

ストラテジーブレティン (66号)

債券の時代から株の時代へ

～空前のリスクプレミアムを是正する金利裁定始動～

米国市場では株高の進展とともに2月以降債券下落が顕著に

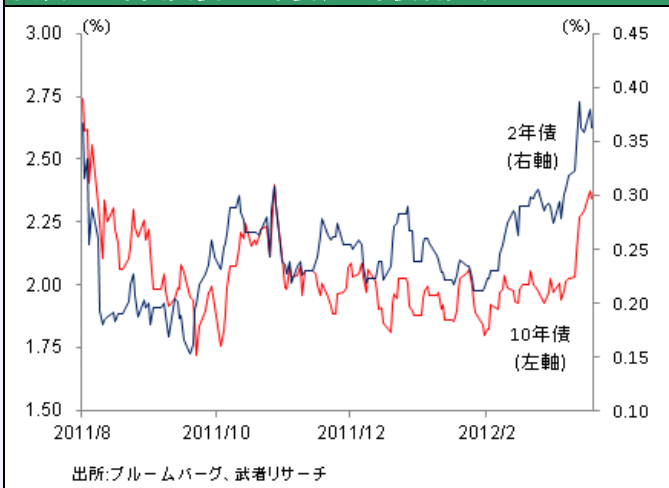
米国市場で持続的株価上昇が続く中で債券が顕著に売られ始めた。10年国債の利回りはボトム1.82%(1月31日)から直近では2.38%(3月19日)へ、2年債は0.21%(1月27日)から0.41%(3月14日)へとなり、2012年の年初で長期にわたる金利低下は底入れしたとの見方が強まっている(図表1)。恐慌の危機の消滅、景気持続拡大という確信から、「安全への逃避(flight to quality)」が逆回転し始め、大きな資金移動が起こり始めたと考えられる。1980年以降30年の長期にわたって米国長期金利は15%から2%以下へと歴史的低下を見せ(図表2参照)、それは空前の債券のブル相場となったのだが、それが終焉した可能性が高い。債券の時代が終焉したとなれば、次は株の時代である。図表3により10年ごとの米国株のパフォーマンスを見ると、2000年から2009年の10年間は史上最悪の株価の時代であったことが分かるが、それが終わったと考えられる。

株式会社武者リサーチ
代表 武者 陵司

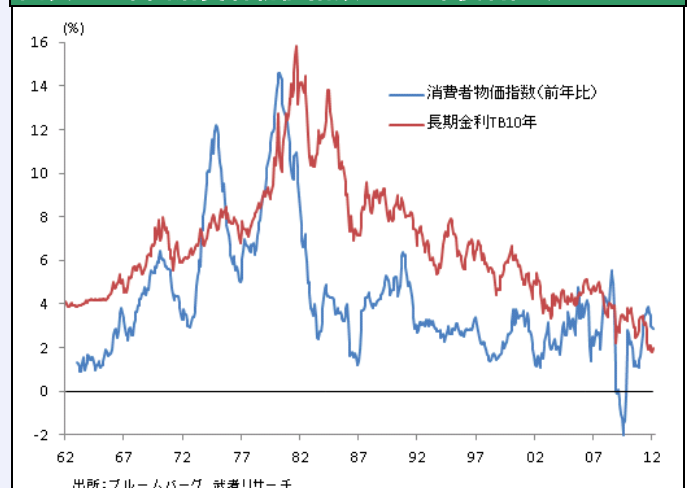
代表電話 (03) 5408-6818
直通電話 (03) 5408-6821
E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

〒105-0021
東京都港区東新橋 2-18-3
ルネパルティーレ汐留 901

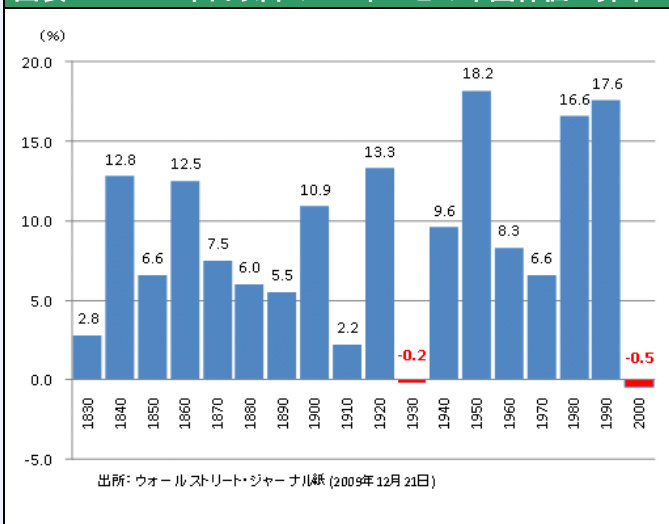
図表1：米国国債10年債、2年債利回り



図表2：米国消費者物価指数と10年債利回り



図表3：1870年代以降の10年ごとの米国株価上昇率



図表4：米国配当+バイバック利回りと社債利回り



社債発行、自社株買いで企業が金利裁定を主導

米国で顕在化しはじめた資金の大移動は、異常なリスクプレミアムを是正する動きと言える。過去最大の規模まで拡大したAリスクフリー資産リターン(10年国債利回り)とBリスク資産リターン(その代表は株式の益回り)のギャップが、資金がAからBへシフトすることによって埋められ始めたと思われる。その動きの中心は企業である。企業は空前の資金余剰を抱えているにもかかわらず、過去最低の金利環境下で社債発行を過去最高水準まで膨らませている。そうした資金は自社株買いに投入される。たとえば1000億ドルという巨額の余剰資金を持つアップルは3月19日今後3年間で450億ドルの株主還元(そのうち100億ドルは自社株買い)を行うと発表した。それは企業の余剰が株式資本に投入される好例である。こうした企業のリスクプレミアムを引き下げるイニシアティブ、つまりアップルなど高収益企業が稼いだ金が経済過程に循環させる動きが、米国の市場が活力を持つ一つの大きな要因となるのである。

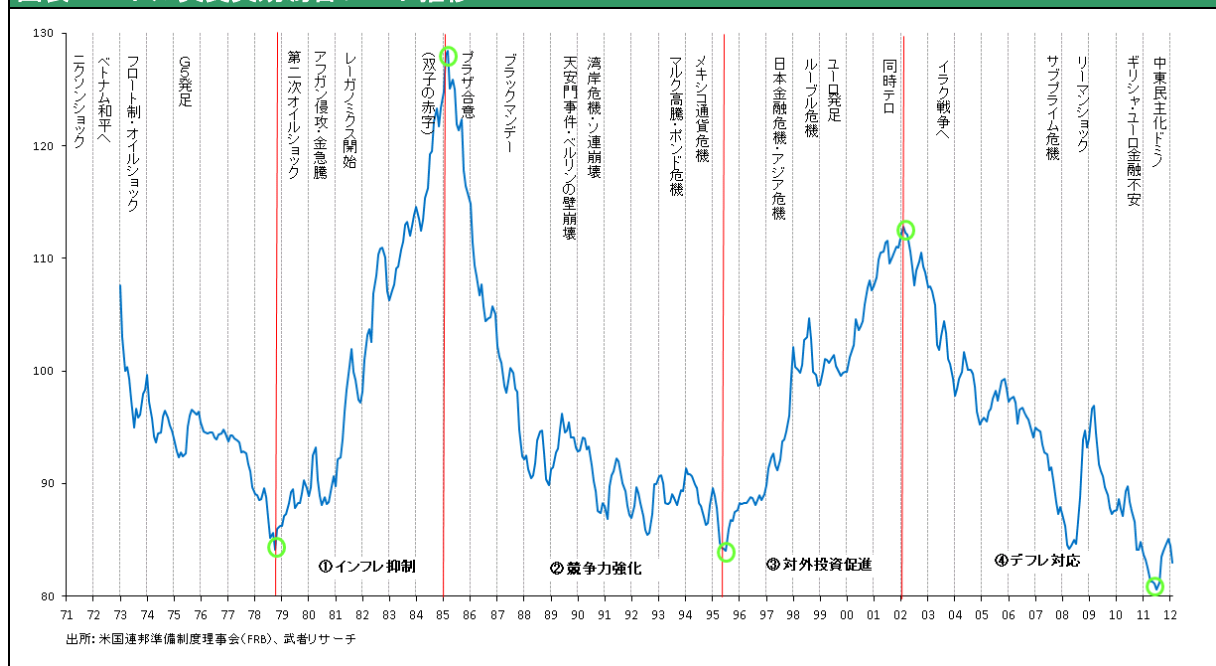
これに対する好対照の事例はここ10年来の日本である。企業は好業績により潤沢な内部資金を積み上げているにもかかわらず、それは自社株買いやリスク資産投資に向かわず、大幅なリスクプレミアムが全く解消されてこなかった。

かねてから議論しているように、異常なリスク回避=高リスクプレミアムはいずれは正される。そしてその経路は以下の3つしかない。①大不況による企業収益、配当の激減、②インフレ、通貨安による金利急騰、③株価急騰、であるが、今の米国では③の可能性が濃厚になってきたということである。

ドルの長期トレンド転換

以上のような景気の堅固さ、金利の上昇、株価上昇と言う条件下においては、ドル相場の大転換をもたらす。図表5の長期ドル循環で明らかのように、2002年から2011年まで10年続いたドル安局面もまた終わったということである。

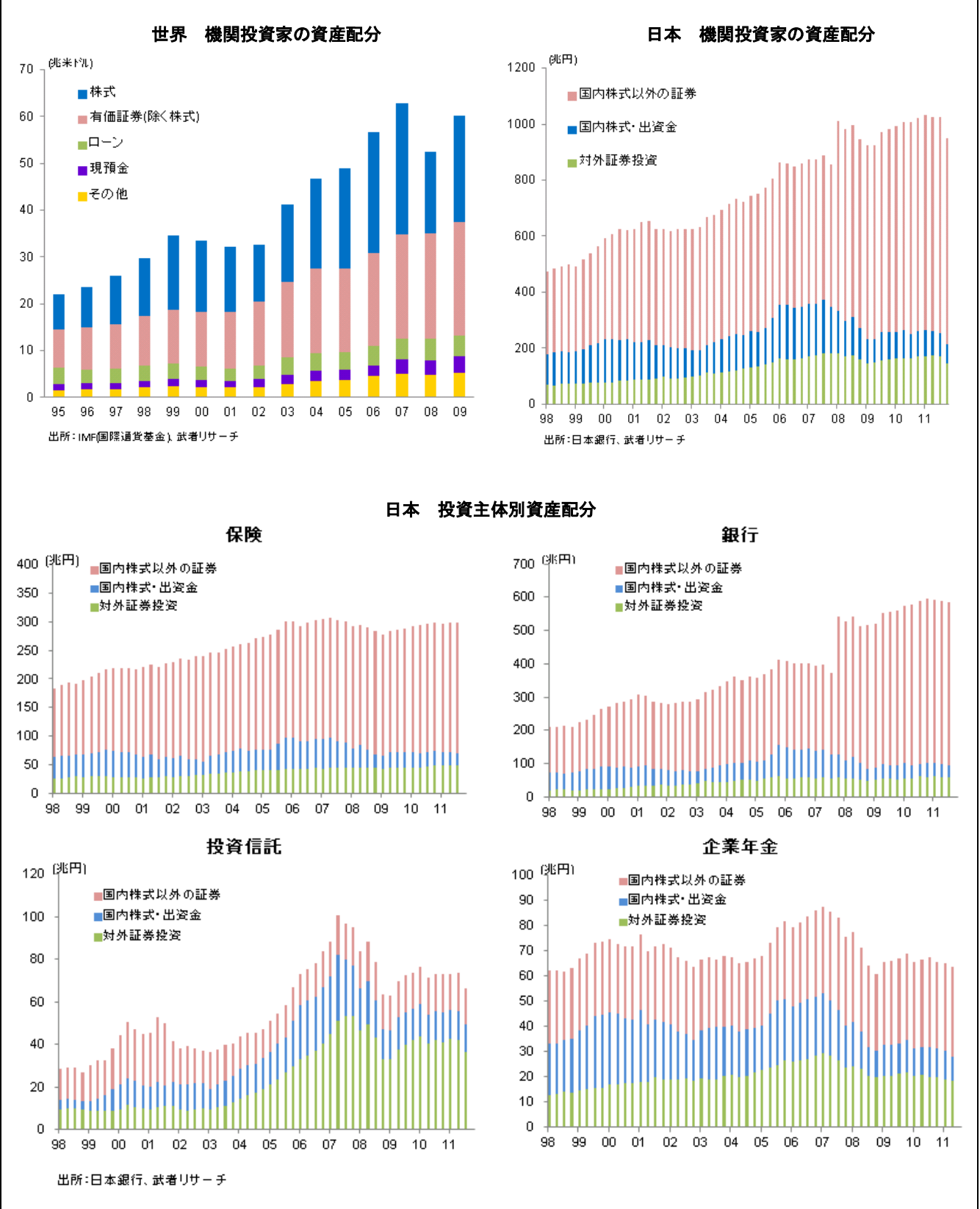
図表5：ドル実質実効為替レート推移



日本も追随へ、債券から株へ

まだ日本では金利裁定は微弱、米国ほどの金利上昇は起きていない。長期金利は昨年来のボトム0.95%からは0.1%の上昇にとどまっている。企業の社債発行も自社株買いも小さく、金利裁定を引き起こす力はない。しかし図表6に見るように、日本の投資家は異常にリスク回避偏重であり(国債をたっぷり保有)しており、株式などリスク資産の保有比率は著しく低い。従って一度リスクフリー資産(国債)からの資金流出が起き始めると極端な株高、円安を誘導する可能性があることに留意したい。

図表6：機関投資家の資産配分 世界対日本



著作権表示©2012 株式会社武者リサーチ
 本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。