

好悪はらむ米「内需先行」輸送株の底堅さ 前年比プラス化、軟着陸期待と引き締め長期化の懸念

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/2/20 (月)

米国株市場では、内需に先行する NY ダウ輸送株指数が底堅さを示している。目先は金利が一段の上昇なれば再下落もあるが、トレンドとしては約 1 年ぶりの「前月比プラス化」や「12 カ月移動平均線の上向き化」という基調好転の攻防に直面してきた。米国経済の先行き軟着陸期待と、FRB の引き締め長期化という好悪両面が注視される。輸送株の前年比プラス化は米 10 年債金利の前年比プラス化と高確率で連動性があり、米 10 年債金利は昨年のレンジ上限 3.5% から 4.3% の前後を上回る水準が意識されやすい。

米輸送株、12 カ月平均「上向き」基調好転の攻防

「(世界各国では)インフレ調整後の金利が依然として低いかマイナスにとどまっており、多くの国で金融引き締めのペースと効果について不確実性が高い」、「インフレ圧力が依然として高過ぎる場合、中央銀行は実質政策金利(名目金利－期待インフレ率)を引き上げ、基調的なインフレ率が明らかに低下するまで金利が中立的な水準を上回ったままにしておかなければならない」、「緩和を早まれば、これまでに達成された全ての進展を元に戻しかねない」――。

IMF は最新の世界経済見通しで、このような注意を喚起している。

米国では FRB が昨年からインフレ退治で利上げを加速させ、今年 2 月 1 日にも追加利上げで政策金利 FF の上限を 4.75% に引き上げてきた。一方で米国では最新のインフレ指標で 1 月 CPI (消費者物価指数の総合) が、前年比 +6.4% と高止まりしている。結果、単純な実質 FF 金利は「FF4.75%－CPI6.4%＝－1.65%」となり、表面上はマイナス持続で引き締めがまだ不十分となっている。

そうした要因もあり、米国株市場では内需に先行する NY ダウ輸送株 20 種指数が底堅さを示している。目先、現状の長期金利上昇が一段の上振れとなれば、再下落のリスクは消えていない。それでも 2 月 16 日時点の年初来成績は +13.3% となり、代表的指数である NY ダウ工業株 30 種の +1.7% や S&P500 総合の +6.5% を大きくアウトパフォームしている。輸送株指数とは米国を代表する鉄道、トラック、物流、航空など、輸送関連 20 銘柄が含まれる。

輸送株は持続的なトレンドとして、「前年同月比プラス化」や「12 カ月移動平均線の上向き化」という基調好転の重要攻防に直面してきた。このまま明確化されると、約 1 年ぶりの現象となる。米国の内需に先行する輸送株の基調好転は、先行き米国経済の軟着陸に期待をつなぐものだ。日本市場では北米寄

与度の高い外需関連株の下支えや、為替ドル/円でのドルの下支え材料となっていく。

米国の内需の利上げに対する打たれ強さについては、「コロナ禍の間に積み上げられた貯蓄と、勢いのある雇用市場が、家計が物価と借り入れコストの急上昇に対して持ち応えることを可能にしている」(16 日ブルームバーグ)。ムーディーズ・アナリティクスのチーフエコノミストによると、「貯蓄の残りは 1 兆 6000 億ドル (約 215 兆円) 程度と見積もられる」(同) という。

同日に米ウォールストリート・ジャーナル紙は、「米消費の急回復、ほんの序の口」、「労働市場の力強さ、給付金の増額、コロナ懸念後退が後押し」と指摘した。

その中では「人員削減のニュースをよく耳にするが、(構造的な人手不足やコロナ制約からの反動的な正常化拡大などで)失業への懸念はそれほど広がってはいない」、「昨年インフレ率が大幅に上昇したことを受け、社会保障局がここ 40 年で最も大幅な生活費の見直しを行った結果、給付額が 1 月に 8.7% 増加した」、「コロナ反動により、人々は実店舗での買い物や出勤、旅行などの活動を拡大。米国人はモノよりサービスにお金を使う」――といった分析を行っている。

輸送株の前年比プラス、長期金利も前年比プラス

米国債市場では昨年以降、FRB による利上げ加速などにより、より長期先の景気に悪化懸念が広がってきた。同じ長期債金利でも「30 年債－10 年債」の金利差では、より長期の 30 年債の金利下振れによる金利差の縮小や逆転が続いている。しかし、同金利差は昨年 9 月を縮小のボトムとして、緩やかに下限が切り上がりへと移行。足元では 10 カ月移動平均線の上向き攻防という、2021 年 2 月以来となるトレンド転換が焦点になってきた(金利差縮小の底入れ)。

微妙ながらも長期スパンでの景気後退(リセッション)リスクの抑制と、軟着陸が示唆されている。過去実績として同金利差は時間差ケースを含め、「米国経済の内需先行」輸送株指数と密接な連動相関性を有してきた。

その反面、輸送株の底堅さは FRB にとり、「金融引き締めの不十分さ」や「インフレ再上昇のリスク」を示唆している。先行きインフレ率を上回る一段の FF 金利引き上げ(実質金利は上昇)や、利上げ休止後の金利高止まり、利下げの来年以降への遅延といった「引き締め長期化」につながる可能性は無視できない。

足元で NY ダウ輸送株指数は「前年比プラス化攻防」となっているが、過去にはマイナス局面のあと、2016 年 11 月から月間高値ベースで前年比プラス回復となった。当時は FRB による利上げの局面にあったが、利上げはそこから 25 カ月後となる 2018 年 12 月まで長期化している。

その前では 2003 年 8 月から輸送株が、前年比プラス回復となる場面があった。当時はその後の翌 2004 年から利上げが始まり、輸送株が前年比プラスの期間中は利上げが継続。最終的に利上げは、2006 年 6 月まで続いている。

さらに前では輸送株が長期下落のあと、1995 年 4 月から前年比プラス基調へと好転した。同月はドル/円が歴史的な 1 ドル＝80 円割れから、ドルの底入れと反発に転じたという連動実績がある。FRB はその後、利上げと短期的な利下げを挟みつつも、政策金利 FF の水準自体は 1998 年にかけて 5.25% から 5.50% 前後での高止まりを長期化させていた。

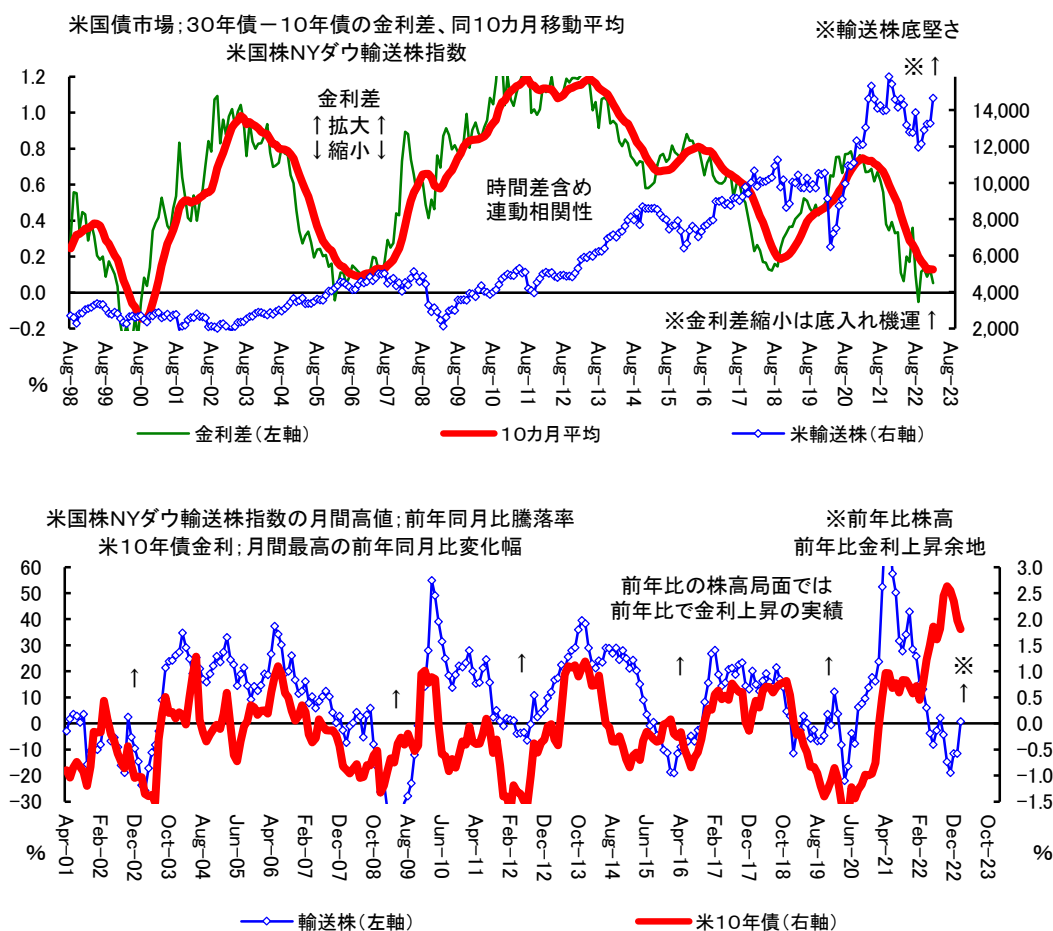
米輸送株は FF 金利と相関性があるほか、米国の内需に対する先行性もあって、米 10 年債金利とも密接な連動性を有している。米輸送株の月間高値が前年同月比プラス基調となる局面では、10 年債金利の月間最高も「前年同月比プラス」傾向が目立っている（米債価格は下落）。今回の場合、米 10 年債金利は

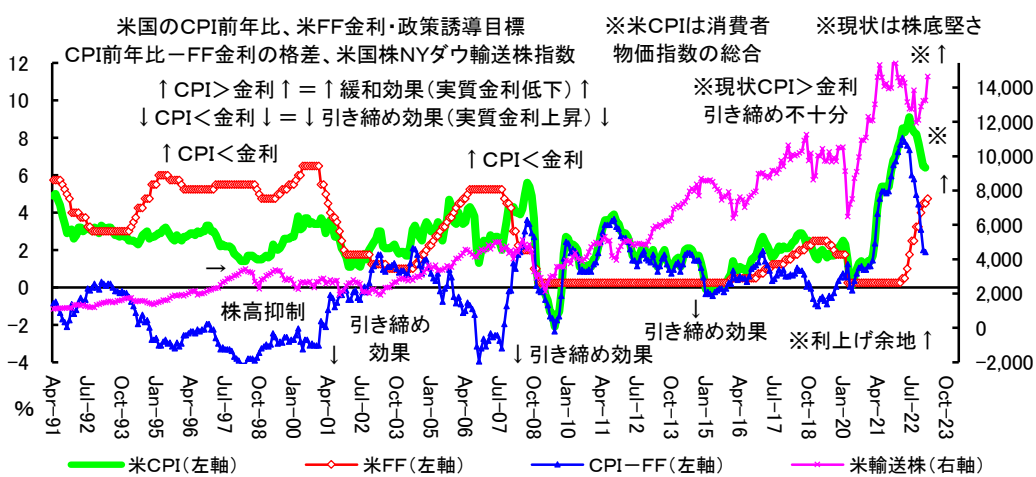
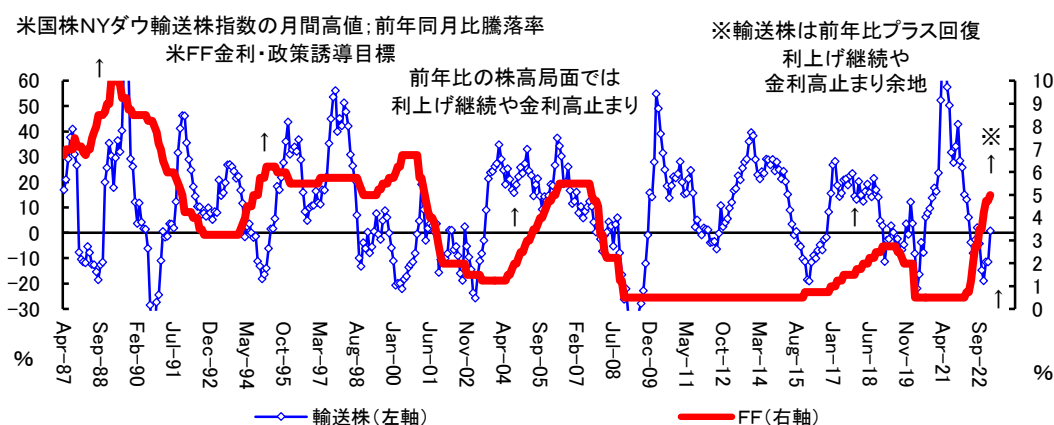
昨年の月間最高上限ゾーンが 4 月から 12 月にかけて 3.0% から 4.2% 前後で推移していた。その点で 10 年債金利は当面、「前年同月比プラス圏」を踏まえると、3.0% から 4.2% の前後や、前年水準を上回る推移が注視されそうだ。

しかも現状段階で FRB による利下げ転換は、来年以降が見込まれつつある。結果、年内の FF 金利は 12 月にかけて、前年同月比でのプラス基調が続く可能性がある。米 10 年債金利も連動する形で、前年比プラスの上昇圧力が持続されやすい。

最近では輸送株の前年比が、2020 年 8 月から前年比プラス回復となった。米 10 年債金利は、遅行で前年比プラス圏に浮上。翌 2021 年 4－5 月にかけて、前年同月比＋1.0% 幅まで金利の上昇幅が拡大している。

その前では輸送株の前年比プラス基調が 2016－2018 年に観測され、同時期に米 10 年債金利の前年同月比は最高＋0.8% 幅までの上昇となっていた。以下、同様に 2012－2014 年時は、金利の前年比が最高＋1.2% 幅、2005－2006 年時は＋1.1% 幅、2003－2004 年時は＋1.3% 幅、1995－1997 年には＋0.9% 幅にまで切り上がるという、前年同月比・金利上昇のパターンが連動観測されてきた。





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。