

長期金利反転下の株・債券の相関変化

<要旨>

欧米長期金利の反転上昇は異例に低い水準からの修正局面とも受け取れるが、この間、国債と株価の相関関係にも変化が生じている。米国とドイツを例にとれば、長期金利と株価変化は均せばプラスの相関であったものから、無相関もしくはマイナスへと相関が低下した。かかる変化は、長期金利の推移のうち期間リスクプレミアムが上昇していることも一因とみられ、株価よりも債券の振る舞いに原因があるように見える。この見方が正しければ、低すぎるリスクプレミアムの水準が正常化するまで、長期金利と株価の相関関係も元に戻らず不安定となる可能性が高い。

1. 欧米長期金利の異例に低い水準からの修正

長期金利は株式や社債など他の金融資産価格に影響を及ぼし、投資リターンを評価する軸のひとつであるため、その振る舞いは極めて重要である。各国中央銀行による量的緩和拡大や欧州中央銀行(ECB)によるマイナス金利導入を契機に進んだ長期金利の異例なほどの低下と最近の急反転は、長い目で見ても特徴的な動きとなっている(図表1)。

例えば、米国、ドイツ、イタリア、スペイン4ヶ国の10年債レート推移を比較すると、2010年時点で概ね3~4%に収斂していた金利水準からの「二極化とその後の格差縮小」に続いて、2014年以降は「米独間の金利格差拡大」、そして最近では「異例に低い水準からの反転」、という特徴が読み取れる。過去1ヶ月の金利上昇は、ドイツ10年債レートのマイナス近傍からの反転、政府債務リスクが相対的に高いイタリア、スペインの10年債レートが米10年債レートを下回る逆転現象の解消傾向など異例な状況からの修正局面にあるとも受け取れる。

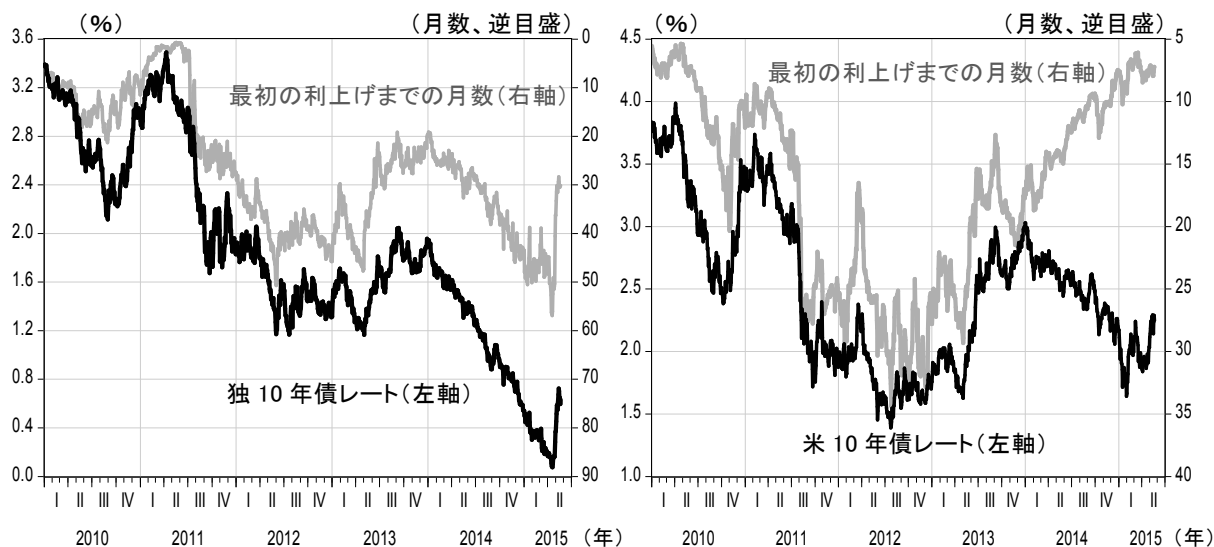
図表1 欧米長期金利の推移



(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

もつとも、足許の米独長期金利の反転をもたらした要因は細かく見れば異なっている可能性が高い。下図は米独それぞれの10年債レートと各中銀の最初の利上げまでの月数を比べている。利上げまでの月数は、政策金利の市場期待値であるOIS金利の水準(利上げ後の水準に到達するのはいつか)より試算している。この図をみると、独10年債レートの急騰は欧州中央銀行(ECB)の緩和解除時期の期待変化の影響が大きく、対して米10年債レートは利上げ時期接近とは関係なく上昇していることが読み取れる(図表2)。

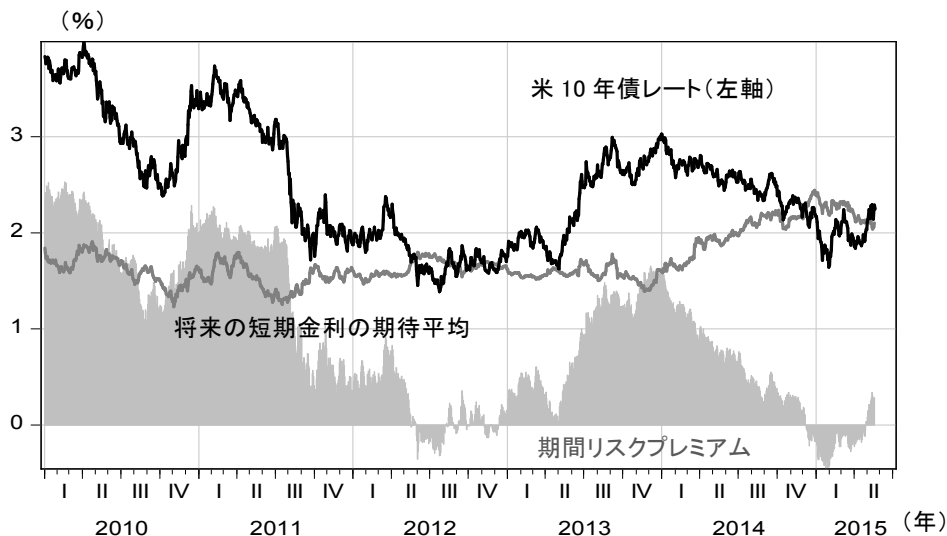
図表2 欧米長期金利と最初の利上げまでの期待月数



(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

米国長期金利の上昇は、利上げ時期の期待変化よりも、将来の短期金利に上乗せされるリスクプレミアムが変化した点が多い。米10年債レートを「将来の短期金利の期待平均」と、これに上乗せされる「期間リスクプレミアム」部分に分解してみると、期間リスクプレミアムがマイナスからプラスへと大きく修正が働いたことによって、10年債レートが上昇したことを示している(図表3)。

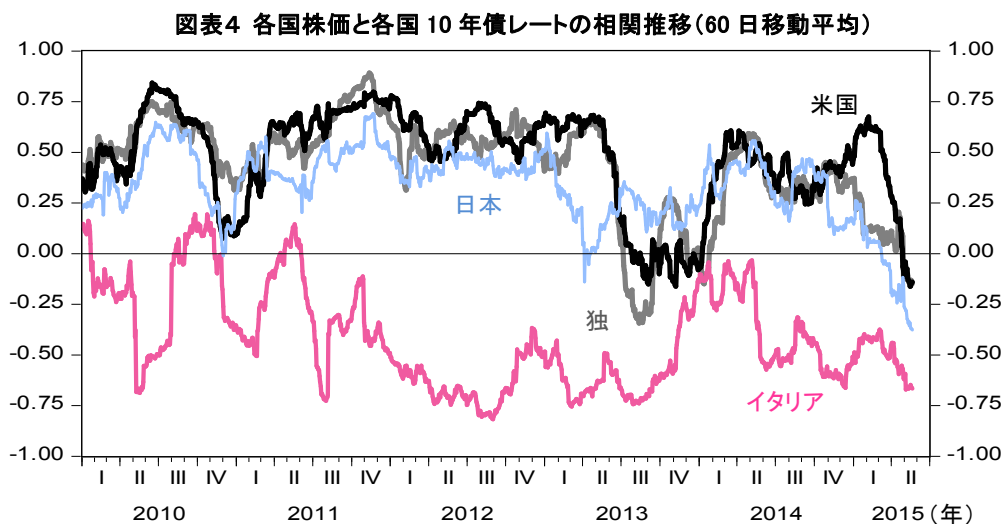
図表3 米10年債レート推移の要因分解



(資料) ニューヨーク連銀、Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

2. 欧米の長期金利と株価相関の変化

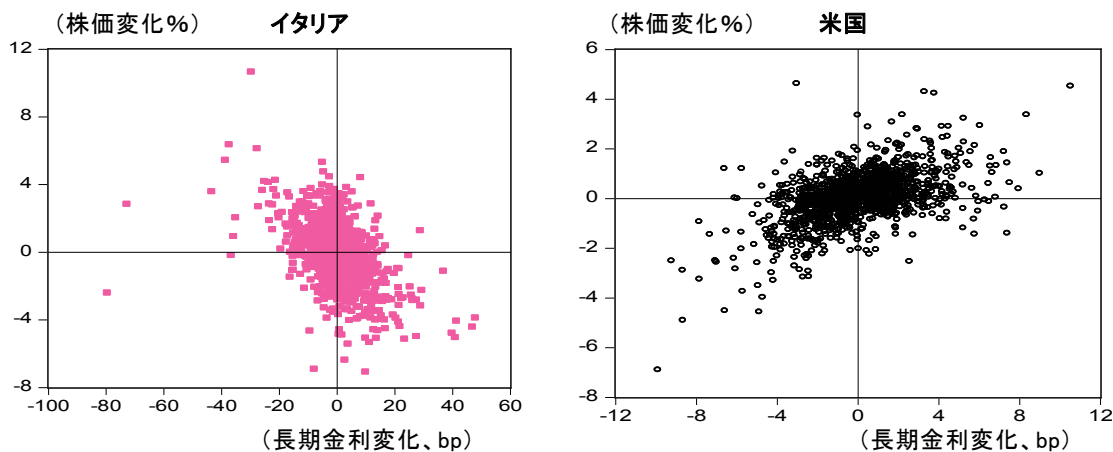
このように、欧米長期金利の反転上昇は、異例に低い水準からの修正局面とも受け取れるが、この間、長期金利と株価の相関関係には変化が生じた。米独を例にとれば、長期金利と株価の変化の方向が、従来プラスの相関であったものから、無相関ないしはマイナスへと変わっているという点である(図表4)。



金利と株価の相関関係の解釈は、欧州周縁国と対比すると分かりやすい。欧州債務不安により金利が急騰したイタリアを例にとれば、金利上昇と株価下落(株と債券の同時安)が生じやすく、金利と株価の方向は逆相関になりやすい。対照的に米国では、金利が上昇する局面では景気や企業収益も堅調であるため株価は上昇しやすく、債券から株へのシフトから債券安(金利上昇)と株価の上昇が観察されやすい。事実、2010年以降の日次データをプロットしてみると、悪い金利上昇の典型であるイタリアと良い金利上昇の米国の特徴がよく表れている(図表5)。

図表4に戻り、改めて相関関係の時系列推移を眺めると、2014年後半から米独の金利と株の相関が明確なプラスから無相関もしくはマイナスに変化していることが読み取れ、金融市場で大きな調整が進行中であることを示唆している。

図表5 イタリアと米国の株価・長期金利変化の日次相関(2010年～現在)

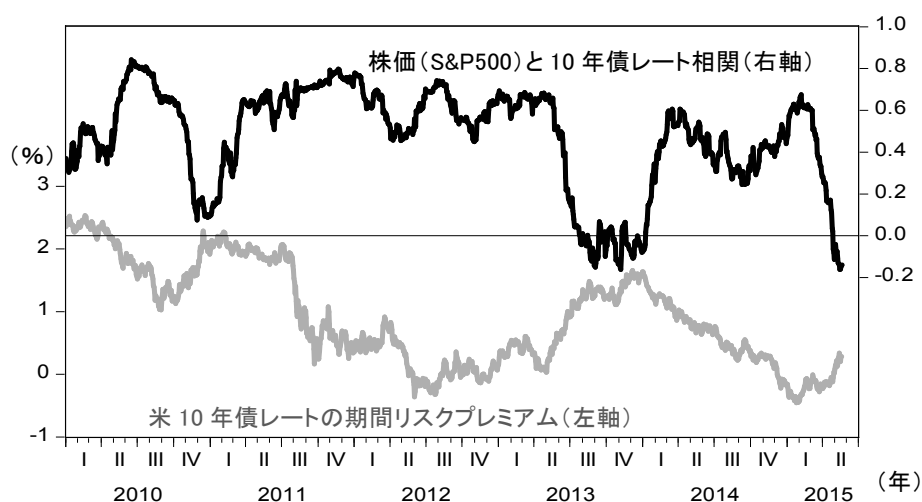


(資料) Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

かかる長期金利と株価の相関関係の変化は、米国債のリスクに大きな変化がみられた場合に生じやすい。長期金利は、将来の短期金利の期待平均に期間リスクプレミアムを加えた水準に決まるという整理に立てば、米国債のリスクは期間リスクプレミアムの変化に表れる。そこで、米10年債レートと株価(S&P500)相関に対して、米10年債レートの期間リスクプレミアム推移を並べてみると、リスクプレミアムが高まる局面ではプラスの相関が崩れやすいことが読み取れる(図表6)。

なお、2013年にも今と似た現象が表れている。2013年5月のバーナンキ前議長の発言を契機に、米連邦準備制度理事会(FRB)による量的緩和縮小(テーパリング)が懸念されたことは記憶に新しい。米10年債レートの3%超への急騰は期間リスクプレミアムの拡大によるものであった。

図表6 米国の株価・10年債レート相関と期間リスクプレミアム



(資料)ニューヨーク連銀、Bloombergより三井住友信託銀行調査部作成

3. まとめ—金利反転で不安定化する株債券の相関関係

グローバルでみた長期金利の反転は、ドイツにおいてはマイナス金利の解消、米と欧州周縁国の間では金利逆転現象の解消へ、米では10年債レートのマイナスの期間リスクプレミアムの解消という形で進んでいる。この間、長期金利と株価の間には変化が生じ、株と債券の相関関係が崩れた。米国を例に挙げれば、長期金利と株価変化は均せばプラスの相関であったところが、無相関ないしはマイナスへと変化し、長期金利が上昇しても株価は動かない、もしくは株価が下落しやすい局面へと移行している。相関の低下は米10年債レートの期間リスクプレミアムが低すぎた局面から上昇していることも一因とみられ、株価よりも債券の振る舞いに原因がある。

長い目で見れば株債券の相関は債券のリスクプレミアムの多寡に応じて順相関から逆相関へ、続いて順相関へと局面変化を繰り返すよう見受けられる。伝統的な政策金利の誘導が効かなくなった量的金融緩和後の世界では、かかる株と債券の相関も崩れやすい。債券のリスクプレミアムが適正なところに戻るまで、金利と株価の相関関係も不安定となりやすい点に留意が必要だろう。

(木村 俊夫 : Kimura_Toshio@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。