

週刊 マーケットを読み解くゼミナール

2021年6月28日

講師：神代龍児

【国内は一進一退、米国は底固い動き】

今週の日経平均株価は、米金融政策に影響を与える米経済統計の発表を待ちながら、一進一退の値動きになりそうです。

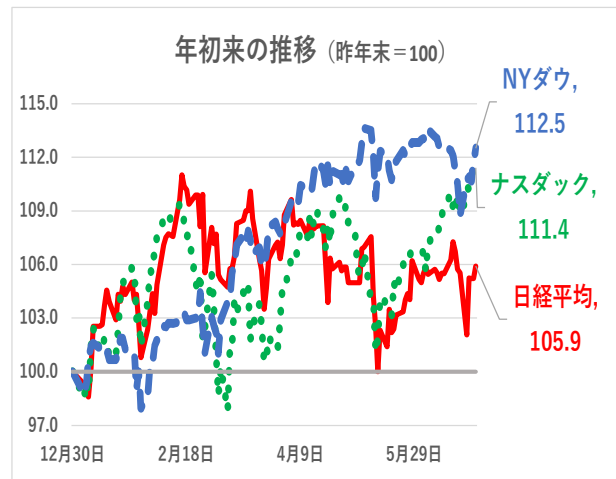
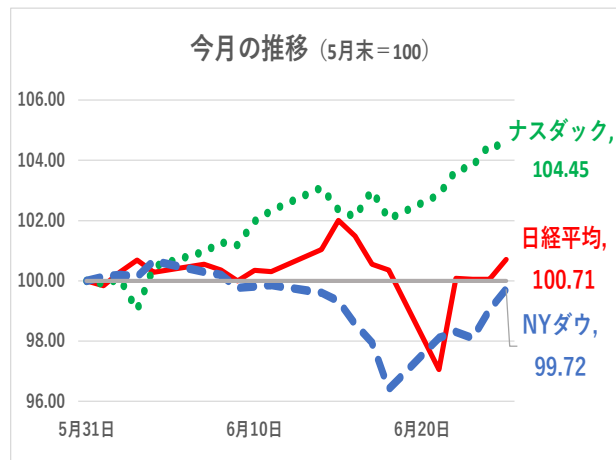
下値では、7月の4-6月期決算発表の際に、年度業績見通しが上方修正されるとの期待で押し目買いが入るでしょう。また、日銀が先週月曜日の急落時に、約2か月ぶりにETFを買い入れたことも一定の安心感につながります。

そうした中、秋に実施されるとみられる衆議院議員選挙（総選挙）に対する不透明感が、積極的な上値追いを手控える理由になりそうです。特に、新型コロナウイルスの感染が再拡大すれば与党への逆風となりかねないだけに、足下で感染者数が下げ止まりの状況を示していることが株式相場の重しとなっています。

それを示すように、今月の日米株価指数のパフォーマンス比較では、日経平均株価は中立的ではあるものの（右上グラフ）、年初来であれば、上昇する米株から徐々に引き離されている状況です（右下グラフ参照）。

一方、米国株式相場は長期金利の落ち着きと、企業決算の発表を期待して底固い値動きになりそうです。先週末に超党派の上院議員が1兆ドル規模のインフラ投資法案に合意したことが、改めて景気敏感株の押し目買いにつながっています。

そうしたなか、今週は米国でISM製造業景況指数や雇用統計など重要な経済指標の発表があり、景気拡大による早期利上げを警戒して戻り売りが増える場面が想定されます。ただ、このイベントを通じて米長期債への買い意欲の強さ（長期金利の上値の重さ）が確認される



と、金利敏感のグロース株やナスダック指数採用銘柄に改めて資金が流入する可能性があります。

< 来年末の利上げを織り込む動き >

(米雇用統計に注目)

今週の米国市場では、7月1日(木)発表のISM製造業景況指数(6月分)と、同2日(金)発表の雇用統計(6月分)を巡る思惑が、投資家の買い手控えや戻り売りにつながる場面がありそうです。この統計の結果が、7月の米連邦公開市場委員(FOMC、7月28-29日開催予定)やジャクソンホール会議(8月26-28日に米ワイオミング州ジャクソンホールで開催される予定の金融当局者会議)での具体的な政策変更につながる可能性が高いからです。

ちなみに、6月のFOMC(6月15-16日開催)の際には、連邦準備制度理事会(FRB)がハト派の姿勢を維持するとの予想を裏切り、市場参加者が思い描いていたスケジュールよりも早く利上げに踏み切る姿勢を見せたことを受けて、株式市場では緊張感が強まりました。とりわけ、これまでハト派(利上げに慎重なスタンス)として知られていたFOMCメンバーのブラード総裁(セントルイス連銀)が18日、「来年(2022年)に利上げを開始するのが適切かもしれない」との考えを示し、タカ派(利上げに前向きなスタンス)に宗旨替えしたことが株式市場にとってはネガティブ・サプライズとして、日米株価の急落をもたらしました。

その後も、他のFOMCメンバーからタカ派的な発言が相次ぎました。しかし、パウエルFRB議長が米下院での議会証言(6月22日)で、「今年秋には力強い雇用創出があるだろう」と述べるとともに、物価について「この数カ月間で顕著な上昇が起きた」と指摘する一方、物価の急上昇は改めて「一時的なものだと説明したうえで、「インフレ懸念を理由に、先手を打って利上げをすることはない」と述べ、早期利上げを否定したことが市場に安心感をもたらしました。

(すでにハト派ではない)

それでも、先週の議会証言でパウエル議長がハト派に戻ったわけではありません。他のメンバーのタカ派発言が市場に与える影響を見ながら、市場が不安定にならないように舵取りを行っているだけであり、FRBが金融正常化(本来の金利水準に向けた利上げ)の方向に船を進め始めたことは確かです。

ちなみに、議会証言の当日に、サンフランシスコ連銀のデイリー総裁が「今年末か来年初めにも量的緩和の縮小(テーパリング)を開始する環境になり得る」と指摘しています。従来はハト派でありFOMCでの投票権を持つデイリー総裁が、早ければ今年末にもテーパリングを開始する可能性に言及したことは、その1年後の2022年末に利上げが実施される可能性があることを示しています。したがって、パウエル議長の議会証言はどうあれ、市場は今年12月のFOMCでのテーパリング開始、来年12月のFOMCで利上げ開始を織り込み始めているはずです。

<パウエル議長タカ派説>

(ゼロ金利政策が許されない環境)

ところで、パウエル議長の4年の任期は来年2月までのため、バイデン大統領が通例ならば秋までにパウエル議長の続投の可否を決めることとなります。したがって、次期FRB議長席を巡るレースはすでに始まっていることとなります。

トランプ前大統領の時代ならば、パウエル議長自身が再任を望むならば、物価がいくら上がろうとゼロ金利政策を維持する必要がありました。不動産ビジネスが本業のトランプ氏は、低金利による資産価格の上昇を望んでいたはずだからです。また、共和党政権が小さな政府(財政支出を抑制し規制緩和を重視する新自由主義的な政府)を志向していることも、金融緩和政策が重視される背景にあります。

しかし、バイデン氏が大統領になり、民主党政権が大きな政府(財政拡大と規制強化)を志向する中で、FRBの役割は資産価値(土地や株値)の成長よりも、本来のFRBの責務である①物価の安定と②完全雇用の達成に戻ります。

そもそも、今年の選挙で民主党政権が誕生した理由の一つが、「経済的な格差の是正」です。したがって、富裕層に有利な資産価格の上昇に、最早FRBが組みすることはできません。換言すれば、ゼロ金利政策が肯定される環境ではなくなったということです。

(パウエル氏がインフレファイター?)

実際、パウエル議長が指摘しているように、雇用は今秋には「力強い創出」が期待されています。9月に失業保険の上乗せ給付が終了すれば、失業者が職場に戻るためです。したがって、FRBの責務②である完全雇用は近い将来に達成されるとみられます。

その一方で、FRBの責務②「物価安定」については予断を許しません。パウエル議長は議会証言で物価上昇は「一時的な上昇」と述べていますが、ブレイナード総裁は24日、秋に学校の対面授業が再開され、他の国でも経済活動の再開が進むにつれ、インフレ率が予想を超えて上昇する「具体的なリスク」が存在しているとし、インフレ加速への警鐘を改めて鳴らしています。

このような状況下でパウエル氏がFRB議長の再選を目指すならば、これまでのような市場の安定を重視する姿勢から、物価の安定に軸足を移す必要があります。実際、今月のFOMCを契機にパウエル議長はそうした空気を読んで、スタンスを変えた節があります。言い換えれば、FOMCだけでなくパウエル議長も、ハト派を卒業してタカ派にシフトしたとみるべきでしょう。

そもそもパウエル氏は共和党員であり、プライベート・エクイティ・ファンド(PE)であるカーライル・グループの共同経営者であった時期があり、マネーが富を生むシステムを擁護する立場にありました。それだけに、民主党政権の中でFRB議長の再任を目指すならば、弱者救済のために物価上昇を抑え込む姿勢を強調する必要があるはずで、とりわけ、FRB議長の承認する上院で、民主党左派の重鎮であるエリザベス・ウォーレン議員やバーニー・サンダース議員を説得するためには、「インフレファイター」のイメージが必要になるので

はないでしょうか。

(インフレ抑制が議長再任のキモか)

民主党政権下で特にインフレが問題視されるのは、それが経済的弱者に厳しい影響を及ぼすためです。

一般に、賃金の上昇スピードは緩やかです。それにもかかわらず、物価が急速に上昇すれば、家計（消費者）の可処分所得が減少します。特に、可処分所得の大半を食糧など生活必需品の購入に使わざるを得ない中低所得層にとって、インフレは増税のように生活を圧迫します。

彼らは民主党左派の支持層を構成しますので、民主党にとってインフレ対策は決して失敗が許されない政策です。それだけにインフレが早急に収束しなければ、FRB に対する国民や政権からの風当たりは強まるでしょう。

また、足下で住宅価格が急上昇していることも、米国民がアメリカンドリームの一つともいえる住宅の取得が難しくなる点で、FRB にプレッシャーがかかる要素です。ゼロ金利政策が資産価格を押し上げていることは事実だからです。

ちなみに、米住宅価格を示す S&P ケース・シラー住宅価格指数は、3月に前年同月比 13.3% 上昇。上昇率は約 15 年ぶりの大きさを記録しました。仮に、この問題を引き起こした犯人が FRB だとの疑いをもたれると、パウエル議長の再任が怪しくなります。

したがって、パウエル議長は議会で「インフレ懸念を理由に、先手を打って利上げをすることはしない」と証言はしたものの、仮にパウエル議長が議長再選を目指しているのならば、今後の状況次第では利上げに一段と前向きになる可能性は否定できません。特に、今週発表される経済指標が、引き続き米景気の力強い拡大を示す内容となれば、パウエル議長は今後、市場との対話よりもインフレ抑制への姿勢を強める可能性があります。

なお、今週発表される注目される経済指標は以下の通りです。

○6月29日（火）S&P ケース・シラー住宅価格指数（4月）：

予想（前年同月比）14.7%（前月 13.3%）

コンファレンスボード消費者信頼感指数（6月）：

予想 119.0（前月 117.2）

○7月1日（木）ISM 製造業景況指数（6月）： 予想 61.0（前月 61.2）

○7月2日（金）雇用統計（6月）：

- ・非農業部門雇用者数 予想（前月比）55.9 万人増（前月 69.5 万人増）
- ・失業率 予想 5.8%（前月 5.7%）

<米国債先物市場で読む米長期金利>

(10年債金利とヘッジファンドの建玉の関係)

ところで、利上げ観測が強まるにつれて市場金利が上昇するのが素直な動きであるにもかかわらず、現実にはそうなっていません。金利の上値が重いことが米株式市場では安心感

につながり、ナスダック指数が先週、過去最高値を更新しました。

なお、4月には1.7%台まで上昇した米10年国債利回りは今月、1.354%（6月21日安値）まで低下する場面がありました（先週末は1.524%）。

このような複雑な市場金利の動きは、景気からFRB議長人事まで、様々な要因がからみあって影響している結果と見られます。先週のレポートでは、景気見通しと長期金利の関係をご説明しましたので、今回はヘッジファンドなど大口投機家の動向から米10年国債利回りの動きを考えます。

右のグラフの上段は2017年4月以降の米10年債利回りの推移、また下段は米債券先物（10年債）市場における、ヘッジファンドなど大口投機家の建玉（買い建玉から売り建玉を引いたネットポジション）を示しています。

まず、グラフの上段と下段に示した矢印①と同②のケースは、次のように説明できます。なお、ここでは「利回り」を「金利」と呼びます。

- ① 10年金利の上昇（10年債価格の下落） & 先物売り建玉の増加（先物売り）
- ② 10年金利の低下（10年債価格の上昇） & 先物売り建玉の減少（先物買戻し）

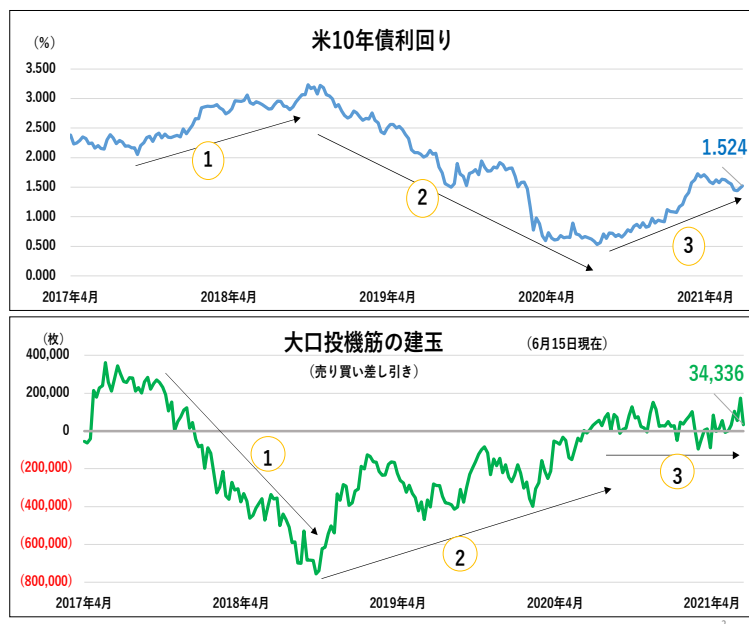
まず、①のケースでは、債券価格が下落し金利が上昇しています。このとき、ヘッジファンドは債券先物の売り建玉を積み上げていました。したがって、①のケースでは、ヘッジファンドの売りが金利上昇をリードした格好です。

また、②は金利が低下していますが、これは債券に買いが入り債券価格が上昇したためです。すなわち、ヘッジファンドが債券先物を買戻したことで、債券価格が上昇し、金利が低下しました。

①と②のケースは、ヘッジファンドの先物市場での行動と、米長期金利の動きが整合的（つじつまの合う動き）でした。

しかし、昨年秋に始まった米長期金利の上昇局面である③では、ヘッジファンドの動きははっきりせず、売り買いが交錯している状況です。

<米10年国債利回り / 同先物建玉の推移>



③ 10年金利の上昇（10年債価格の下落）& 先物の建玉は売り買い交錯

したがって、③の金利上昇は、現物投資家（年金などの機関投資家）の債券売りが主導したものとみられます。バイデン政権が誕生したことを受けて、巨額の財政出動が実施されれば、大量の国債が発行される（国債市場の需給が悪化する）との懸念が強まったことを受けて、機関投資家は保有する国債の値下がり警戒して持ち高整理の売りを活発化させたとみられます。

（機関投資家は永遠の買い主体）

しかし、足下で機関投資家は一転して、米10年債の押し目買いに動いているように見えます。その主な理由は次の2点です。

- ・バイデン大統領が打ち出したインフラ投資計画が縮小傾向にある。

当初は2.3兆ドル規模といわれた同計画が1兆ドル規模まで減額されて審議中。

- ・金利引き上げ時期が早まることで、今回の景気回復サイクルのピークアウトが早まる。

そもそも、機関投資家は増え続ける巨額の運用資金の投資先として、米債市場は欠かせません。したがって、機関投資家はよほどのことがない限り、米債券の売り主体ではなく買い主体です。したがって、債券価格の水準訂正が一巡すれば、機関投資家の買いは改めて活発化します。

（低金利下の株高がメインシナリオ）

そうした中、大口投機家が先物市場で目立ったポジションを取らないのは、金利の水準訂正がひとまず終了した後の展開が読み切れないためでしょう。

今年大口投機家の建玉を見ると、最大の売り越しポジションでも、3月2日の95,611枚にとどまります。2018年9月には75.6万枚の売りポジションであったことを考えると、ヘッジファンドは金利上昇（債券価格の下落）が限定的と見ているようです。

一方、今年最も大きく買いポジションを膨らませたのは6月8日で、173,420枚でした。3月の売り越しに比べて2倍近い買い越しになっていたことを見ると、彼らは一旦、金利低下（債券価格の上昇）を期待していました。しかし、翌週には買いポジションを34,336枚（6月15日）まで縮小しており、一時的な金利低下に賭けただけとも映ります。

それでも、大口投機家のポジションは、先のグラフの通り、昨年夏以降は買いポジションの場面が多く、彼らのメインシナリオは趨勢的な金利低下（債券価格の上昇）ないし低金利状況の継続（債券価格が底固く推移）ではないかと考えられます。

したがって、ナスダックを中心とした金利に敏感な株式に関しても、ヘッジファンドなどの大口投機家の姿勢は「買い（低金利下の株高傾向）」がベースであるとみられます。

<国差標準での投資軸—トヨタ1万円の意味>

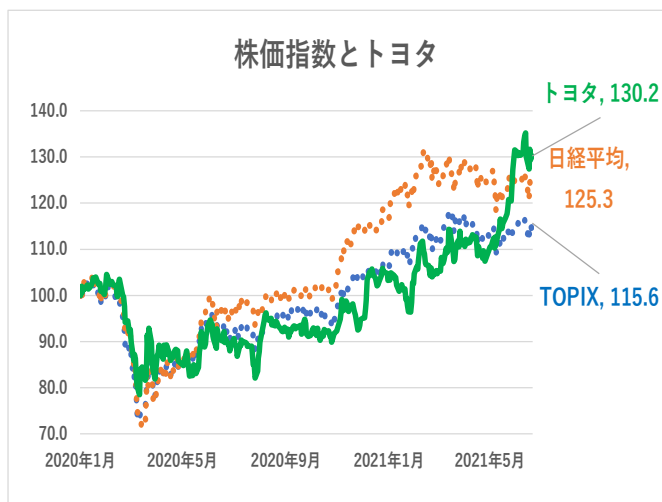
トヨタ自動車<証券コード7203>は、日本企業では最大の時価総額（32兆1,372億円）を誇り、日本の株式市場だけでなく、日本の製造業の代理変数ともみなされています。実際、

トヨタ株と TOPIX の相関係数は 0.88、トヨタ株と日経平均株価の相関係数は 0.83 であり（昨年初からの日足データによる）、相場全体の動きとトヨタ株の動きにはかなり高い連動性がみられます。

したがって、日本株全体を語ることとトヨタを語ることが同値のようですが、実際にはトヨタのパフォーマンスが株価指数を大きく上回っています（グラフを参照）。

昨年の年初からの先週末までの上昇率は以下の通りです。

TOPIX	15.6%
日経平均	25.3%
トヨタ	30.2%



とはいえ、トヨタが両指数をアウトパフォームし始めたのは、ごく最近のことです。4月末の段階では、昨年初からの騰落率は以下の通りでした。

TOPIX	11.8%
日経平均	24.2%
トヨタ	7.4%

トヨタの上昇率は TOPIX を大きく下回り、日経平均の 3 分の 1 にも満たない状況でした。したがって、5 月以降にトヨタ株は急上昇したことになります。

その理由について、市場ではトヨタの決算発表（5 月 12 日）が好感されたためとみられています。その主な内容は以下の通りです。

- ・ 22 年 3 月期業績の会社予想が堅調。
- ・ 10 月に 1:5 の株式分割を予定。
- ・ 上期に 2,500 億円の自己株式を取得。
- ・ 2030 年までに電気自動車（EV）を 200 万台販売予定。

この発表を受けてトヨタ株（終値）は、4 月 30 日の 8127 円から大きく上昇して 1 万円の大台を超え、一時 10230 円（6 月 17 日）まで上昇しました。ただ、その後は 1 万円を割り込み（先週末の終値は 9849 円）、1 万円という節目が上値抵抗線として意識される格好です。

企業業績という観点では、決算発表から 1 か月以上が経過したことで、株価にひとまず織り込まれたとみられます。ただ、世界の中のトヨタ株の立ち位置と言う観点で見れば、違ったシナリオが考えられます。

そのポイントは時価総額です。トヨタの時価総額はドル換算で 2900 億ドルに達し、米市場の時価総額ランキングで 22 位のウォルト・ディズニー<DIS>に迫っています。

実は、時価総額が大きくなればなるほど、巨額の運用資金の受け皿となります。先述の「機関投資家にとって米 10 年国債への投資が不可欠」と同じ文脈であり、ワールドクラスの時価総額企業は、巨額の資金を運用する投資主体が外せない投資対象です。

同時に、ETF などのインデックス運用の多くは、時価総額が大きくなればそれだけ多くの投資資金が配分されるために、時価総額が大きくなることが一段の時価総額の上昇を促す要因にもなります。

トヨタに次ぐ時価総額の日本企業は、ソニーグループ<6758>が 13 兆 6,824 億円、ソフトバンクグループ<9984>が 13 兆 6,647 億円、キーエンス<6861>が 13 兆 5,199 億円なのですが、トヨタからは大きく引き離されています。言い換えれば、トヨタには、巨額の運用にかなう、国際標準（グローバルスタンダード）で注目される特別な存在になってきたといえそうです。

したがって、トヨタは日本市場の代理変数とか、日本の自動車産業という範疇と異なる観点での評価（巨額の時価総額＝巨大な流動性を持つ投資対象）が始まりそうです。GAFAM が巨大であればあるほど投資資金が集まる図式です。まず、トヨタ株が 1 万円の大台を確保していけるかどうか、グローバルスタンダードの投資対象として再認識される分水嶺になりそうです。

-to be continued-

ご留意事項

- ・本資料は、経済分析の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資判断に資することや投資勧誘を目的としたものではありません。
- ・投資判断の最終決定は、お客様ご自身の責任と判断でなさいますようお願いいたします。
- ・本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されておりますが、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。
- ・本資料に示された意見や予測は、作成時点での見通しであり、今後予告なしに随時変更することがあります。
- ・本コラムの著作権は筆者にあり、無断のコピーや転載は固くお断りします。