

米利上げ休止、当初成績は米株＞米債の傾向

足元も米株優位、インフレ「マイルド方向」などで

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/4/26 (水)

米国ではFRBの利上げ休止が焦点になってきたが、利上げ休止後の当初成績は米国株が対米国債比で優勢の傾向にある。足元でも米株 S&P500÷米債先物指数の相対倍率は、微妙に米株が優位となってきた。利上げ後の休止期間では遅行影響でインフレが高進からマイルドの方向に向かいやすく、米株を下支えする。一方で米国債は一定の物価プラス化持続や短期政策金利の高止まりなどで、金利の低下には制約が生じる（米債価格は上げ渋り）。ただし、時間軸の経過とともに、景気後退の現実化リスクには注意を要する。

マイルドなインフレ、株プラスで金利は低下制約

「(2022年9月当時) 1997年以来の大幅な変動となっている株式市場でリスクを取りたくない投資家は、2007年来の高利回りを提供する2年物米国債を選好している（当時の金利は3.4-4.3%前後）。1年物利回りもほぼ同水準で、直近のインフレ率は下回るものの、S&P500種株価指数の今年の-20%超の下落に比べれば安全だ」――。

ブルームバーグは昨年9月段階で、当時の米国市場の状況をこのように解説している。

当時の米株の大幅安を踏まえて、「株式が資産配分の王者から転落、利上げを受け様々な他の選択肢」と指摘。米FRBによる利上げのマイナス影響で米株は打撃を受ける一方、「MMF（マネー・マーケット・ファンド）や短期の債券、変動利付債など、投資家は低リスクで場合によっては4%を上回るリターン（利上げのプラス影響）に群がっている」（同）。その時点で米株は先行きも、価格設定や利上げ、インフレ・リスク、企業の利益下方修正リスクなどにより、「今後数カ月の株式リスクプレミアムをさらに魅力的なものにする」という悲観的な見通しが示されていた。

現在もなお米株には不透明感が強いが、少なくとも「利上げとインフレのリスク」はピークアウトの流れとなってきた。「利益下方修正リスク」についても、4月14日前後から本格化している米企業の決算発表では、今年1-3月期や4-6月期での最悪ボトム通過の期待感が高まっている。先行き利上げ遅行影響による景気後退の現実化リスクは警戒されながらも、当座については米株の反発持続や、米国債との成績比較での米株優位が注目されやすい。

FRBは5月利上げを最後として、「引き締め累積効果の見極め」による利上げ休止が焦点となっている。過去実績として利上げ休止の当初段階では、「米株 S&P500÷米債先物指数」の相対倍率で米株が優位と

なる傾向が見られてきた（米債指数は S&P 30 Year US Treasury Bond Futures Total Return Index）。

足元でも同倍率は週末値比較で4月21日に10.79となり、前週の10.75から米株優位方向の上昇となっている（米株＞米債）。3月17日週の10.06が直近最低となる形で、微妙に米株優位が復活となってきた。トレンドを示す13週移動平均線の方角角度は、上向き化が定着しつつある。

過去利上げ休止後の「当初」米株優位については、休止期間ではそれまでの引き締めの遅行影響でインフレが高進からマイルドの方向に向かいやすく、米株が下支えされやすい。過度な物価高騰からの下落は米国企業のコスト打撃を緩和し、収益率や採算などを改善させる。物価高騰に連動した金利急上昇の一服も、株価判断では現在価値計算の割引率（将来のキャッシュフローや利益を株価に換算）や、金利水準見合いでの株価バリエーションなどの面で株価にプラスの要因となる。

さらに物価急上昇からマイルドなインフレ方向への安定化は、家計打撃の緩和などにより、企業による素原材料価格との見合いでの価格転嫁を円滑化させていく。インフレの上昇幅とペースのマイルド化は、企業による一定の時間をかけながらの価格転嫁を可能にさせるというプラス面もある。

CPI 急上昇からの低下、米国株は前年比上昇実績

かたや利上げ休止当初の米国債金利については、一定の物価プラス化の持続が金利低下の制約になる（米債価格は上げ渋り）。短期政策金利FF（翌日物）は利下げ転換まで高止まりが続くため、米国債の短中長期金利ともに、FF水準との見合いで金利低下の下限フロアが切り上がりやすい。

過去2015年以降の利上げ局面は、結果論として2018年12月が最後となった。当時の米株は利上げ打ち止め期待などで上昇となり、米株 S&P500 は月間高値ベースで同月から13カ月後となる2020年1月にかけて、+19.2%の株高トレンドが形成されている。

「S&P500÷米債先物指数」の前年比騰落率（成績）格差は、利上げ最後月の2018年12月が-5.79%という米株劣勢に対し、4カ月後には+4.30%の米株優位へと移行している。

2004年以降の利上げ局面では、結果論として2006年6月が最後の利上げとなった。当時の S&P500 は複合要因もあったが、利上げ打ち止め期待も一因となる形で上昇へと移行。月間高値ベースでは同月から16カ月後となる2007年10月にかけて、+22.1%

の株高トレンドが形成されている。同期間中に「S&P500－米債先物指数」の前年比格差は、+4%から+13%方向へと米株の優位幅が拡大していた。

しかも現在は昨年9月時とは異なり、米株の騰落率（リターン）自体が米国債金利の水準を上回る回復となってきた。S&P500の年初来成績は4月24日時点で+7.7%であり、同日の米2年債金利の3.49－3.57%前後を上回っている。

昨年のS&P500は1月から12月まで年初来のマイナス成績が続き、利上げ影響などで金利が上昇してきた2年債金利の水準を下回ってきた。しかし、今年は年初来でプラス幅を拡大させているほか、4月からは前年同月比でもプラス圏に浮上している。昨年3月以来の前年比プラス成績であり、米2年債などの金利水準との見合いでのリターン優位性が回復しつつある。

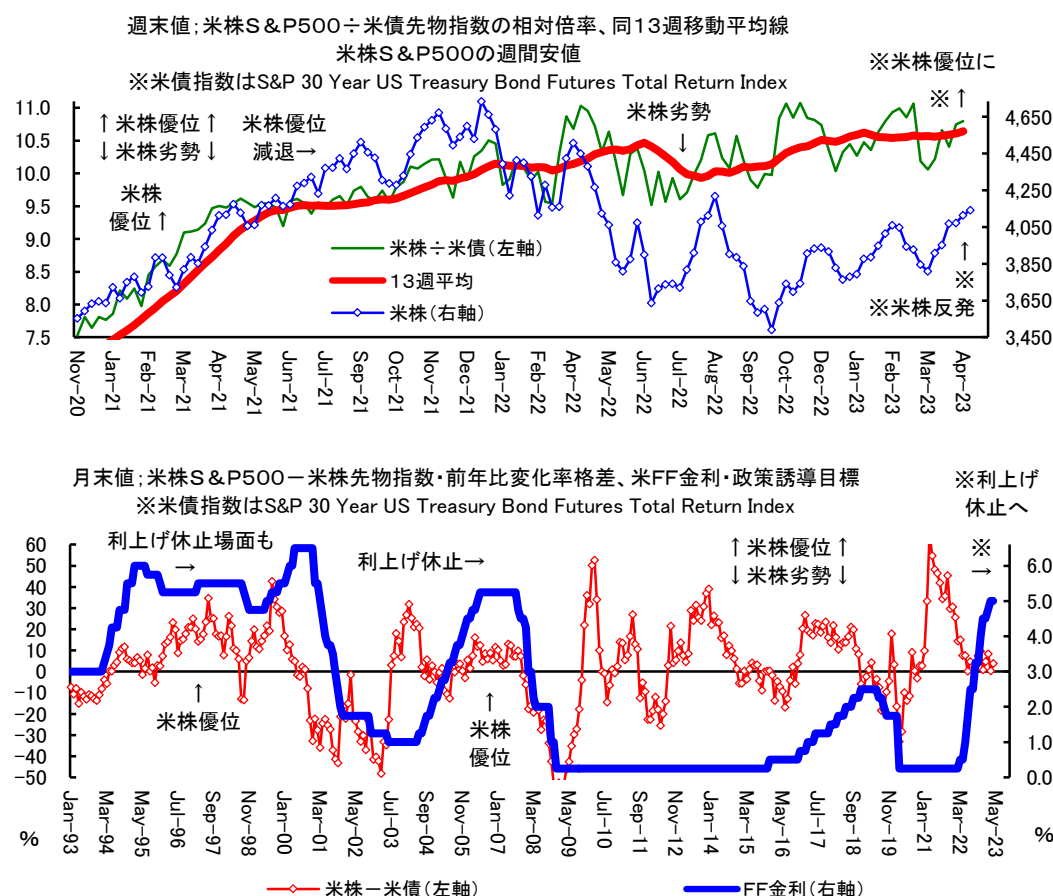
過去の利上げ休止後の当初局面でも、利上げ停止期待などで米国株の騰落率はプラス幅が拡大するため、金利水準との比較で株価成績の優位性が観測されてきた。

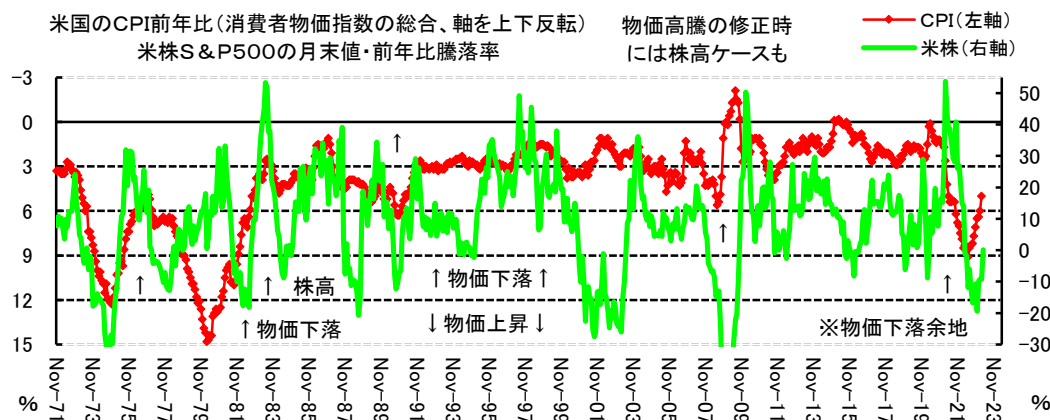
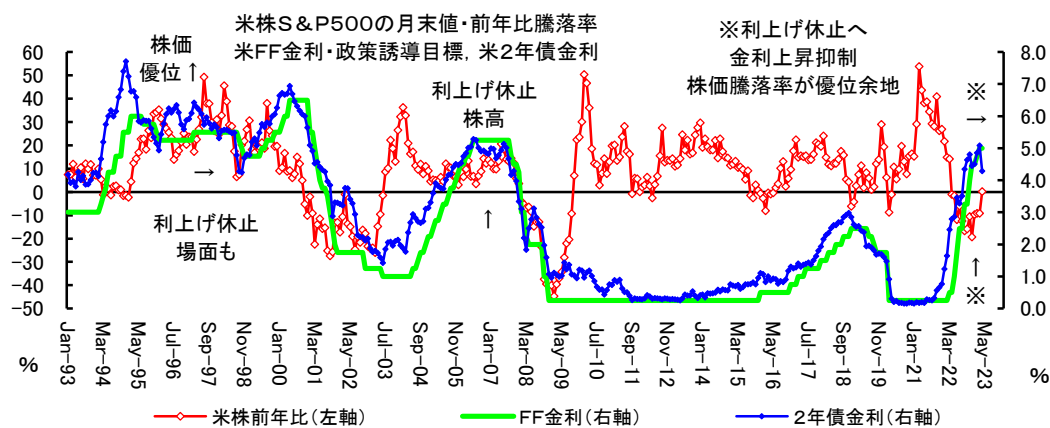
その他、昨年までのようなインフレ高進と悪い物

価上昇に対し、FRB 利上げ効果などで「マイルドなインフレ」に向かっていく局面では、米国株は逆方向の上昇実績が見られている。

過去に米国のCPI（消費者物価指数の総合）は前年比で、1990年10－11月に+6.3%にまで上昇する場面があった。当時はそこで天井ピークを付けたが。S&P500は月末値の前年比騰落率で、その直前となる同年9月の－12.3%で底値を形成。そこから約1年後にかけては、CPIの低下と逆方向の形で+29.1%の株高が形成されている。

その前では1981年9月に、+11.0%といったCPIの大幅上昇があった。当時はその後も株安が続いたが、CPIが+6.8%にまで切り下がったところで株価は底入れに移行。1982年5月にCPIは今年3月と同じ+5.0%に低下したが、S&P500は同月から「13カ月ぶりの前年比プラス化」という株高が連動観測されている。当時は翌年にCPIが+2.5%へと低下したが、S&P500の前年比は+50%超えへと同時進行で上昇していた。





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。