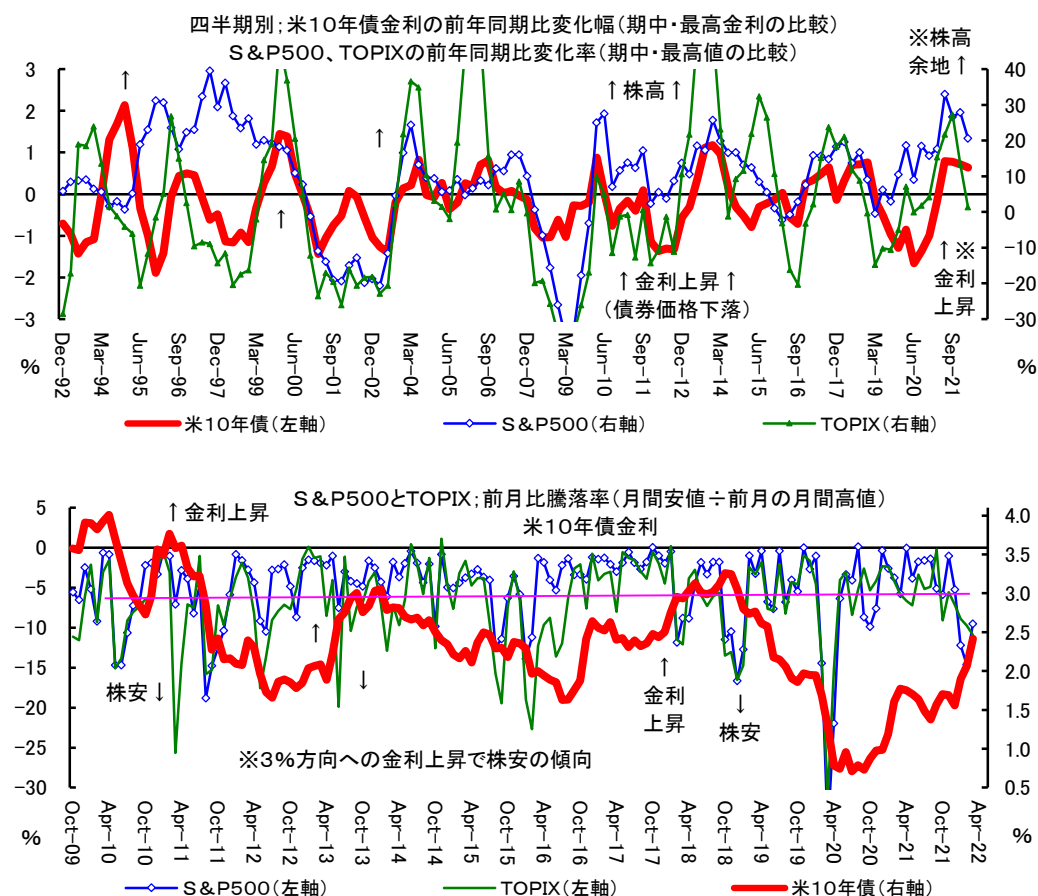
単純に債券がインフレに弱い要因としては、1) 物価上昇率の高さに対し、利回りが低いと投資妙味が減退する、2) インフレは預貯金や国債といった安全資産の実質価値を目減りさせる、3) 中央銀行による利上げを加速させる(金利は上昇で債券価格は下落)、

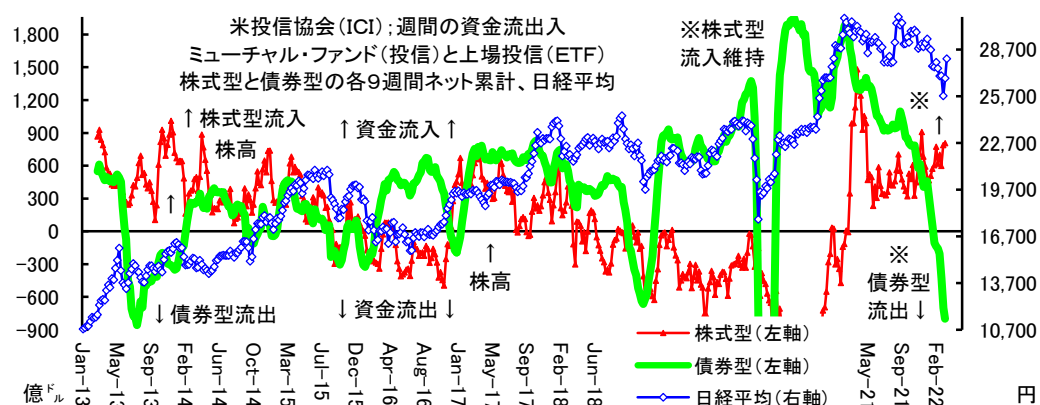
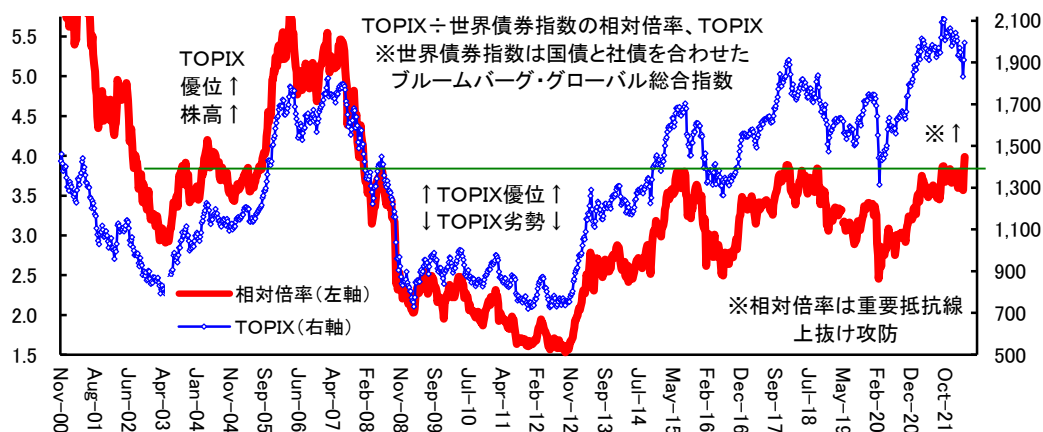
4) 金利上昇は各国の政府財政の借入れ負担を重くさせたり、借り換え債などのコストを上昇させる(インフレは債務負担を軽減させる一方、国債の信認低下や国債投資減退などのリスク)——といった問題がある。

さらに現在はウクライナ戦争と派生した資源・食糧など各種の物価高騰、ロシアや中国の脅威増大などを受けて、各国政府で軍備費の増強や物価上昇対策に伴う財政支出が焦点になってきた。これまた世界全体の債券価格と価値には悪材料となりやすい(金利は上昇要因)。

米国における「債券からの流出」と「株式への部分的な流入」は、米投資信託協会(ICI)のデータでも確認されている。株式・債券に投資するミューチュアル・ファンド(投信)とETF(上場投信)の資金流入は、トレンドを示す9週間のネット累計で、3月16日週に「債券型」が-798.5億ドルのネット流出になっている。反対に「株式型」は、+804.3億ドルという流入超を維持したままだ。

結果、「株式型-債券型」の差し引きは、+1603億ドルの株式型優位となってきた。これはコロナ・ショック直後である2020年4-5月を除くと、2013年以降の約10年では最大幅の乖離拡大となっている。





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。