

KAMIYAMA Reports vol. 104

再掲：金利上昇は株価下落を意味しない

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



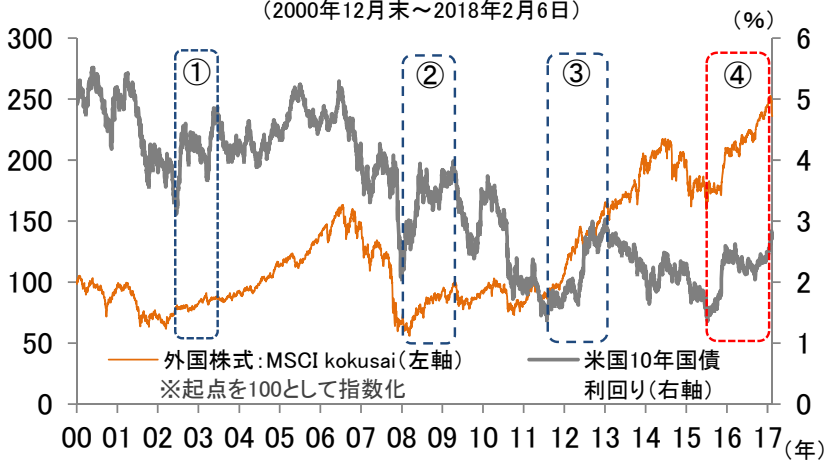
- ・ 金利上昇時に株価が下落するわけではない
- ・ 米金利が上昇したケースの分析：世界の株式は上昇、債券はあまり下がらなかった
- ・ 2018年のボラティリティは2017年よりも高そう

金利上昇時に株価が下落するわけではない

2018年1月5日付 KAMIYAMA Reports で「初夢：2018年は居心地の良い環境」で述べたが、2月に入って居心地の良さが失われ、「インフレだけが進行してしまう懸念の高まりが債券を売って現金化する動きにつながり、債券からの急激な資金逃避が起こる場合は注意が必要だ」と書いた部分が重要になってきた。この懸念は2016年秋に経験済み(16年10月18日付 KAMIYAMA Reports「金利上昇は株価下落を意味していない」)だが、改めて考えてみたい。当時の市場参加者は、FRB(米連邦準備制度理事会)の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ったようだった。

金利が上昇したケース

(2000年12月末～2018年2月6日)



(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)
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。

2000年以降の4つのケース(利上げはないが長期金利が上昇した3つのケースと、利上げもあり長期金利も上昇した今回のケース)を分析すると、意外なほどにいずれも株価の上昇と同時であったことが分かる。さらに、為替の動きとは強い関係は見られず、外国債券のパフォーマンスが悪くなったのは4回のうち1回であった。(次頁参照)

2月2日の米国における金利上昇や「恐怖指数」(VIX)の急上昇などの後、米国をはじめ日欧などの株価も急落したが、これまでの経験からは、「一般に、金利上昇が株価下落を意味するのではない」ということだ。

では、何が問題だったのか。そもそも金利上昇の理由は、米国時間の2日朝に発表された雇用関連統計で、予想外に高い賃金上昇率が示されたことだった。賃金上昇率はリーマン・ショック後初めて前年同月比2.9%増の水準に達し、同3%増程度であったリーマン・ショック前の水準に戻るかもしれない、と市場の一部は思い始めた。ちなみに、リーマン・ショック前(07年前半)の米長期金利は4.5%程度であった。そう考えると、米長期金利が2.7%程度だった金利が一夜にして2.8%程度に上昇しても、それほどおかしくはない。つぎに、金利上昇で株価下落した理由は何であったのか。それは、「思いのほか」利上げのスピードが速くなることを市場が嫌ったのだ。どんな「思いのほか」も市場は嫌う。多くの識者が、企業収益や経済の見通しはしっかりしていると述べるのは、多少「思いのほか」利上げが速くならう

と市場金利が上昇しようと、経済全体を悪化させるほどに中央銀行が悪意をもって金融引き締めを実施する、と考える理由は見当たらないからだ。仮に景気が悪くなれば、米国の利上げスピードは遅くなるだろう。

米金利が上昇したケースの分析：世界の株式は上昇、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できるので、パフォーマンスへの影響は限定的な場合が多かった。改めて①から④の4つの時期を、米国の長期金利の上昇局面としてみてみよう。

時期	(期間)	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
①	03/6/10～04/6/14	35%	-4%	12%	-5%	1.68	-6%
②	09/1/5～10/4/5	17%	2%	37%	6%	1.50	1%
③	12/7/24～14/1/9	86%	2%	89%	44%	1.58	34%
④	16/7/8～18/1/31	57%	-4%	48%	12%	1.35	8%

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：FTSE 世界国債 (除く日本、円ベース)

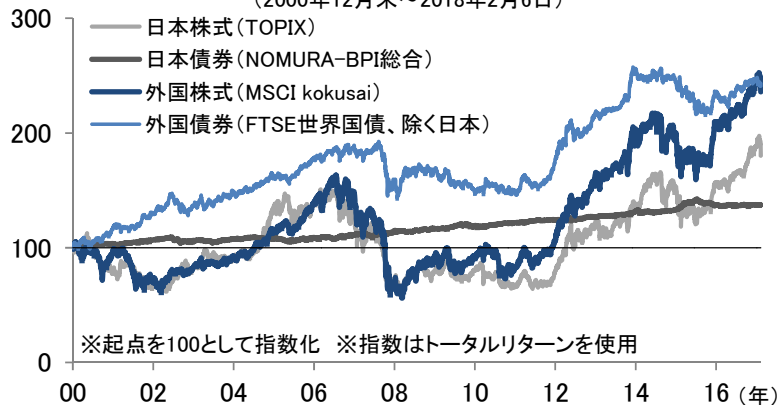
それぞれ①265日、②326日、③383日、④409日、と期間が異なるため、単純にリターンを比較することはできないが、いずれのケースにおいても、米国の長期金利が1.3～1.7%ポイント程度上昇する中で、株式は4回とも上昇、為替は円安米ドル高が4回のうち3回となった。金利上昇にもかかわらず債券指数のパフォーマンスが思いのほか悪くないのは、金利上昇が緩やかで、債券価格下落分の多くを金利収入の改善で賄えたことによる。

2018年のボラティリティは2017年よりも高そう

2018年は、2017年よりもボラティリティが高い年になるとみている。2017年はまさに『適温相場』であり、景気が良い割りに賃金が上がらず、企業が利益を伸ばしても、インフレになりにくかったため、金利上昇を恐れなくても良かった。金利上昇を恐れるのは投資家だ。投資家は、インフレ期待が高まると企業活動がさらに活発になる、という長期的な良い面を忘れて、「インフレ→高金利→設備投資資金の調達難」であるとか、「高金利→市場資金の債券などへの滞留」などと、自ら短期的なストーリーを作って心配する。しかし、長期投資の観点からは、リーマン・ショック以降の長いデフレ懸念から世界経済がついに脱却することは極めて画期的で、企業活動が正常化する時が来た、と考えるべきだ。

主要4資産(円建て)のパフォーマンス

(2000年12月末～2018年2月6日)



(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)
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。

2018年は、米国がリードする景気改善と貿易の活発化で、世界経済の拡大が続くとの見方に変わりはない。市場は、物価上昇・金利上昇を昨年よりも気に病む恐れがある(それゆえFRBや日銀総裁の発言などが重く扱われやすくなる)が、中央銀行が成長トレンドを壊そうとする恐れはまずない。現時点で、日経平均株価の年末水準を25,500円とみており、4～5月の本決算発表時に投資家の利益改善への自信は増すだろう。日米の金利も上昇するとみているが、物価上昇に見合った金融政策の正常化の一環にすぎないとみている。

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