

ストラテジストの眼 Vol.26

米国長期金利と株式市場の関係を考える

前回の「ストラテジストの眼」では、足元の米長期金利の上昇が株式市場の大幅下落にはつながらないと予想しました。これまで、長期金利が5%を超えるまでは、金利上昇が株価にプラスだったように、今回の金利上昇局面でも、もうしばらく金利上昇とともに株価が上昇する展開が継続すると予想しています。

長期金利の上昇を受けて株式市場は大幅調整

2月初め以降、世界の株式市場は米長期金利の上昇を引き金に一齐に調整局面を迎えました。2月7日の「ストラテジストの眼」では、現在の米国経済は「適温経済」からは脱したものの、依然として景気過熱・インフレ過熱の域には達しておらず、足元の金利上昇が株式市場の大幅下落にはつながりにくいと結論付けました。今回のレポートでは、過去の米長期金利と株価の関係を振り返り、どの水準までの金利上昇なら株式市場にとってプラスで、どの水準を超えるとマイナスになるかを定量的に分析しました。

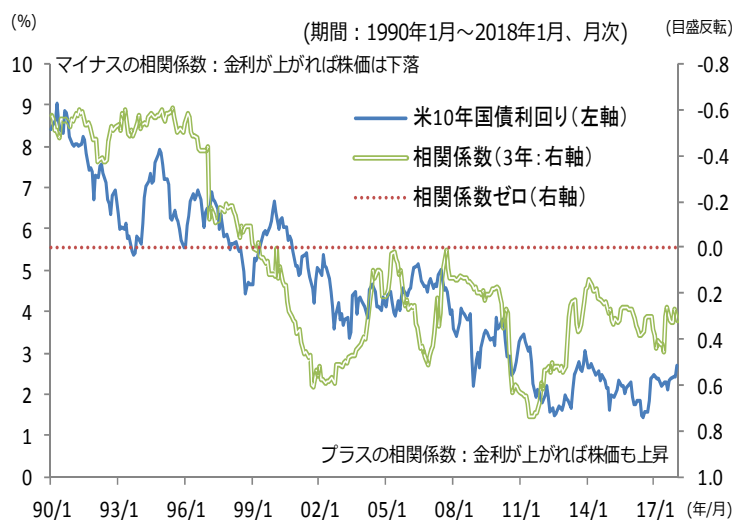
長期金利5%が株高と株安の分岐点

教科書的には金利上昇は株式益回りの上昇（株価収益率：PERの低下）を通して株価にマイナスの影響を与えると考えられています。

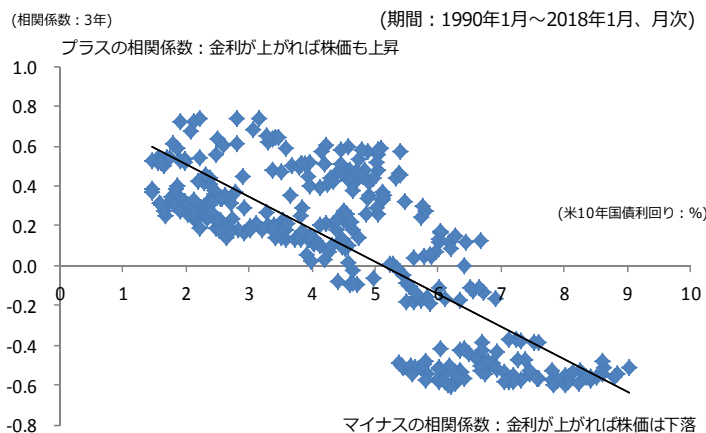
しかし、実際には米長期金利と米国株式の相関は一定ではありませんでした。長期金利の水準によっては、金利が上がれば株価が下がるケースもあれば、金利が上がっても株価が上昇するケースもありました。90年以降の「米長期金利の水準」と「米長期金利と株価の動きの相関係数(*)」の関係を振り返ると、概ね2001年以前の長期金利が5%を上回っていた時期の相関係数はマイナスでしたが、長期金利が5%を下回る2002年以降は相関係数がプラスに転じました（図表1,2）。相関係数がマイナスの時期（2001年以前）は長期金利が上昇すれば株価が下落し、相関係数がプラスの時期（2002年以降）には金利が上昇すれば株価も同時に上昇しました。

概ね長期金利が5%を上回る水準では、金利上昇が景気過熱やインフレ過熱をイメージさせ株価の下落を招きましたが、5%を下回る水準では、金利上昇が景気の回復・拡大や企業収益の拡大を連想させ株価を引上げたと考えられます。翻って、これまで2週間の動きを振り返れば、長期金利の上昇が株価下落の引き金になりました。過去の実績から推定すれば長期金利が5%を超えてはじめて起こる事象（金利上昇と株価下落の組み合わせ）が、長期金利が3%にも満たない段階で起こったことは異例と行うことができるかも知れません。

図表1 米長期金利、米国株式と米長期金利の相関係数



図表2 同 散布図



*米10年国債利回りの前月比変動幅とS&P500の前月比騰落率の前後1.5年（3年間）の相関係数
（図表1-2の出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

実際の分岐点は3.8%程度！

この経験則に従えば、米長期金利が5%を上回るまで、金利上昇と株価下落は同時進行しないこととなりますが、足元のマクロ・市場環境を勘案すれば、この仮定が現実的とは思えません。リーマン危機前に比べれば、現在の米国経済の実力（潜在成長率）は著しく低下しており、長期金利が5%に到達するのを待つまでもなく、景気やインフレが過熱することが想像されるからです。リーマン危機前の潜在成長率（約3.2%）と現在の潜在成長率（約2%）の差である1.2%を5%から引いた3.8%程度が景気・インフレを過熱させる分岐点になると考えています。つまり、今回の金利上昇局面では、3.8%を超えて長期金利の上昇が続けば、米国株式が下落基調に転換する可能性が高まりますが、それまでは金利上昇が株価下落に結びつく可能性は低いと考えています。

今後6カ月程度の米国株式は、足元の調整をこなせば、株価の振れ（ボラティリティ）が高まり、短期的な上下動を繰り返しながらも下値を切り上げる展開に移行すると考えます。さらにその先を見通せば、長期金利が3.8%まで上昇する前に、連邦準備制度理事会(FRB)の利上げを背景とした次の景気後退を織り込む形で、株価が下落に転じる可能性があると考えます。

同じパターンをたどった日本株式

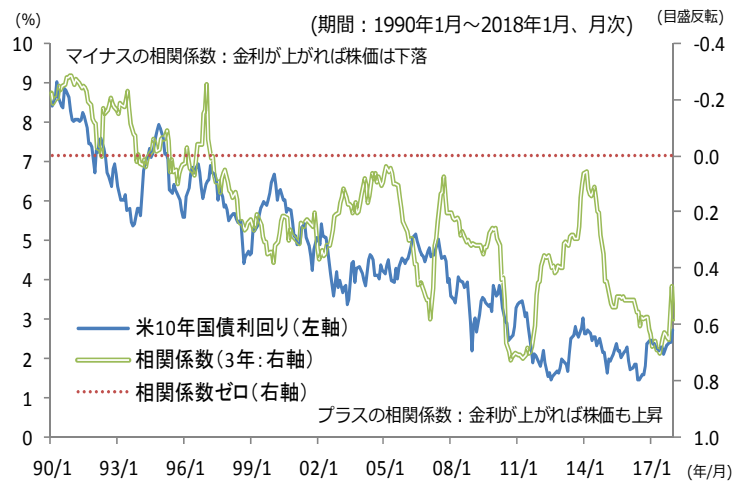
日本株式と米長期金利の相関係数(*)も、米長期金利の水準の影響を色濃く受けてきました（図表3,4）。

概ね米長期金利が7%を下回る水準では、日本株式（TOPIX）は米長期金利とともに上昇し、7%を上回る水準では米金利上昇はTOPIXの下落を招きました。日本の長期金利はマクロ経済要因だけでは決まりにくく、米長期金利が世界経済の体温計だと考えれば、景気敏感銘柄を多く含む日本株式が国内長期金利よりも米長期金利の影響を受けてきたことも納得できます。また、日銀の金融政策が常にFRBの利上げに運行してきたことを考えれば、分岐点となる長期金利の水準が米国株式より高いこともうなずけます。

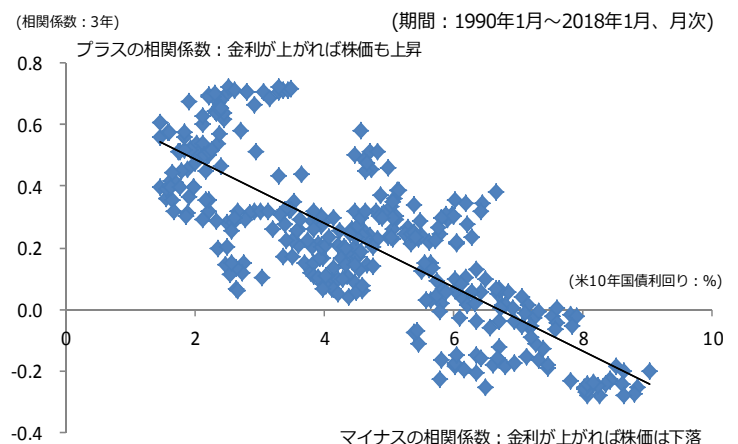
しかし、米長期金利が7%を超えて上昇するまで日本株式が崩れないと仮定することも現実的ではありません。過去においても、米国株式が大きく崩れれば日本株式も例外なく下落してきました。日本株式の先行きを占う上でも、米国のインフレと長期金利、米国株式の動きに目を凝らしていく必要があると考えています。

以上（作成：投資情報部）

図表3 米長期金利、日本株式と米長期金利の相関係数



図表4 同 散布図



*米10年国債利回りの前月比変動幅とTOPIXの前月比騰落率の前後1.5年（3年間）の相関係数

（図表3-4の出所）Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みには、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がりが小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用

購入時手数料：購入価額×購入口数×上限3.78%（税抜3.5%）

- お客様が換金時に直接的に負担する費用

信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内

- お客様が信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）の実質的な負担

：純資産総額×実質上限年率2.052%（税抜1.90%）

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用：純資産総額×上限年率0.01296%（税抜0.012%）

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金の利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

※監査費用を除くその他費用・手数料は、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号：岡三アセットマネジメント株式会社

事 業 内 容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業

登 録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370号

加 入 協 会：一般社団法人 投資信託協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。

<本資料に関するお問い合わせ先>

フリーダイヤル 0120-048-214（9:00～17:00 土・日・祝祭日・当社休業日を除く）