

米長短金利差、正常化余地が日本株下支え 現状は底這いも株安余地制御、前年比は長期債が優位に

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2024/6/21 (金)

米国債市場では長期金利が短期金利を下回る逆イールドが長期定着しているが、先行き解消の正常化余地は日本株を下支えしていく。過去の解消時には日本株下落のケースもあったが、米FRBによる利下げと短期金利の連動低下、その際に米国の景気悪化や金融不安が抑制されている場合、短期金利比での長期金利の上振れという「正常化」の方向は日本株の上昇が連動支援されてきた。現状は長短の双方で悪い金利低下は限られ、前年比変化幅では長期金利が優位に転換するという良い正常化が示唆されつつある。

長短金利差の下振れは一服、景気後退の回避示唆

「景気後退が近づけば短期金利が急激に低下し、それによって長短金利差の逆イールド（長期低位＜短期高位）は解消される。しかし現在の米国は、ソフトランディング（軟着陸）する可能性が高い」――。IMF 金融資本市場局の局長は昨年にかけての米国での逆イールドに関し、このような見解を示している。

その後の米国債市場では現在もなお、逆イールドが続いた状態だ。日中終値ベースでは10年債－2年債の金利差が直近6月18日に－0.49%前後となり、10年債金利の下振れが持続。5月29日の－0.36%が直近最少となる形で、昨年12月以来のマイナス幅へ再拡大となってきた。

それでも月末値比較では、2022年7月からの利上げ打撃による先行き景気後退懸念等とマイナス化を経て、昨年6月の－1.06%を最低ボトムに下げ洩りとなってきた。最近では4月末が－0.36%、5月末が－0.37%と底這いに移行している。景気後退リスクの回避と、IMF 局長が指摘する軟着陸の期待は消えていない。

もちろん、依然として逆イールドの解消サインは尚早だ。それでも長短金利差の下振れ余地の狭まりと底這い化は、米国の経済や株価、米国系投資家の投資余力などの影響を受ける日経平均株価についても、下押し余地の縮小や下限切り上がりにつながりやすい（中長期スパンでの押し目買い地合い）。

過去実績としても米国の逆イールドからの正常化は、日経平均の底上げから上昇が連動支援されてきた。背景としては、「米国の経済が正常化に向かう」、「米国の金融機関などの利ざやが改善し、投融资や信用創造、経済成長が刺激される」、「短期より長期の金利が高い状況は、先行き米国での景気先高感や期待成長率の上向き方向が支援される」、「逆イールド解消はFRBの利下げ開始による短期金利の連動低

下時に発生しやすく、米国の景気や株価がサポートされる」といった要因がある。

今回も先行き正常化の余地残存は、日経平均の下支え要因として注目されやすい。しかも現状段階では長短の金利が双方とも低下する悪い金利低下と悪い米債価格上昇（先行きの景気悪化懸念や、金融・経済不安等による安全逃避）は限定的になっている。足元では現状比での先行きの景気軟着陸期待もあり、10年債金利と2年債金利の「前年比変化幅」格差では長期の10年債が優位となってきた。良い長期金利の上振れによる正常化の方向が示唆されつつある。

昨年はそうした前年比変化幅での長短金利格差が、年初からの10年債の下振れによるマイナス幅拡大を経て、昨年6月の－1.12%で底入れとなった。前後する形で日経平均は上昇となり、月末値ベースでの6月前比・騰落率は、昨年6月が＋27.2%、7月が＋21.4%の大幅プラスになっている。

その後に同格差は昨年10月に＋0.28%となり、2021年11月以来、約2年ぶりのプラス化へと浮上してきた（前年比変化幅での10年債＞2年債）。連動の形で日経平均は複合要因もあって、株高のモメンタムが加速。月末値の6カ月前比は、今年2月に＋20.1%、3月に＋26.7%の大幅高となっている。

長短金利差の前年比は長期債優位、日本株高実績

同格差は足元の6月18日時点で、＋0.57%と10年債の優位が維持された状態だ。日経平均は伸び悩みとなっているとはいえ、6カ月前比では＋15%のプラスを保っている。先行き米長短金利の「前年比変化幅」格差で現状のような10年債優位のプラス化が維持されている限り、日経平均は月末日に投資したとして、6カ月後の月末には「6カ月前の月末値比でプラス成績」が確保される相場環境が支援されやすい。

最近では同格差のプラス局面が、2020年8月から11カ月間の持続となっていた。その期間中、日経平均の月末値・6カ月前比騰落率は、＋5%から＋27%前後のプラス成績が連動で継続となっている。その前に同格差のプラス局面は2016年12月からの10カ月間があり、同期間中の月末も6カ月前比＋3%から＋15%の株高が持続という高確率での連動実績を有している。

現在の米国経済は先行き軟着陸期待の一方で、大幅利上げの時間差影響による景気の遅行冷却リスクも消えていない。それでも米国経済の重要先行指標であるISM製造業景況指数については、直近5月に低下の悪化となる一方、先行性のある前年比変化幅

は+2.1のプラス改善となっていた。前年比は2022年11月の-11.8という大幅悪化から底入れに移行。今年1月には2021年11月以来、26カ月ぶりのプラス回復となっている。

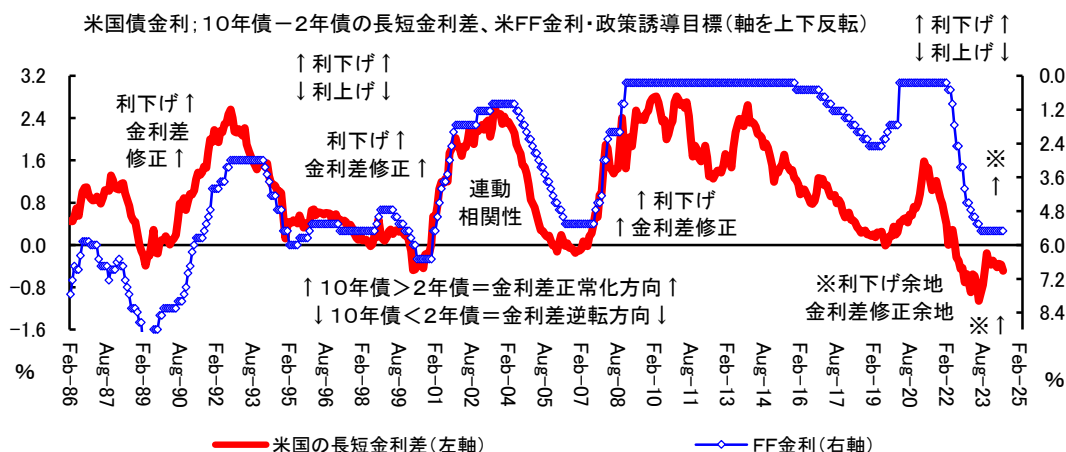
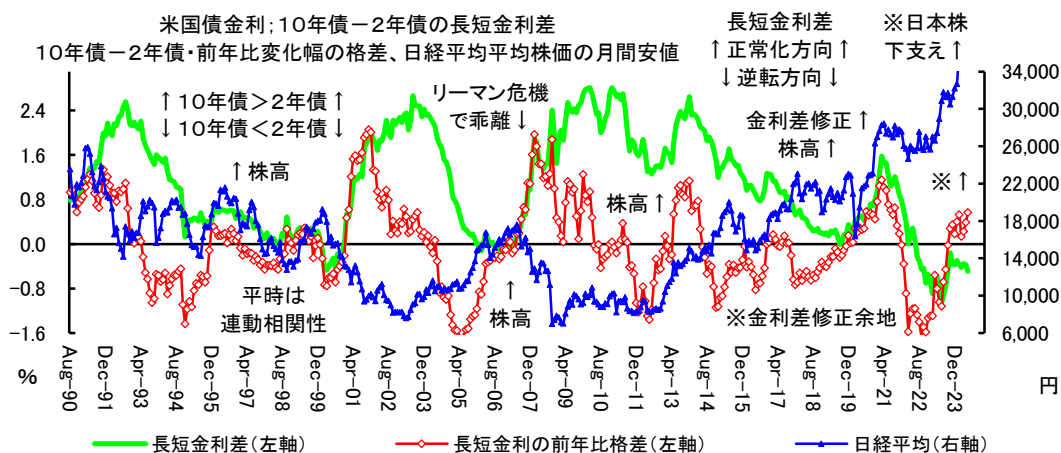
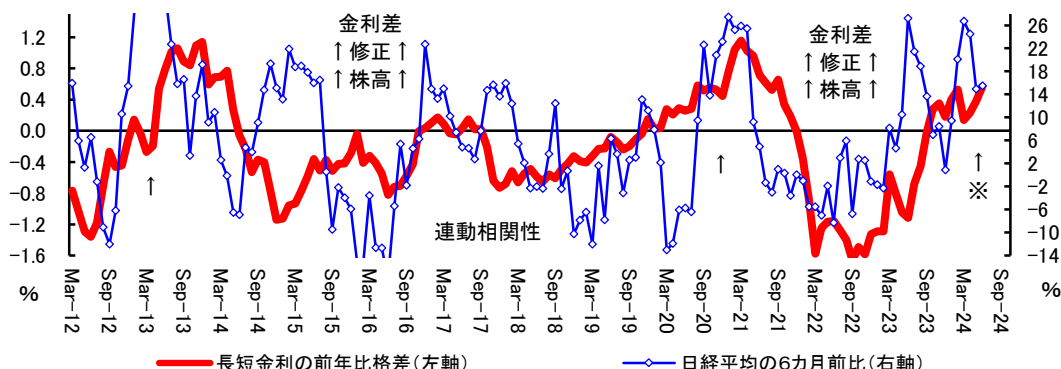
ISM前年比のトレンドを示す12カ月移動平均も、2021年以降の長期下向きを経て、昨年6月からは方向角度が上向き基調へと好転している。過去実績としてISMの指数水準を含めて米国の景気に先行性を有しており、米国の長短金利差は連動で「長期金利優位」方向の正常化が支援されてきた実績を有している。

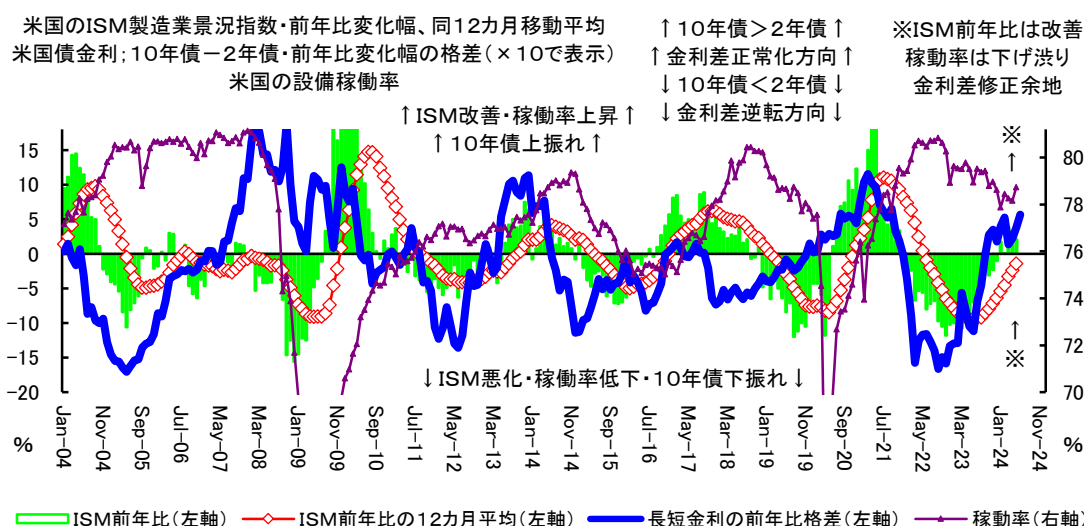
現状の米国の景気循環面では、直近5月の鉱工業

生産で「設備稼働率」が78.7%となり、前月の78.2%から上昇となった。今年1月の77.9%を直近最低として下押しが一服となっており、設備投資サイクルといった循環面での底入れや底固めが示唆され始めている。稼働率の上昇は供給逼迫懸念の緩和により、インフレの抑制にもつながるものだ。

こうした最新データは先行きのFRBによる利下げ開始と、連動した2年債金利の低下、一方での中長期スパンでの米景気の軟着陸期待等と利下げによる景気下支え、それに伴う10年債金利の下げ渋りや緩やかな上昇を支援。結果、先行き「逆イールドの解消と正常化」に期待をつなぐ先行指標となっている。

米国債金利:10年債-2年債・前年比変化幅の格差 ↑10年債>2年債=正常化方向↑ ※金利差修正余地
日経平均株価の月末値・6カ月前比騰落率 ↓10年債<2年債=逆転方向↓ 日本株下支え





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。