

PRAEVIDENTIA WEEKLY (5月23日)

マクロテーマ：部分ローテーション

<要約>

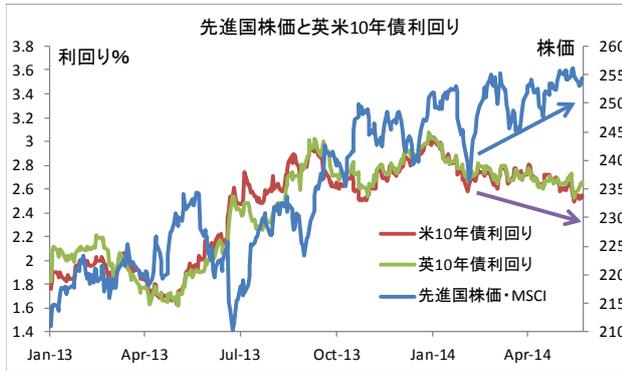
昨年以降、金融市場全体のテーマだったはずの債券から株式へという「グレート・ローテーション」は、今年入り後、欧米の長期金利低下で完全には実現しなかった。もっとも、中期債利回り上昇と株高は起きており、部分的に実現している。年末にかけて、英米の利上げ期待が高まると株価調整が起きるかもしれないが、あくまで一時的なローテーション休止だろう。主要国の景気回復が継続し、来年後半にかけて主要国中銀のバランスシート縮小が視野に入ると、本格的な株高・債券安に向かうだろう。こうした中、ポンド高が継続するほか、今年末以降はドルも復活していくだろう。

現状：実は起きているローテーション

米国を中心に景気回復基調が明確になり始め、Fed が量的緩和縮小の議論をし始めた昨年5月以降、市場ではそれまで一方向に資金が向かっていた債券から、株式に資金がシフトするという「グレート・ローテーション」がテーマとなり、株価の上昇と共に長期金利も急上昇を始め、株高・債券安の動きが明確となった。もっとも、今年入り後は、米景気が記録的な悪天候の影響もあって一時的ながら大きく減速したことや、ウクライナ情勢の緊迫化、更に新興国市場の動揺拡大などを受けて、英米10年債利回りが反落基調となり、「グレート・ローテーション」シナリオを基に長期債売りを行っていた向きは大きく修正を迫られたようだ(図表1)。

但し、英米の景気回復の継続は着実に将来の利上げ開始期待を高めており、そうした短期政策金利に関する期待を10年債よりも反映し易い英2年債利回りは、特に英国で今年入り後も株価と共に上昇基調を辿っており、米国分も英国には出遅れているものの、非常に緩やかだが上昇基調が続いている(図表2)。因みにこうした英国の利上げ期待面での先行性が、ポンド/ドルの上昇基調の背景となっている。

図表1：先進国株価と英米10年利回り



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表2：先進国株価と英米2年利回り



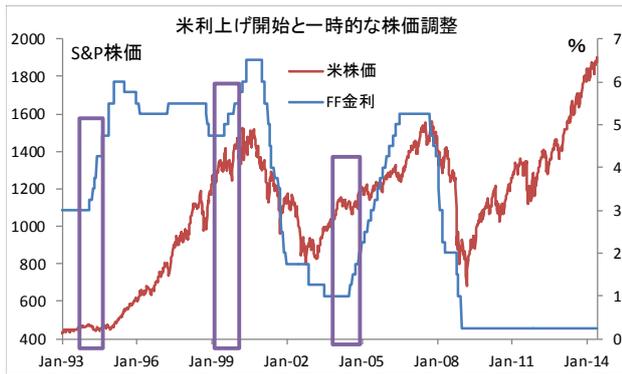
今年末～：利上げ開始と株価調整へ

では今後、2年債利回りの上昇傾向が10年債利回りにも波及して、グレート・ローテーションは完成するだろうか？ 当社はその前に、一旦株価の調整が入るとみている。米国ではテーパリングが終了見込の今年10月から半年後前後、即ち来年前半には利上げが開始される可能性が高く、英国では早ければ今年末あたりの利上げ開始の可能性も浮上している。過去、利上げサイクルが始まる前後の時期には一度株価の調整が入ることが多く、「債券安・株安」の時期が一度到来するとみられる(図表3)。また、利上げが開始されると、政策金利の長期的な低水準維持を約束した「フォワード・ガイダンス」も変更されざるを得ず、これも2年程度の中期債利回りを上昇させることになるだろう。

来年後半：「株高・債券安」 ついに実現へ

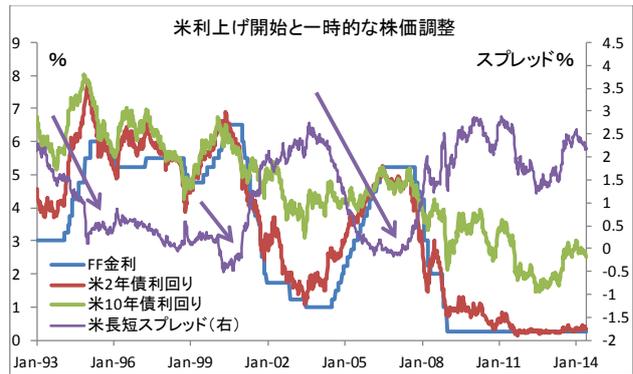
とは言え、現在市場が想定しているように、景気回復が続くのであれば、株価は再び上昇基調に回帰してゆくとみられる。その間、英米の金融政策面では、利上げ開始とその後のゆっくりとした利上げ継続で、金利面での正常化がある程度進行すると、今度は膨大に膨れ上がった中銀のバランスシートの縮小、即ち金融危機時に購入した債券の売却が議論の俎上に乗せられることになる。すると再び、景気回復・インフレ期待と共に、債券需給の悪化が中期債だけでなく長期債の利回りも押し上げるかたちとなり、「株高・債券安」が遂に実現することになるとみられる。なお、長期金利の再上昇で利回り曲線がスティープ化するのは微妙だ。過去、利上げ局面では政策金利や2年債利回りの上昇の方が10年債利回りの上昇よりも大きかったため、フラット化が継続していることが多い(図表4)。英米の中銀高官が述べているように今回の利上げはゆっくりで利上げ幅も小さいとしても、長期債利回りの上昇幅が中期債利回りの上昇幅を上回ることにはなさそうだ。

図表3：米利上げ開始と米株価の一時的調整



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表4：米FF金利、中長期債利回りと長短金利差



そのとき為替は：ポンド高継続、ドルが復活へ

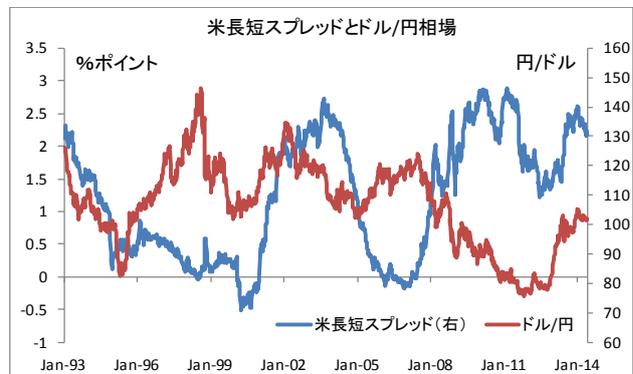
昨年後半以降、米テーパリング開始を受けた米長期債利回りの上昇・利回り曲線のスティープ化(長短スプレッドが拡大)とドル高というシナリオは、今年に入って頓挫している。こうした状況はテーパリングが終了する今年秋まで続くだろう。もっとも、上述の通り、今年末以降、米国の金融政策の議論が利上げにシフトすると、米2年債利回りの上昇幅拡大と共にドルがようやく復活に向かうだろう(図表5)。英国の方が利上げが早い可能性が高く、ポンドは対ドルで上昇が続くだろう。この間、米国の利回り曲線はフラット化(長短スプレッドが縮小)する可能性が高く、長短スプレッドと為替の関係は過去の経験からするとあまり明確ではないが(図表6)、短期、長期ともに金利の方向性は上昇で一致するため、為替への影響としてはドル高をもたらす可能性が高いだろう。

図表5：米利上げとドル/円相場



(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

図表6：米長短スプレッドとドル/円相場



図表 1: テーマ「グレート・ローテーション」の今後の進化 (予想)

テーマ	背景/ロジック	選好/敬遠される資産	選好/敬遠される通貨
<b>Great Rotation (債券⇒株式)</b>	世界金融危機後の超金融緩和が出口に向かう 超金融緩和を縮小できるほど実体経済が回復	◎株式: ディフェンシブからシクリカルへ、金利上昇にも耐えられる低レバレッジセクター・企業 ×債券: 特に量的緩和政策の下で中銀の購入の対象となっていた長期ゾーンへの売り圧力 =利回り曲線スティープ化	◎USD、GBP、NZD: 他国に先立って景気回復が進展、金融緩和政策の解除に向かうことができ、金利上昇圧力がかかる国の通貨 ◎USD: 家計の株式保有比率が高いため、株高が消費増・GDP増に繋がり易い ×EUR、JPY: 低インフレが続く、むしろ追加緩和が必要
<b>現状: 年初来</b>	米国: テーパーリングを淡々と継続 NZ: 既に2回利上げ 英国: 利上げの議論が高まる 景気回復は継続だが、冬の悪天候で米国が出遅れ	◎株式: 上昇が継続。 ○10年債: 利回り低下 ×2年債: 利回りは昨年半ば以降の上昇基調が継続(英米NZ) =利回り曲線フラット化	◎NZD、GBP: NZDは想定通りの利上げだが上昇、GBPも失業率大幅低下と住宅市場過熱で上昇 △USD: 冬場の悪天候で想定通りの成長率を実現できず、また長期金利もむしろ低下 ×EUR: ECBがようやく追加緩和に乗り出す見込み ○JPY: 追加緩和期待が後退
<b>今年末～来年前半 利上げで株価調整</b>	米国で量的緩和終了、金融政策に関する議論は来年のFF金利引上げに 英国では早ければ年内に利上げ開始 景気回復は継続	×2年債: 英米の利上げ期待の高まりで利回り上昇 △10年債: 低下一服・横ばい ×株式: 景気・業績回復でも利上げ開始で一旦調整 =利回り曲線フラット化継続	◎GBP、USD: 利上げ(期待)を受けた2年債利回り上昇が押上げ ×EUR: ECBが量的緩和に踏み切る可能性 △JPY: 追加緩和実施は不明
<b>来年後半 債券⇒株式 ついに実現?</b>	英米利上げがゆっくり継続、金融政策の議論はバランスシート縮小に 他の主要国(豪、カナダなど)も利上げ開始 景気回復は継続	×2年債: 緩やかな上昇継続 ×10年債: 英米中銀の保有債券売却が意識され下落、利回り上昇へ ○株式: 調整をこなし再上昇 =利回り曲線フラット化継続	○GBP、USD: 利上げ継続を受けて上昇継続 △JPY: 日本は欧米と同じ2%インフレを達成、横ばいに ×EUR: 利上げは視野に入らず、相対的な売り圧力継続 ×NZD: 合計2%の利上げで住宅バブル崩壊リスクの高まり

(出所) プレビデンティア・ストラテジー作成

**ディスクレイマー**

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、全てお客様ご自身でご判断下さいますようお願い申し上げます。  
当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。  
当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記して下さい。当資料は購読者向けに送付されたものであり、購読者以外への転送を禁じます。

プレビデンティア・ストラテジー株式会社  
金融商品取引業者(投資助言・代理業) 関東財務局長(金商)第2733号  
一般社団法人 日本投資顧問業協会 会員番号 012-02641

通貨	週次レポートバックナンバー・タイトル一覧
円	<p>「円高に対する生命保険」(14年5月2日)</p> <p>「円：TPPに絡む円売りは後退へ」(14年4月25日)</p> <p>「円：GPIFの失望リスク」(14年4月5日)</p> <p>「円と日銀：「黒」から「白」へ」(14年2月7日)</p> <p>「M&amp;Aと円のポジティブフィードバック」(14年1月17日)</p> <p>「来年のドル/円：ブーメラン、きっと黒字は戻ってくるだろう」(13年11月1日)</p> <p>「ドル/円：実質金利差主導で再び105円へ」(13年8月16日)</p>
ドル	<p>「FOMC:相手選びは慎重に」(13年10月25日)</p> <p>「ドル：泣く子と議会には勝てず」(13年10月18日)</p> <p>「キャピトルヒルのドルバーゲン」(13年9月27日)</p>
ユーロ	<p>「EUR：円化の花道を回避できるか」(14年4月19日)</p> <p>「来年のユーロ：金融政策とプルーデンス政策のコラボで下落」(13年11月8日)</p> <p>「ユーロ：OMTがOMGに？」(13年8月23日)</p>
ポンド	<p>「ポンド：MとF、どちらが支配？」(14年5月10日)</p> <p>「来年のポンド：大英帝国の逆襲」(13年12月13日)</p> <p>「ポンド：対ユーロで続伸余地」(13年9月13日)</p>
豪ドル	<p>「豪ドル：熊（ベア）はいても子守熊（ベア）？」(14年5月17日)</p> <p>「来年の豪ドル：通貨安の3つの要因」(13年11月22日)</p> <p>「豪ドル：夕立は一日降らず」(13年8月9日)</p>
NZドル	<p>「NZドル：羊飼いたちの沈黙はいつ破られるか」(14年3月28日)</p> <p>「来年のNZドル：キウイがタカになるとき」(13年12月20日)</p> <p>「TaperingはQEよりKiwiが先」(13年10月4日)</p>
加ドル	<p>「来年のカナダドル：氷河のようにゆっくり下落」(13年12月27日)</p> <p>「カナダ利上げは彼方先ではない」(13年10月11日)</p>
フラン	<p>「フラン高と不動産バブル」(14年3月22日)</p>
主要通貨	<p>「主要通貨見通し：DOLDRUMS（ドルのスランプ）」(14年3月7日)</p> <p>「投資テーマ交錯下で浮上するポンドと豪ドル」(14年1月31日)</p> <p>「ガイダンスから為替をガイドする」(13年9月24日)</p>
新興国通貨	<p>「ZAR：地滑りの勝利（landslide）よりランド安（Rand-slide）」(14年4月11日)</p> <p>「人民元の人民銀行による中国人民のための下落」(14年3月1日)</p> <p>「エンキャリ恋愛は相手を選んで忍耐強く」(14年2月22日)</p> <p>「メキシコペソ：サンライズの前にサブマリン」(14年2月14日)</p> <p>「トルコリラ：TRY HARDER（もっと努力しろ）」(14年1月24日)</p> <p>「ZAR：負けないで」(14年1月10日)</p>
テーマ	<p>「Crime(a) &amp; Punishment：クリミア版『罪と罰』」(14年3月14日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(2)ポリシーミックスのバランスが崩れる時」(13年12月6日)</p> <p>「来年のマクロテーマ(1)長期は損気」ドルへの影響力は長期から短期金利へシフト(13年11月29日)</p> <p>「消されるべきヘッドライン」総合ディスインフレより資産インフレとその対応が重要(13年11月15日)</p> <p>「シリア情勢と為替相場：戦闘長期化はドル安に」(13年9月2日)</p>