

2014年3月13日

米国長期金利と米企業業績のコリレーションについて

(米企業業績は長期金利の良いフォワード・ルッキング指標)(サマリー版)

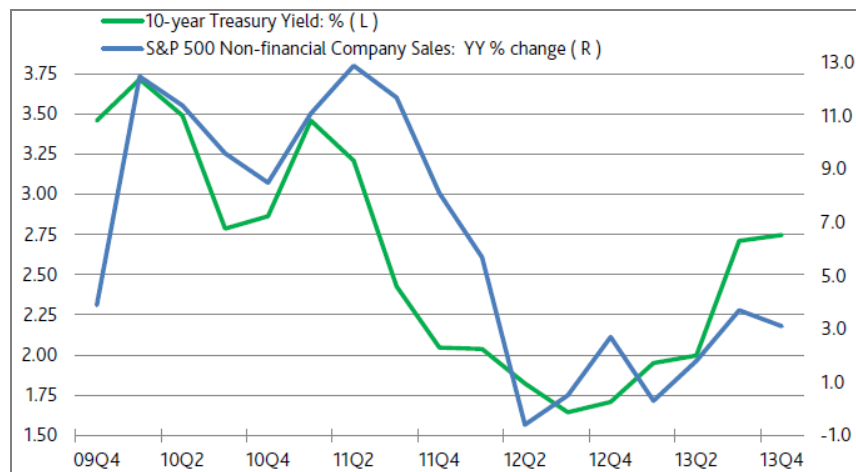
ムーディーズ・アナリティクス
ディレクター
水野 裕二
yuji.mizuno@moody.com

米国債イールドは米国GDPよりも企業収益との間で非常に高いコリレーションを示している

- 現在の景気回復において、企業収益の成長率はGDP成長率を大きく上回っている。2009年以降、10年米国債イールドはS&P500の非金融企業の売上変化率（年）との間に非常に強いコリレーションを示している。一方、米国名目GDP変化率（年）との間にはマイナス0.46という、当惑するほどつじつまの合わないコリレーションが示されている。

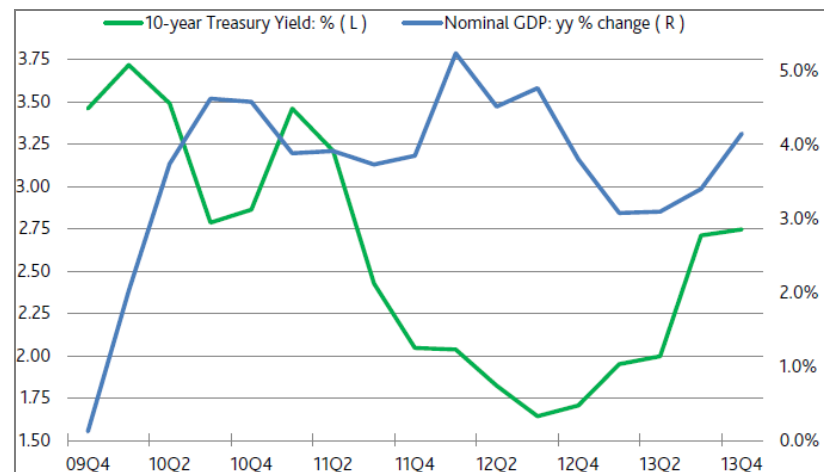
【10年米国債イールドとS&P500非金融企業の売上変化率】

非常に高いコリレーション



【10年米国債イールドと名目GDP変化率】

ネガティブかつ弱いコリレーション



低い経済成長かつ政府歳出減少の環境下で大手企業の業績による長期金利への影響度が増加している

- クレジット市場とFEDのいずれも、S&P500企業(非金融)の営業利益の方が米国GDP統計よりも、米国のインフレ率、雇用統計、資本支出などに関するフォワード・ルッキングな統計として有用だと考えているようだ。
- それは、米国政府が予算上の制約を受けて歳出を増大できない環境下で、企業による支出が経済活動を活性化させるドライバーとして、相対的に重要度を増しているからである。
- 過去平均を下回る緩やかな売上・営業利益の成長は、米国経済は今よりも高い負債コストに耐えられるほど強くはないことを示唆している。売上とコア収益の成長率が過去平均を下回り、売上が目標を下回る状況では、企業は雇用増加・賃金引き上げや新規投資をためらうだろう。
- また、企業売上の伸び率の緩やかさによって、将来の利益やリターンに関するアップサイドへの期待感は弱いものになるだろう。企業業績のリスク調整後リターンの将来見込みが弱いものになるにつれ、米国債イールドも低くなるだろう。株式のリスク調整後の長期期待リターンが十分に低いとすれば、3%以下の10年国債イールドも長期投資家にとって魅力的に見えることになる。

米国企業の業績は米国GDPよりもグローバル経済状況をより強く反映している

- さらに、S&P500企業(非金融)の売上・営業利益の年変化率は、米国名目GDPの変化率よりも正確にグローバル経済の状況を捕捉している可能性がある。企業売上の低迷が、主要な新興国経済の成長が予想よりも低いことに起因しているということも理由の1つである。
- 2009年以降、10年米国債イールドとS&P500企業(非金融)の営業利益の年変化率の間には強いコリレーション(0.83)が見られている。他の条件が全部同じだと仮定すると、現在の景気回復状況によれば、10年米国債イールドが3%以上になるとすれば、非金融企業の営業利益の年成長率は10%以上でなければならない。2013年Q4に年率6.1%の成長を示した後、市場のコンセンサスはS&P500企業(非金融)のコア収益の年成長率は2014年Q1に2.1%にスローダウンし、2014年Q2-3に平均9.3%に回復する、というものである。したがって、10年米国債イールドは2014年Q1までは「四半期を通じて平均3%」という水準に達することはないと思われる。

逆に、企業業績の低迷から米国債イールドはもっと低くなっても良いという見方もある

- コア・ビジネス売上(エネルギー販売を除く)が回復の道のりから外れてしまっていることについては、米国債イールドは(高くなるべきという意見とは逆に)もっと低くなって良いのでは、という方向の議論がある。2010-11年に10年米国債イールドが平均3.0%で推移した際、コア・ビジネス売上は平均して年8.1%の伸びを示した。最近のコア・ビジネス売上(3ヶ月移動平均)は2013年10月の4.6%から、2014年1月予測の3.5%まで低下している。仮に、10年米国債イールドが3%以上にとどまることになるとすれば、コア・ビジネス売上は最低でも5%を維持しなければならない。

中国による貿易収支増加と共に米国債購入が増加する可能性

- 中国の国内経済がスローダウンしていること、および、人民元が対米ドルで下落していることにより、中国の対米貿易収支が拡大する可能性がある。これに起因して(増加した米ドルの使い道として)中国による米国債購入が増加する可能性がある。
- また、米ドルが人民元を含む他通貨比で上昇することにより、外国人にとっての米国債の期待リターンが増大する。その点、スペイン国債やイタリア国債が3.4%台まで(一挙に)買われてきたのは非常に印象深い。ただし、長期的な観点から言えば、ユーロは米ドルに比べて過大評価されている面があるが。

著作権表示(C)2014年Moody's Analytics, Inc. 並びに（又は）ムーディーズのライセンサー及び関連会社（以下、総称して「ムーディーズ」といいます）。無断複写・転載を禁じます。

ここに記載する情報はすべて、著作権法を含む法律により保護されており、いかなる者も、いかなる形式若しくは方法又は手段によっても、全部か一部を問わずこれらの情報を、ムーディーズの事前の書面による同意なく、複製その他の方法により複製、リパッケージ、転送、譲渡、頒布、配布又は転売することはできず、また、これらの目的で再使用するために保管することはできません。ここに記載する情報は、すべてムーディーズが正確かつ信頼しうると考える情報源から入手したものです。しかし、人的及び機械的誤りが存在する可能性並びにその他の事情により、ムーディーズはこれらの情報をいかなる種類の保証も付すことなく「現状有姿」で提供しています。ムーディーズはいかなる状況においても、またいかなる者又は法人に対しても、以下の(a)及び(b)について一切責任を負いません。(a)これらの情報の入手、収集、編纂、分析、解釈、伝達、公表又は配布に関する誤り（過失によるか、その他の原因によるかを問わない）又はその他の状況若しくは偶発事象（ムーディーズ又はその取締役、役職員若しくは代理人の支配力が及ぶか及ばないかを問わない）に（全部又は一部を問わず）起因し、由来し、又は関係する損失又は損害。(b)ムーディーズが事前に当該損害の可能性について助言を受けていた場合においても、これらの情報の使用により又は使用が不可能であることにより発生する、あらゆる種類の直接的、間接的、特別、二次的、補償的又は付随的損害（逸失利益を含むがこれに限定されるものではない）。ここに記載される情報の一部を構成する格付、財務報告分析、予測及びその他の見解（もしあれば）は意見の表明であり、またそのようなものとしてのみ解釈されるべきものであり、これによって事実を表明し、又は証券の購入、売却若しくは保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、（明示的、黙示的を問わず）いかなる保証も行っていません。各格付その他の意見は、ここに記載される情報の利用者が、又はここに記載される情報の利用者のために、投資判断を行う際のひとつの要素としてのみ考慮されるべきものであり、したがって、かかる各利用者は、購入、保有又は売却を検討する各証券並びにかかる各証券それぞれの発行者及び保証人並びに信用補完の提供者について、自ら研究・評価しなければなりません。この文書のオーストラリアでの発行は、Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972（オーストラリア金融サービス認可番号383569）のオーストラリア金融サービス認可に基づき行われます。この文書は2001年会社法761G条の定める意味における「ホールセール顧客」のみへの提供を意図したものです。オーストラリア国内からこの文書に継続的にアクセスした場合、貴殿は、ムーディーズに対して、貴殿が「ホールセール顧客」であるか又は「ホールセール顧客」の代表者としてこの文書にアクセスしていること、及び、貴殿又は貴殿が代表する法人が、直接又は間接に、この文書又はその内容を2001年会社法761G条の定める意味における「リテール顧客」に配布しないことを表明したことになります。