

KAMIYAMA Reports vol. 62

金利上昇は株価下落を意味していない

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹

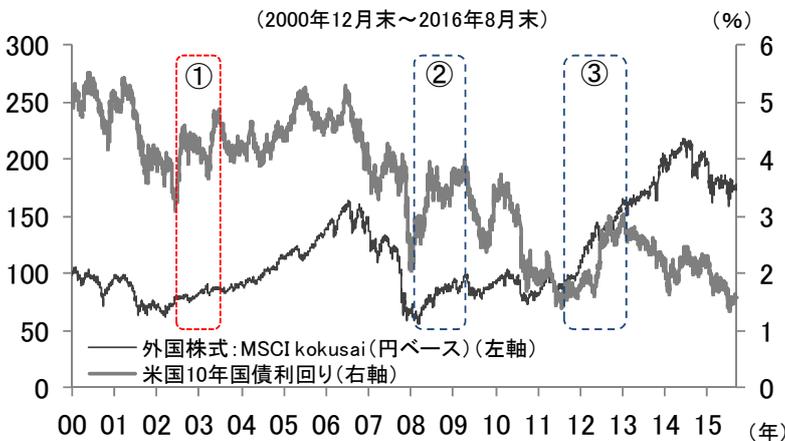


- 金利上昇時に株価が下落する、とは限らない
- 米金利が上昇したケースの分析: 世界の株式は上昇、世界の債券はあまり下がらなかった
- 今回は「良い金利上昇」が来るだろう

金利上昇時に株価が下落する、とは限らない

FRB(米連邦準備制度理事会)は9月に利上げしなかったものの、12月に利上げするとの見方が多い。投資家は、米利上げに伴う資金の流れの変化を警戒するあまり、リスクを取らないほうが良いのでは、という気持ちになることもあるようだ。もちろん、米国が15年12月に利上げしたことは、リーマン・ショック以降、主要国で初めての利上げと言えるし、新興国への資金フローの変化に対する懸念もあり、その心理は理解できる。

米金利が上昇したケース



※外国株式は、起点を100として指数化
上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。
(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

しかし、2000年以降、米国の長期金利が上昇した3つのケースを分析すると、意外にも世界の株式の上昇と同時であったことが分かる。また、為替の動きとは強い関係性は見られず、世界の債券のパフォーマンスが悪くなったのは3回のうち1回であった(下表参照)。

理論的には、特に奇妙ではないこれらの結果をよく見直せば、投資家は金利上昇を恐れずに、長期的な見通しを持つように心掛ける方が良いのではないだろうか。

米金利が上昇したケースの分析: 世界の株式は上昇、世界の債券はあまり下がらなかった

一般に、金利上昇は株価下落を意味していない。また、金利上昇で債券価格は下落するが、価格の下落分を金利収入である程度カバーすることが可能となり、全体のパフォーマンスへの影響は限定的な場合が多かった。

時期	日本株式 変化率	日本債券 変化率	外国株式 変化率	外国債券 変化率	米国金利 変化幅	米ドル(対円) 変化率	ここでは、①03年6月~04年6月、②09年1月~10年4月、③12年7月から14年1月の3つの時期を、米国の長期金利の上昇局面として分析する。
①	35%	-4%	12%	-5%	1.68%	-6%	
②	17%	2%	37%	6%	1.50%	1%	
③	86%	2%	89%	44%	1.58%	34%	

日本株式: TOPIX 日本債券: NOMURA-BPI 総合 外国株式: MSCI kokusai (円ベース)
外国債券: シティ世界国債 (除く日本、円ベース)

■当資料は、日興アセットマネジメントが投資環境などについてお伝えすることなどを目的として作成した資料であり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目録見書)をご覧ください。

それぞれ期間が異なるため、単純にリターンを比較することはできないが、いずれのケースにおいても、米国の長期金利が1.5~1.7%ポイント程度上昇する中で、株式が上昇し債券が下落したのは3回のうち1回、為替は円安米ドル高が3回のうち2回となった。

株式のバリュエーション理論では、リスクフリーレート(無リスク金利、一般に国債利回り)と利益成長率の双方に期待インフレ率が含まれるので、期待インフレ率と金利がおおむね等しいとみなす限り、インフレ期待による金利の変化は株価評価に影響しない。金利が上昇すれば株価は下がるという誤解が、グリーンズパン氏がFRB議長の際に広まったことはあるが、短期的な市場の受け止め方は別として、長期的に「金利上昇＝株価下落」ではない、といえる。

為替については、内外金利差(米ドル(対円)の場合は日米金利差)が為替水準に影響を及ぼす。米国の金利上昇ほど日本の金利は上昇しないことが多いので、米国の金利上昇は円安米ドル高になりやすい(②と③)。

債券のパフォーマンスは、①ではマイナスとなったが、②と③ではプラスであり、債券価格が多少下落しても金利収入である程度カバーすることもあり、大きな損失を覚悟する必要もなさそうだ。

もちろん、これらの分析はわずか3回のことであるし、米国の政策金利が上昇したのはリーマン・ショック後初めてであるため、ここで取り上げた3つのケースとは異なる可能性もある。しかし、過去を分析してみると、金利上昇が金融市場を揺るがすと必ずしも決めつける必要はないことが分かる。

今回は「良い金利上昇」が来るだろう

しばしば市場参加者は、金利上昇を「良い金利上昇」と「悪い金利上昇」に分類する。悪い上昇には二つある。ひとつは、中央銀行が「景気を冷やす」ことを目的として意図的に政策金利を引き上げることにより、市場金利が上昇する場合だ。株価は下落しやすく、金融市場は荒れやすくなる。もうひとつは、発行体の国が政治不安による徴税能力喪失などで信用が低下し、金利上昇する場合だ。通常、その国の景気が悪い時に信用が失われやすいので、市場はダブルで傷んでしまう。このような場合も、株式市場は下落しやすい。

良い金利上昇とは、景気の改善で資金需要が増大する局面で、中央銀行が経済状況に合わせて政策金利を引き上げる場合だ。リーマン・ショック後の米国における長期金利上昇は、中央銀行の政策金利引き上げには至らなかったとはいえ、おおむね金融市場参加者が景気改善を期待して起こっている。また、利益拡大期でもあり、株価は上昇しやすい。相対的に他国よりも景気回復が先行する(今回の米国のような)ケースでは、為替も強くなりやすい。金利上昇の背景にはインフレ期待の上昇もあるだろう。この場合、賃金が上昇しやすいので、強い為替とともにその国の企業の収益を抑える方向にも働くが、賃上げと強い為替は消費者の購買力を高め、他国への景気拡大に寄与する。

米国の労働市場の改善や賃金上昇は、(9月に行なわれたFOMC(米連邦公開市場委員会)後のイエレン議長のコメントにもあるように)まだ終わったとは言えない。賃上げは米国の消費に十分に反映されていないが、リーマン・ショックの心理的な傷が癒えつつあるといったアンケート結果などを背景に、17年にかけてさらに米国の消費と輸入の拡大が期待できる。日本や欧州からの部品や機械を使って中国で消費財の生産・輸出が伸びることになれば、世界に好景気の波が拡散することになるだろう。17年以降、世界的に良い金利上昇の流れが広がることを期待している。

PDFファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。
また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official