

米国株、米債指数比で上振れ過熱警戒

金利上昇の遅行影響注視、9月末にかけて期末調整も

2023/8/16 (水)

米国株は米国債の先物指数（米債価格水準）との相対比較で、上振れの過熱警戒感が高まってきた。7月以降は米債下落と金利上昇の中で米株は上昇してきたほか、8月からは金利上昇持続との見合いで米株は下げ渋りとなっている。金利上昇影響が軽視されている分だけ、調整的な株安リスクは無視できない。9月末の四半期末にかけては、機関投資家等によるポートフォリオ調整の米株売り・米債買いといったリバランスも焦点となるが、こうしたバランス調整を経て金利が低下すると米株は再浮揚の余地がある。

米株÷米債指数、約23年ぶりの米株優位

「(現在の米国市場における) 株式と債券の強気派は間違っており、いずれの市場も割高だ」――。

過去に世界最大級の債券ファンド・米PIMCOで最高投資用責任者を務め、「債券王」と呼ばれたビル・グロース氏は8月12日にかけて、このような警告を発している(ブルームバーグTV)。

米10年債金利については、「適正水準が4.5%前後」と述べた(14日終値は4.19%前後)。根拠としては、米国のインフレ率が3%前後から下がりになる可能性があることや、米財政赤字の拡大で米債には供給増の圧力が強まること、米10年債金利は過去に政策金利FFを上回る水準で推移してきたことなどを挙げている(現状FFは目標上限が5.50%、来年以降は利下げ余地も)。

一方で米国株のほうは、「株式益回りと債券利回りの差で測る株のリスクプレミアムが歴史的な低水準にある」(同)。そのため株価は、割高なことを示唆しているという。

その中で米国株については、米国債の先物指数(米債価格水準)との相対比較で上振れの過熱警戒感が高まってきた。米株S&P500÷米債先物指数の月間高値を比較した相対倍率は、8月14日時点で12.3となっている(米債指数はS&P 30 Year US Treasury Bond Futures Total Return Index)。

昨年7月の10.0が米株劣勢の直近最低となる形で、米株優位方向の上昇が加速。実に2000年5月以来、約23年ぶりの米株優位水準という過熱感が示唆されている。同倍率の前年同月比・変化幅は+2.0と、昨年1月以来の大幅プラスとなってきた。昨年1月はこうした米株「相対優位」の過熱修正も一因となり、FRB利上げ観測といった悪材料が加わる形で米株は急反落となっている。

同倍率や前年比の変化幅は、米株投資家の不安心理を映し、リスク回避か選好かの尺度となるシカ

ゴ・オプション取引所(CBOE)の米株S&P500・ボラティリティー(VIX)指数と密接な相関性を有してきた。米株優位が上振れ過熱となる局面では、時間差ケースを含めて過熱調整の米株安とVIX急上昇が発生しやすい。

昨年1月でいえばVIXは前月の月間最低16.62から、1月は月間最高が38.94と19カ月ぶりの高水準に跳ね上がっている(リスク回避の方向)。直近のVIXは、14日終値が14.82と落ち着いている状態だ(リスク回避抑制)。しかし、同倍率の現時点における前年比は+2.0となり、過去比で米株優位・米債劣勢の過熱感と乖離拡大が示されている。先行き乖離修正による米株下落とVIX急上昇の潜在リスクは無視できない。

最近ではその前年比が+1.5に上振れとなった2018年9月のあと、3カ月後となる同年12月にVIXは36.20へ急上昇となる先行シグナルを発していた。その前では+1.6に上振れとなった2010年3月の2カ月後にVIXは48.20へと急上昇したほか、1999年1月に+1.5へ上振れとなった以降は、同年10月にかけてVIXが29から33への上昇が続くという、市場混乱が連動観測されている。

ドル/円、9月中旬にかけて転換点観測

米国市場では7月以降、米債指数と米債価格の下落、米債金利の上昇の中で、米株が上昇となってきた。8月以降も金利上昇は続いているが、米株は頭打ちながらも下げ渋りとなっている。金利上昇影響が軽視されている分だけ、先行き金利上昇の遅行打撃などによる調整株安の余地が警戒される。

本来であれば米長期金利の上昇は米国株にとり、1) 米国株のバリエーション面で割高感を高める、2) 米企業の資金調達コストや債務負担を悪化させる、3) マクロ経済への打撃やドル高などで業績には逆風となる――といったマイナス要因となりやすい。

米10年債金利は8月14日時点で、月間最高の前年比変化幅が+1.0%の金利上昇となっている。6月の+0.4%を直近最少として、3月以来の金利上昇幅となってきた。過去実績として前年比+1.0%幅以上の金利上昇が続くと、前年比での景気打撃や企業の業績・資金調達・債務打撃などに波及し、米株は上げ渋りから下落となるパターンが観測されている。

最近では同変化幅が昨年2月の+0.5%幅をボトムに、同年4月には+1.2%幅へと金利が上昇する場面があった。当時はFRB利上げ開始といった悪材料もあったが、S&P500の6カ月前比騰落率は2カ月後の6月に-24.4%の大幅マイナスという連動株安

に見舞われている（月間安値÷6カ月前の月間高値）。

一方で米株優位と米債劣勢の乖離拡大は、9月末の四半期末決算に向けて各種機関投資家などによる一旦のポートフォリオ調整を促す可能性がある。6月以降は時価ベースで米株の上振れと米債の下振れが進んでおり、リスク分散上の基準ポート比率に合わせるための「米株削り取り」や「米債買い足し」といったリバランスの余地が残されている。こうしたバランス調整を経て米債金利が一定の低下となれば、米株には再浮場の余地がある。

過去に8月にかけて米10年債金利が上昇加速となった場合、機関投資家等による四半期末要因のポートフォリオ調整や決算対応などもあって、9月末にかけて金利上昇が一旦の落ち着きとなるケースも目立ってきた。現在の場合、米10年債金利は月間最高が8月14日時点で4.21%前後と、7月の最高4.09%を上回っている。

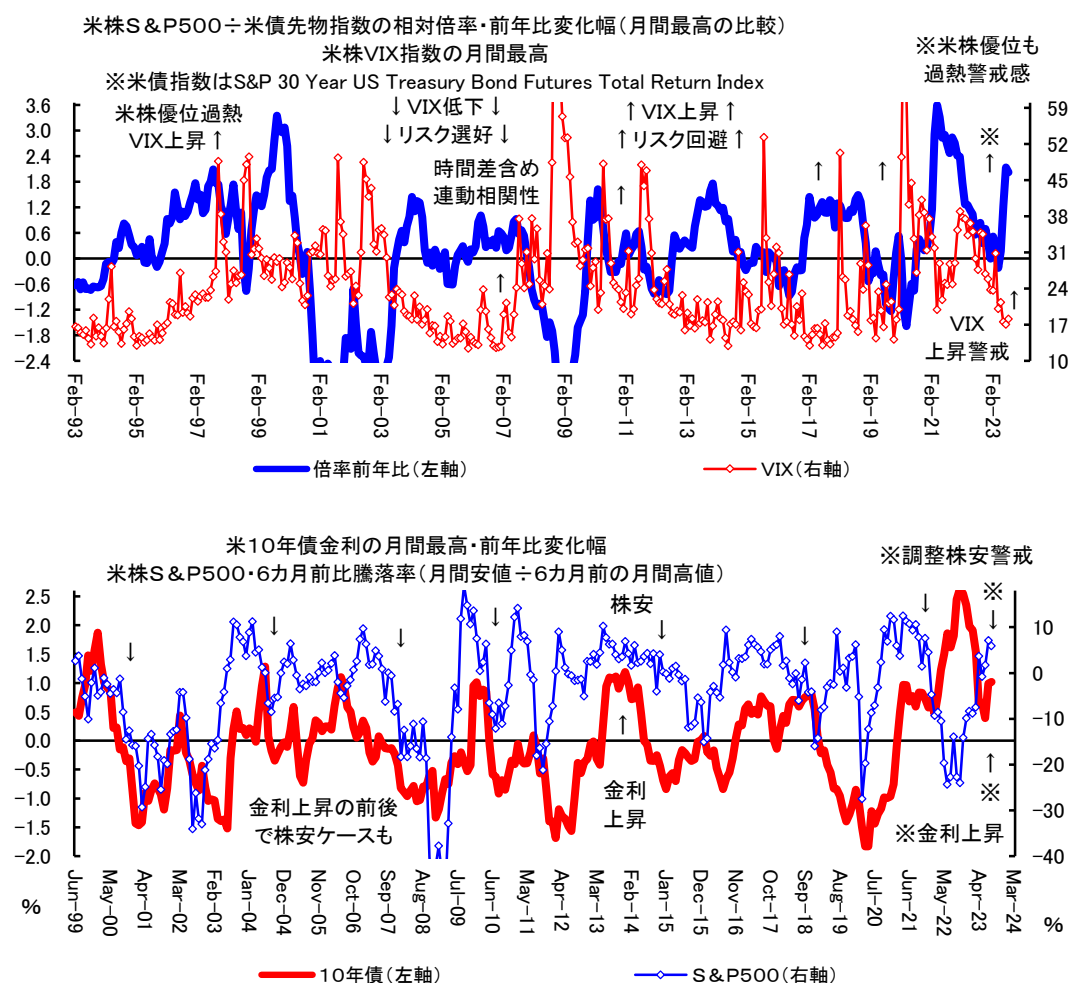
1988年以降の過去35年における米10年債金利の動向では、現在のような8月に「7月比で金利上振れ」のケースが14回あった。そのうち13回とほぼ全てのケースで、8月の月間最高に対して9月末の

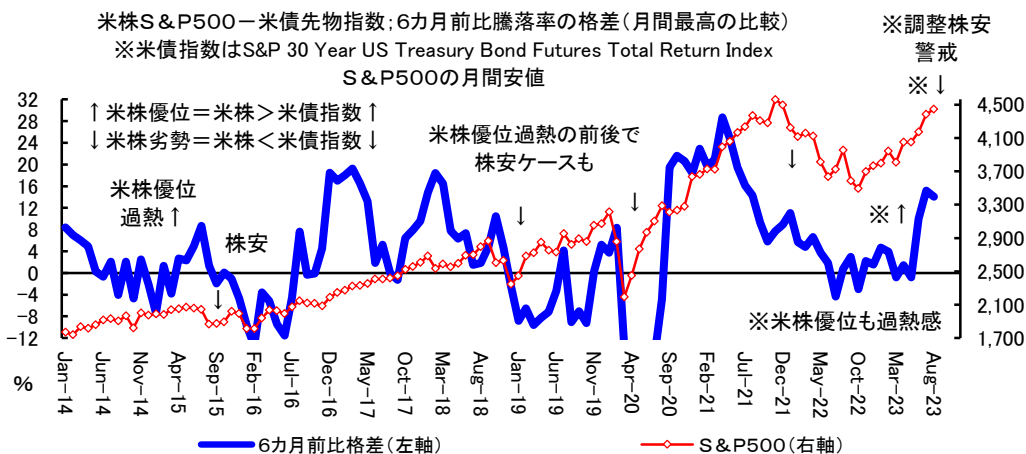
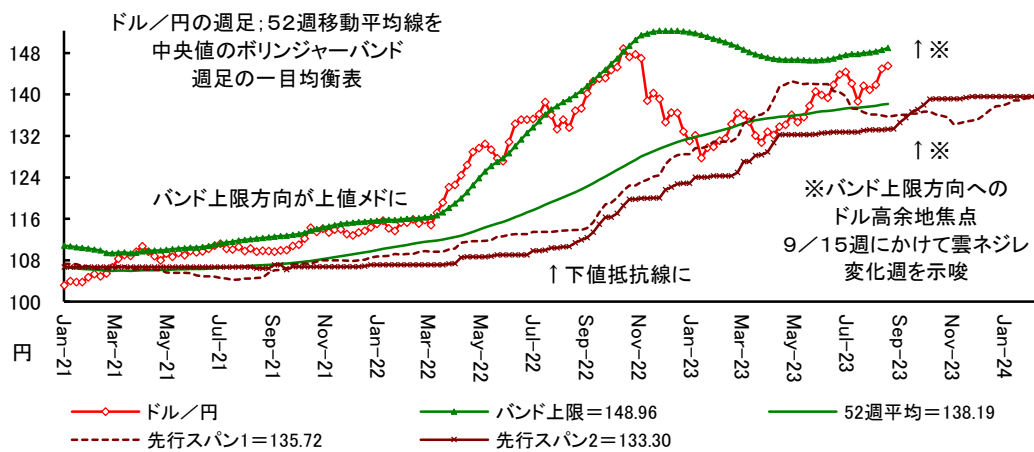
金利水準は下振れの調整低下となっている。その意味で今回も9月末に向けては、8月の最高4.21%前後からの金利低下方向が注目されやすい。

為替相場のドル/円は7月以降、米債金利の上昇がドル高、米株の底堅さがリスク選好による円安を支援してきた。その意味で9月末にかけて調整が入ると、米債金利の低下がドル安、米株の下落がリスク回避の円高を促す短期変動は無視できない。

ちょうど為替ドル/円の週足テクニカルによると、週足・一目均衡表チャートで9月15日週にかけて相場の転換点を示唆する「変化週」が観測されている。先行スパンの雲上限と雲下限が交錯する「雲のネジレ」という形状だ。現状、雲のネジレは136.29－136.61円前後に位置している。

これから9月中旬にかけてドル/円は、146円や148円、151円といった当座のドル上値メドを試す余地がある一方、雲ネジレからの上振れ乖離状態を修正するドル反落や、雲ネジレの下抜けトライ、そのうえでの雲ネジレの下抜けトライ失敗や雲ネジレの上抜け通過による「仕切り直しのドル再上昇」といった展開も注視されそうだ。





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。