

世界債券指数、対株式比で劣勢一服

株安・債券安から金利上昇抑制と株価下支え焦点

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/5/16 (月)

世界債券指数は対世界株式指数との相対倍率で、2020 年以降の相対劣勢に一服兆候が見られ始めた。2020 年以降は債券高（金利低下）と株高の中での株優位や、緩やかな債券安（金利上昇）と株高などを経て、今年は債券安と株安が同時進行してきた。しかし、9 日前後からは FRB 利上げ加速や中国の対コロナ経済制限強化などで先行き米国や世界の景気減速が本格警戒されるなか、債券指数の下げ渋り（金利上昇一服）と株安に移行している。先行き金利上昇の抑制などによる株価の下支え効果が注目される。

世界の債券指数÷株指数、債券劣勢の底入れ兆候

「世界的に債券市場の資産クラスは、引き続き高インフレ、堅調な成長、中央銀行のバランスシート縮小開始に伴う国債供給の増加という逆風に直面している。しかし、債券は長らく、マルチアセット・ポートフォリオにおける分散手段として重要な役割を担っており、金利の上昇で今後そうした分散機能は一段と高まるものとみられる」――。

世界的な債券ファンド大手である米 PIMCO は 5 月 9 日、このような分析レポートを示した。

現状段階では米国での 1970 年代以来という記録的なインフレ高止まりと FRB の利上げ加速警戒などにより、債券価格の下落と金利上昇、金利上昇打撃などによる一段の株安という負の連鎖懸念が残存したままだ。米ウォールストリート・ジャーナル紙は 4 日、「逃げ場失う投資家、急ピッチで進む株と債券の同時安」、「投資家は株式と債券をどちらも手放している」と伝えている。

その中であって米 10 年債金利は 9 日の 3.20% 前後を直近最高として、金利が調整低下に転じている（債券価格は反発）。背景としては、米国の 4 月物価指標の上げ渋りと当座のインフレ上昇の天井ピーク期待、FRB による金融引き締め加速の一旦の織り込み、FRB 引き締めや中国での対コロナ経済制限強化などによる先行きの米国や世界の減速思惑などがある。為替相場でもドル高・円安のモメンタムが一旦の調整となってきた。

一方で米国株は 12 日段階で、下落圧力が続いたままだ。結果、「世界債券指数÷世界株指数」の相対倍率では、債券の相対劣勢に一服兆候が見られつつある。2020 年 10 月以降は債券高（金利低下）と株高の中での株優位や、緩やかな債券安（金利上昇）と株高などを経て、今年の年初以降は債券安と株安が同時進行している。それが足元では、債券の劣勢に一旦の歯止めが掛かってきた。先行き世界減速やインフレ高止まりなどによる株安・債券安の持続圧力

は根強いものの、金利上昇の抑制などを通じた株価の下支え効果が注目されやすい。

具体的に国債と社債を合わせたブルームバーグ・グローバル債券総合指数を世界債券指数、MSCI 世界株指数の先進国株指数を世界株指数とした相対倍率（債券÷株式）は、12 日時点で 0.178 となった。週末の終値比較では前週末の 0.169 を上回り、昨年 7 月以来の債券優位方向となっている。2020 年 10 月の 0.236 を直近最高とした低下傾向が、4 月 8 日週の 0.162 で底入れとなりつつある。

この相対倍率の中長期トレンドを示す 40 週移動平均は、方向角度が足元の 5 月 13 日週から上向き化へと向かい始めた。2020 年 11 月以降の債券劣勢トレンドが一服となっている。

前回、40 週平均の上向き化は、2020 年 2 月 28 日週に観測された。米 10 年債金利は同週の最高が 1.43% であったが、その後は上げ渋りから低下へと転じている（債券価格は上昇）。その前では 2018 年 10 月 12 日週から上向き化となっていた。米 10 年債金利は、ちょうど同週の 3.26% で天井ピークを形成。その後は上げ渋りから低下に向かうという連動相関性が確認されている。

債券の劣勢一服、時間差で株価底入れケースも

米国市場でも「債券先物指数÷米株 S&P500」の相対倍率で、債券の劣勢が一服となってきた。債券指数を「S&P 30 Year US Treasury Bond Futures Total Return Index」としたベースでは、5 月 12 日に 0.102 となり、月末値の比較では 4 月の 0.097 を上回っている（債券優位）。こちらは 2020 年 4 月の 0.169 を最高とした債券優位からの債券劣勢を経て、今年 3 月の 0.094 で底入れに移行しつつある。

過去コロナ危機前では、2018 年 9 月に当時の債券劣勢が底入れとなった。当時は直後の 10-12 月にかけて債券高・株安（債券優位）が激化したが、12 月には「債券高＝金利低下」の効果もあって米国株は底入れとなっている。その前では債券劣勢の流れが、2013 年 12 月で底入れとなった。米国株はそこから 2015 年 7 月にかけて、上昇トレンド入りに転じている。

現在の場合、世界景気の先行き減速が、世界債券指数の下げ止まり支援材料となりやすい（金利は上げ渋りから低下の要因）。世界景気に先行する OECD 景気先行指数は、加盟国（先進 38 カ国）総計ベースで最新 4 月に 100.16 と、前月の 100.24 から低下した。昨年 7 月の 100.87 を改善ピークとして、9 カ月連続での前月比マイナスとなっている。

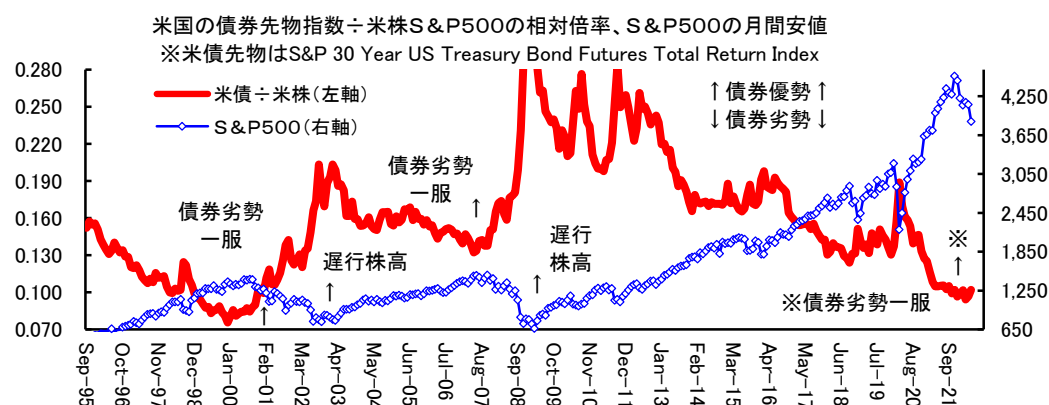
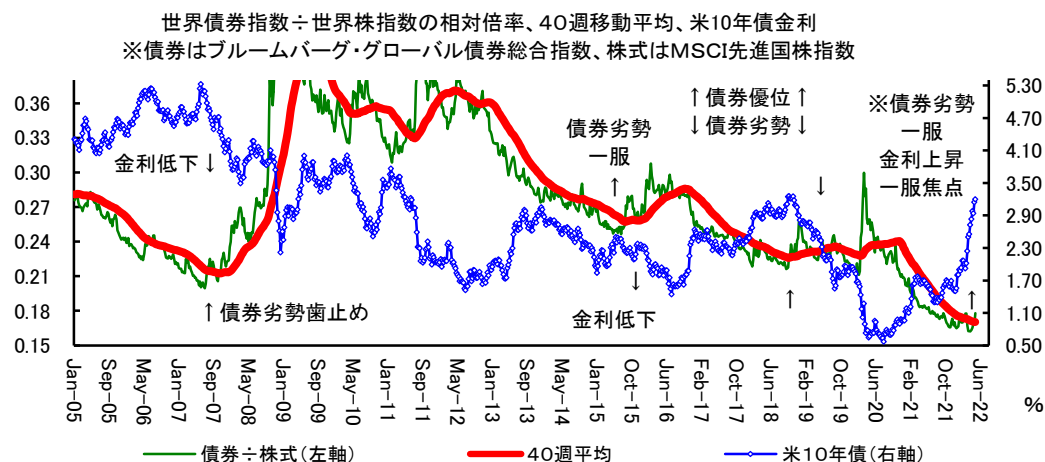
現在の場合、まだ景気判断の節目である 100 を上回った状態だ。今後は過去の循環減速局面の底打ち局面である 100 割れ方向への下押し余地が警戒されやすい。最近の直近下限レベルは、コロナ危機前 2020 年 2 月が 98.86 であったほか、2016 年 4 月の 99.63、2012 年 9 月の 99.17 などとなっていた。水準面でも一段の下落余地が残されている。

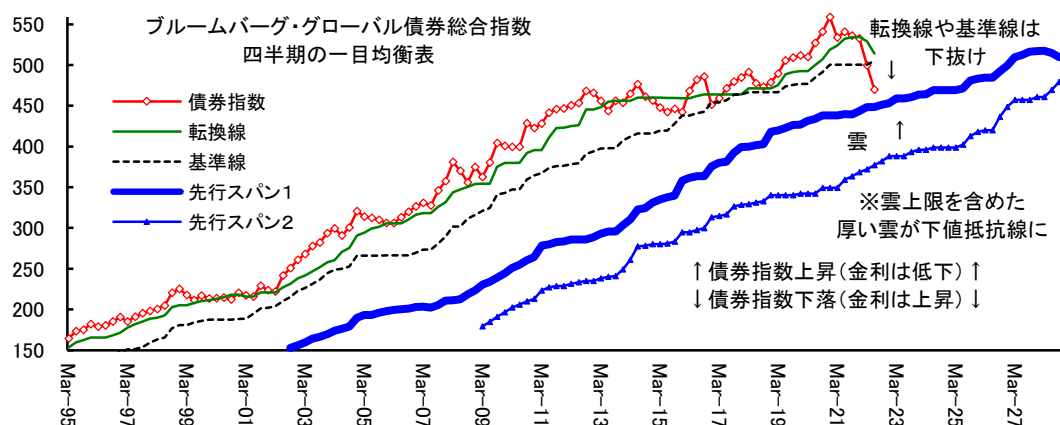
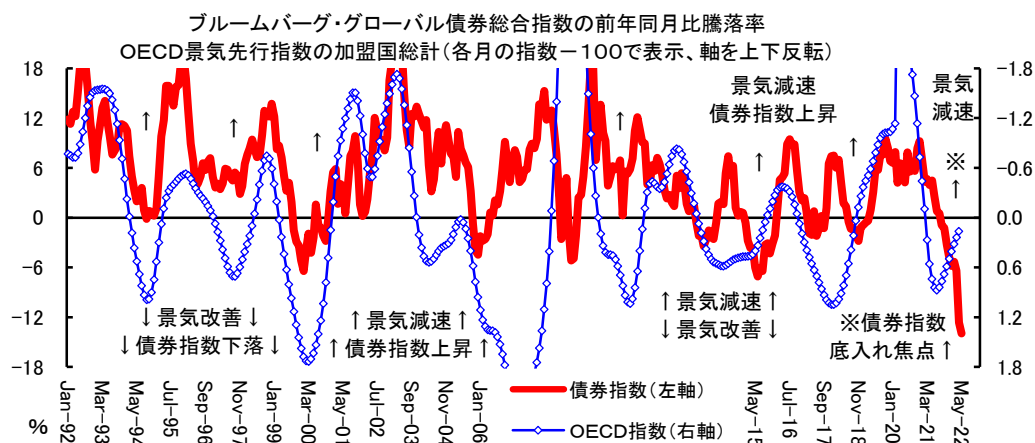
過去実績として OECD 指数の一定減速段階から、世界債券指数は下落に歯止めが掛かってきた。具体的には OECD 指数が景気判断の節目である「100 割れ」となる前後から、世界債券指数は底入れとなり、米 10 年債も金利の上昇一服や低下転換が見られている。その意味で OECD 指数は最新 4 月が 100.16 であり、今後は 100 割れに連動した債券指数の下げ止まりと金利上昇の一服、遅行波及する形での米国株や日本株などの下支え効果が注目されそうだ。

米国債については米ウォールストリート・ジャーナル紙が 9 日、コラムで「1842 年以来最悪の米債券相場、なぜ朗報なのか」、「ここ 40 年の強気相場は終了、それでも保有債券を売るべきとは限らず」とい

う見解を示していた。

同コラムでは、「段階的な利上げは、インフレさえ制御されれば、債券投資家にとって悪いことではない」としながら、「インカム（金利収入）を換金するのではなく再投資することで、時間と共にもっと好調になる」、「長期的には、債券の総リターンは価格変動よりインカムの方にはるかに大きく左右される。1976 年以降、米国債市場の年平均リターンの 90% 強は、金利とその再投資で創出されている」、「将来の債券リターン（インフレ調整前）を予測する唯一最善の指標は満期利回りだ。価格が下落すれば利回りは上昇するので、このところの米国債相場の下落は予想リターンを押し上げている」、「足元の初期利回りであれば、金利上昇に持ちこたえるクッションは厚い」、「目下の利回り上昇は、米短期債が将来の株安に対する効果的な緩衝材となる可能性が高いことを示している」、「債券は投資家をリッチにする意図はない。保有期間中にインカムをもたらすことによって、投資家が貧乏になるのを防ぐもの」といった分析や専門家の意見を紹介している。





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。