

米 10 年債 4% 超え、持続なら米日株を圧迫

引き締め効果再燃、株安を経た金利低下待ちにも

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/2/7 (水)

米国債市場では 10 年債金利が再上昇となってきたが(米債価格は下落)、目先 4% 超え前後で持続となれば米日株の圧迫要因となる。昨年 11 月以降の株価急騰の過熱調整もあり、「株安を経た金利低下待ち」という展開も注視されそうだ。最近では 2022 年 9-11 月や昨年 7-10 月に 4% 前後が定着となり、米日株は上値抑制や下落へと作用していた。長期金利の再上昇は引き締め効果再燃や株価の割高醸成等につながるが、米株の不安心理指数・VIX ではリスク回避警報と 22 日前後の変化日サインが示唆されている。

22 年や昨年に 4% 超え、株高抑制や株安に

「米国の 1 月 ISM 非製造業景況指数では仕入価格が昨年 2 月以来の高水準に上昇したが、(中東・紅海での海運障害などによる) 輸送コスト上昇のほか、コモディティやサービス価格の全般的な上昇が主因となった」、「回答企業の多くは利下げで見込まれる効果を念頭に、景気に対して楽観的だが、インフレやそれに付随するコスト上昇圧力、地政学的対立を理由に慎重にもなっている」――。

ISM (米供給管理協会) 非製造業景況調査委員会の委員長は 2 月 5 日、最新の 1 月指標に関してこのような解説を行っている。

仕入価格は 64.0 となり、前月の 56.7 や直近最低である昨年 6 月の 54.8 から大幅に上昇した。背景としては同委員長の指摘のほか、雇用・賃金・消費の底堅さなどに見られる需要の改善や、コロナ前後からの供給・輸送・人手制約などによる供給逼迫インフレの「反動低下一巡」などが焦点になっている。米 FRB からすると、新たなインフレ上昇の火種を警戒させる最新データとなった。

その中で米国債市場では 5 日、10 年債金利が大幅な上昇となっている(米債価格は下落)。前週の米国債増発懸念の後退などを受けた金利急低下の反動調整なども影響したが、一時は 4.17% 前後に上昇し、1 月 25 日以来の高水準となっている。

このまま米 10 年債金利が目先、4% 超え前後で持続となれば、米国株と日本株の圧迫要因として警戒される。昨年 11 月以降の金利低下と株高の反動調整もあり、当座は米債金利の上昇が米日株の調整下落に作用。その後に米日株の下落とリスク選好の後退、安全逃避を受けて、米債金利が上昇一服から再低下へと転じ、それを受けて米日株が下げ止まりから再上昇に向かうという、循環的な相場ローテーションが注視されそうだ。

最近の米 10 年債金利については、2022 年 9-11

月や昨年 7-10 月に 4% 前後で定着となっていた。その局面で米日株は、上値抑制や下落の影響を受けている。過去には 2002 年前後や 2007-08 年前後でも、4% 超えでの米日株安ケースが見られていた。

単純に米長期金利の上昇が株安になる要因としては、1) 金利水準見合いで米国株のバリエーション面での割高感を高める、2) 米企業の資金調達コストや債務負担を悪化させる、3) 金融引き締め効果による企業・家計への打撃のほか、ドル高などで業績には逆風となる、4) 日本株には米国投資家などのリスク許容度低下や日本での換金売り増加、米国の内需悪化などが悪材料になる――といった経路がある。

ちょうど足元で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 (VIX) 指数で、微妙にリスク回避方向の上昇予兆が見られ始めた。

VIX の 25 日・50 日平均が上向き、22 日に変化日

2 月 5 日時点で VIX の上昇は抑制されているが、1-2 カ月スパンのトレンドを示す 25 日、50 日の移動平均線が同時に上向き化へと転換している。昨年 10 月末以来の基調悪化となってきた。昨年は 9 月 20 日前後から同時の上向き化が始まり、米株はその前後から 10 月後半にかけて急落するという、先行警鐘が発せられている。

同時に VIX の日足・一目均衡表チャートでは、2 月 22 日前後にかけて「変化日」を示す雲のネジレが観測されている。先行スパンの雲上限と雲下限が交錯していくもので、過去には VIX 急上昇と米株急落、あるいは VIX 急低下と米株急上昇といった相場変動が見られてきた。今回も現状から 22 日にかけての米株下落と 22 日前後での底入れ反発、あるいは 22 日前後からの米株急落と当座の株安局面入りといった潮目の変化が注目されそうだ。

米 10 年債金利の「4% 超え」による打撃でいえば、直近 1 月に米国の平均賃金は前年比 +4.5% と過去 3 カ月の +4.3% から上昇した。米国では現在、個人のローン等の借入れ増加と借金による消費が懸念材料となっているが、これまでは「借入金利との比較での賃金増加」が債務負担を軽減させている。それに対して長期金利が再上昇となれば、債務の返済負担が賃金を上回っていくリスクをはらむ。

一方で米国での賃金はインフレに関係するため、長期金利にも影響を及ぼす。その意味では現在の平均賃金 +4% 超えという底堅さが、10 年債金利の 4% 方向への上昇圧力につながっている側面も無視でき

ない。

米国の10年債金利は、足元の金利上昇でも短期政策金利FFを下回る逆イールドが続いている（FFは翌日物金利、現状の政策誘導目標は5.25%から5.50%）。しかし、平時の長短金利差であれば長期の10年債金利のほうが上回るのが自然であり、先行き「正常化」による10年債金利の上昇余地は残されている。

過去の逆イールドの場合、FRBによるFF引き下げの利下げで解消されるケースも目立ってきた。過去の利下げ時におけるFF政策誘導目標の上限でいえば、2019年の利下げ転換の場合、利下げ前の起点2.50%から「累計-0.75%幅」までの利下げ継続とFFが1.75%に低下したところで、10年債金利はFFを上回る逆転となっていた。

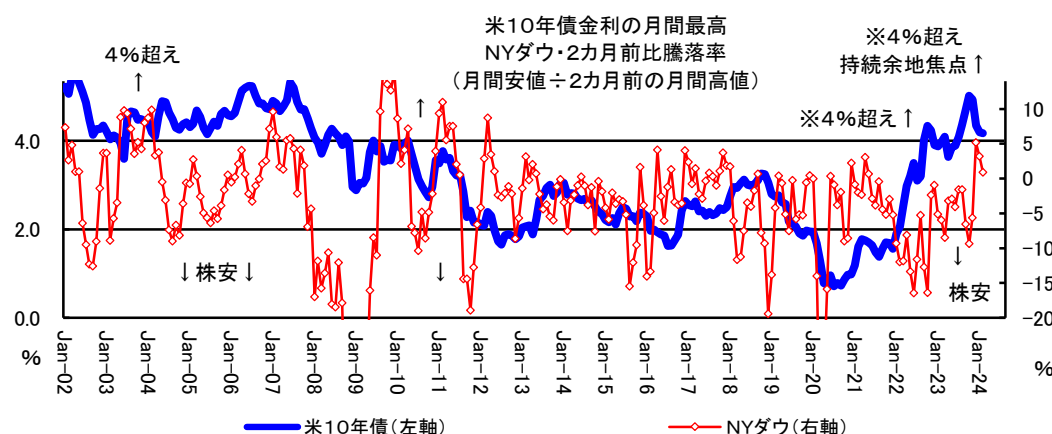
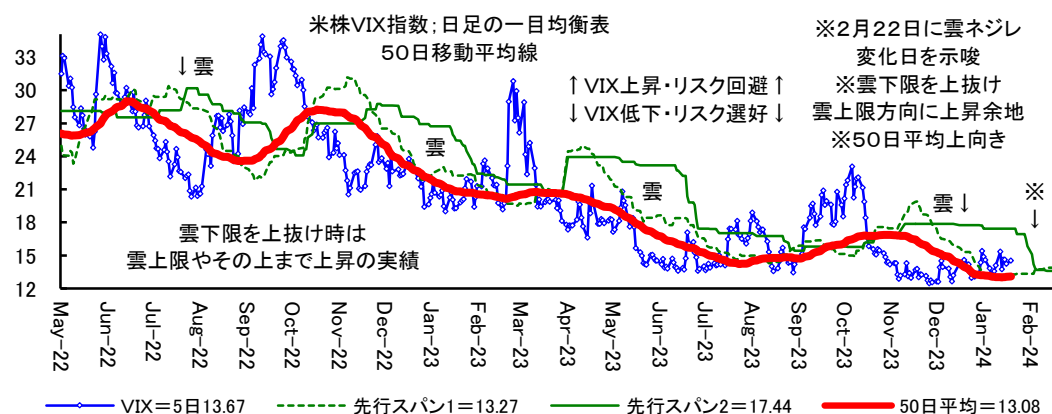
その前における利下げ時と10年債金利の対FF上振れ逆転は、2007年時が累計-0.75%幅、2001年3月が-1.50%幅、1998年時が-0.75%幅、1990年時が累計-1.50%幅——という利下げが進んだところで観測されている。

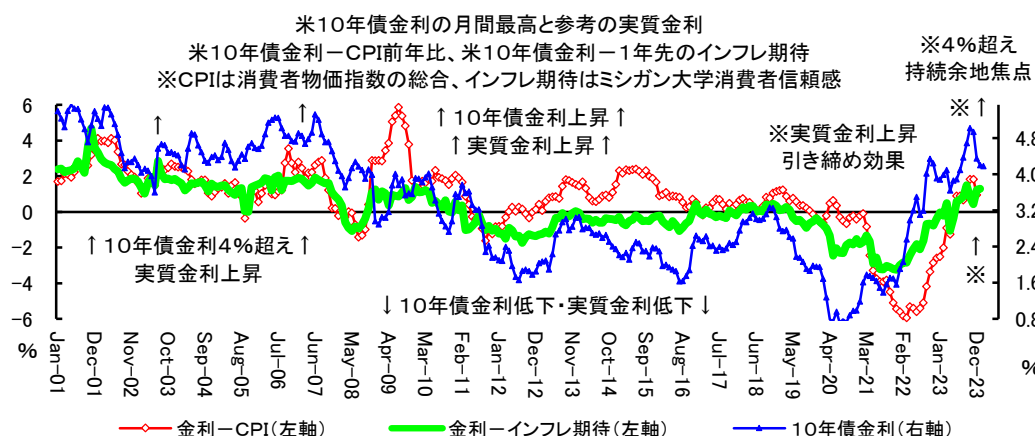
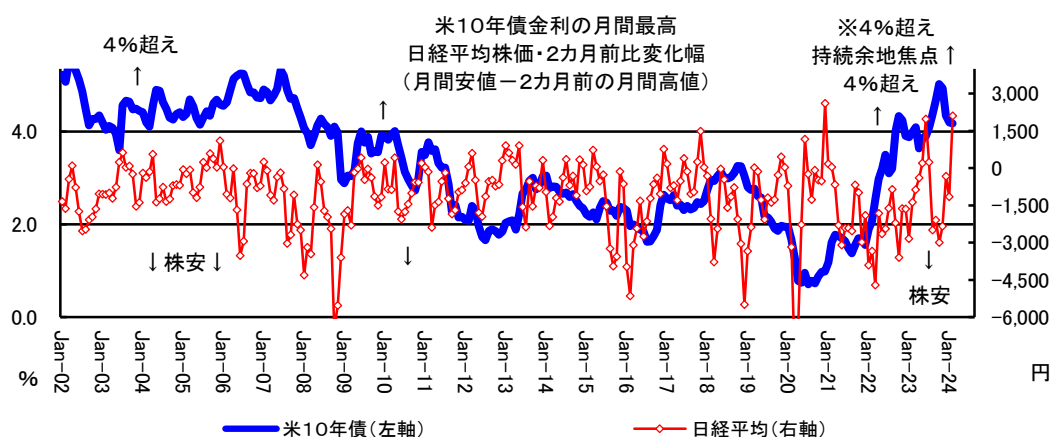
現在の場合、利下げ前の起点であるFF上限は

5.50%だ。過去の長期実績に沿うと、FFは累計-0.75%幅の利下げで4.75%、累計-1.50%幅の利下げで4.00%という水準になっていく。こうした「一定利下げ後のFF水準に対しての上振れ逆転」を見据えると、先行き10年債金利は4.00%から4.75%前後での推移余地が残されている。

その他、米10年債金利の上昇は実質金利の押し上げなどにより、昨年7-10月時のような引き締め効果を再燃させる。例えばミシガン大学消費者信頼感指数では、最新1月に「1年先のインフレ期待」が2.9%となり、前月の3.1%や直近最高である昨年4月の4.7%から低下となってきた。一方で同じ1月に米10年債金利は月間最高が4.20%で、単純に「名目金利-インフレ期待」格差による参考の実質金利は+1.30%となっている。

同格差は2019年からマイナス推移が続いたあと、FRBの利上げ効果や10年債金利の上昇などにより、昨年6月からプラス圏へと浮上してきた。昨年9月には+1.49%と、2007年10月以来、約16年ぶりのプラス幅拡大となっている。





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。