

# Financial Trends

「犯人」は長期金利？ 本当にそうだろうか？

2013年5月31日(金)

第一生命経済研究所 経済調査部  
副主任エコノミスト 藤代 宏一  
TEL 03-5221-4523

## 基本スタンス

5.23ショックの余波がおさまらない。日本株は「スピード違反」の切符を切られたようだ。ただし、「免許停止」は免れた。目先の調整はあるものの株高トレンドは崩れないだろう。根拠は以下に示すとおり。

- ・ 日本株の混乱と米経済回復は無縁
- ・ 米経済は堅調、ドル高主導の円安シナリオは不変
- ・ 米QEは景気回復見合いで縮小に向かうも金融市場に無用な混乱は与えない（FEDビュー）
- ・ 足元の長期金利上昇は許容範囲内（少しだけ悪い金利上昇ではあるが）
- ・ 米金利上昇と流動性問題だけで“債券離れ”は起きない→低金利持続
- ・ 日本の実体経済・企業収益は堅調

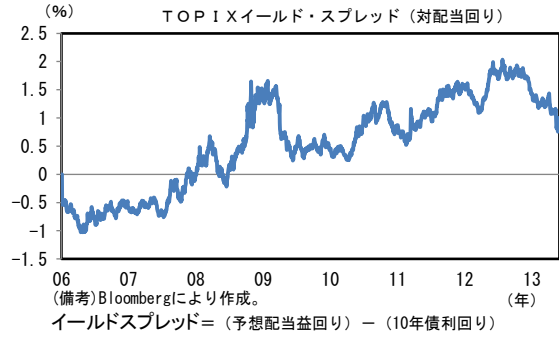
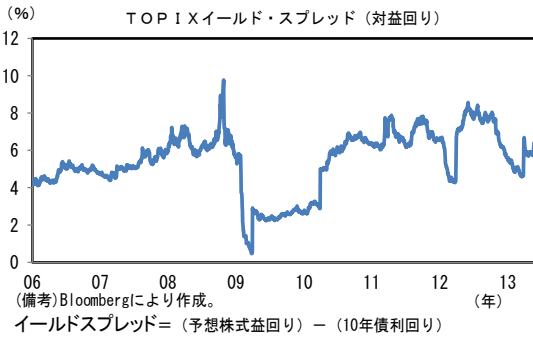
本稿では日本株急落の一因とされる長期金利に焦点をあてる。

## 「犯人」は長期金利 本当にそうだろうか？

5.23ショックとその後の混乱の「犯人」を長期金利の上昇とする向きがある。本当にそうだろうか？これに対する筆者の基本観は“NO”である。確かに長期金利上昇は理論株価に負の影響を与える。リスクフリーを前提とする債券投資との比較、すなわちイールドスプレッドを縮小させるため計算上はネガティブに作用する。ただし、こうしたロジカルな投資理論が短期トレードで材料視されることは通例ではなく、そもそも長期金利が急騰したわけでもない。イールドスプレッドをみてもスプレッド逆転にはかなりの距離があり、異常を知らせるサインは出ていない。むしろ割安と評価することもできる（図）。長期金利上昇が5.23ショックとその後の日本株急落の一因（或いはトリガー）になった可能性はあるが主因では無いだろう。

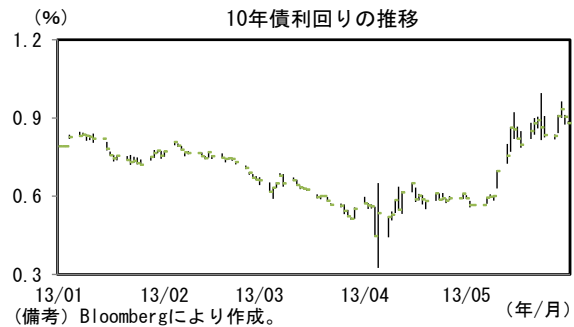
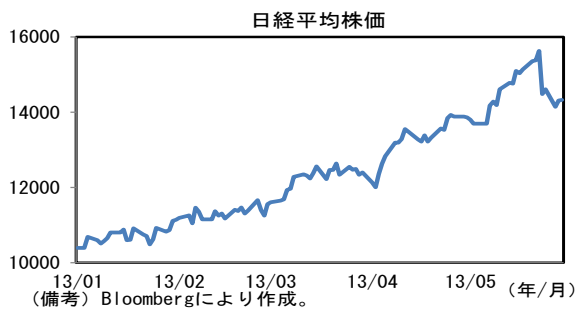
「黒田日銀VS長期金利」のような報道も一部に見受けられるが、筆者の率直な感想としては、「（5.23ショック前日の）金融政策決定会合で黒田総裁が足もとの長期金利上昇に踏み込んだ発言をしなかったこと」がタイムリーな話題だったために長期金利上昇が容疑をかけられ“犯人扱い”された、という具合である。議論を単純化するつもりは無いが真犯人は“単なる過熱感”である。更に言えば、景気回復期待が強く、デフレ脱却期待の下でインフレ期待が芽生え出す中、緩やかな金利上昇が起こること自体、市場参加者にとってネガティブサプライズだったのであろうか。

また、欧米市場やアジア市場に特段の異変が起きていないことに鑑みれば日本株固有の事象として処理して問題無いと考えられる。



## 年初からの株価・金利

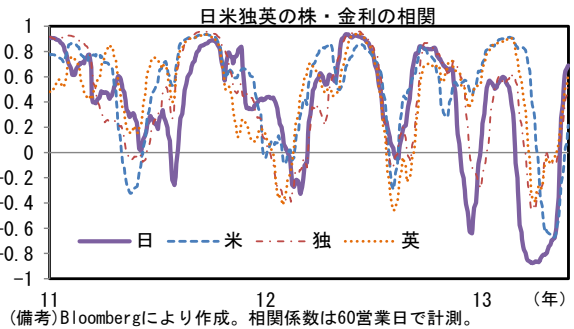
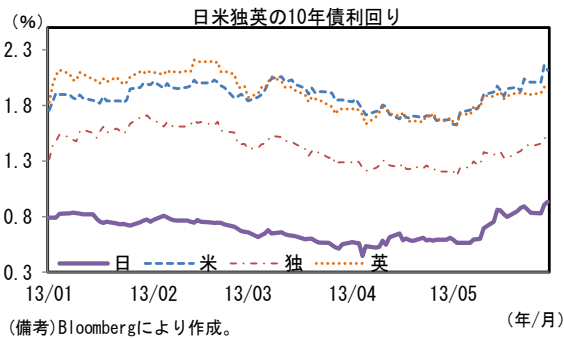
まず、年初からの株価と長期金利の関係を整理する。日本株については言うまでもない、一本調子の上昇だった。円債市場の動向を振り返ると、日銀の追加緩和期待や付利撤廃観測が高まった4月上旬まではイールドカーブ全般が低下し、10年債利回りは低下基調にあった。しかし、4月4日の異次元緩和を受けて一時0.315%まで低下すると、その後はボラティリティ上昇と米金利の上昇に引っ張られる格好で水準を切り上げ、5月23日には1%の大台にタッチした。5.23以降はやや低下基調で推移している。



## 順相関に転じた株価・金利

注目したいのは、5月入り後から先進国長期金利が米QE早期縮小観測などを背景に軒並み上昇していたことだ(左図)。確かに円債市場はボラティリティだったが、方向感先進国の債券市場と比較して違和感はない。むしろ自然な動きだったと言える。

株価との関係をもみても米英独ともに順相関(株価上昇、金利上昇)に転じており、日本だけ関係が崩れていた訳ではない(右図)。長期金利上昇を犯人とするならば、米独英株の堅調さが説明できない。

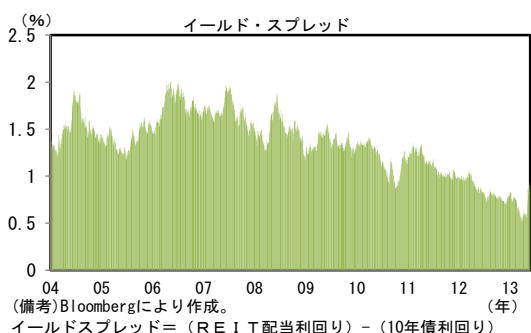
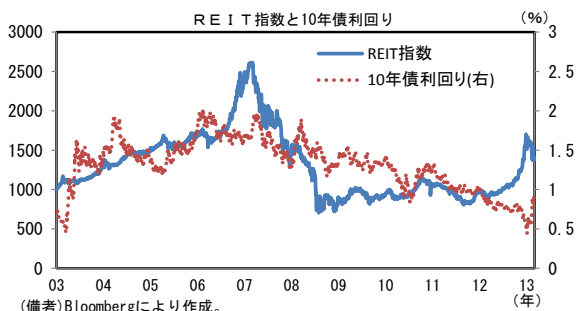
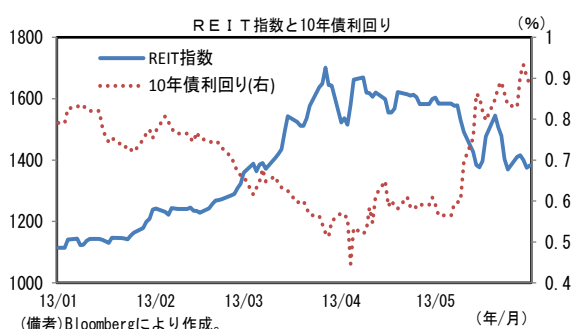


## 金利上昇は本当に悪か

日本株に先んじて調整局面入りしていたREITを参考にしたい(左上図)。一般的にREITは「長期金利上昇に弱い」とされているからだ。この間のREIT調整で材料視されたのは長期金利の上昇である。イールドスプレッド(REIT配当利回り-10年国債利回り)が重視されているREITの場合、

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

他の条件が一定（或いは即座に変化しない）とすると長期金利上昇によりイールドスプレッドが縮小するため下落圧力がかかりやすい。特に、それまでのREITは長期金利低下に伴うイールドスプレッド拡大がメインテーマとなっていただけに、過熱感が意識される中で長期金利上昇（≒イールドスプレッド縮小）が利益確定売りを誘発したようだ。しかし、言うまでも無くREITは金利だけでは決まらない。理論価格が金利に左右されるのは確かだが、金利感応度が高いとされるREITを例にとってみても実際には「金利低下・REIT上昇」という単純な関係は成立しておらず、中長期でみるとむしろ順相関（金利上昇・REIT上昇）している（右上図）。REITにとって最重要ファクターは不動産価格、賃料動向、空室率であり、景気回復期待が醸成されていれば金利が上昇しても一概に価格が下がるとは言えない。2003年の所謂「V a rショック」を引き合いに出しても、当時のREIT市場に混乱は起きていない。株式市場にとっても基本観は同じである。



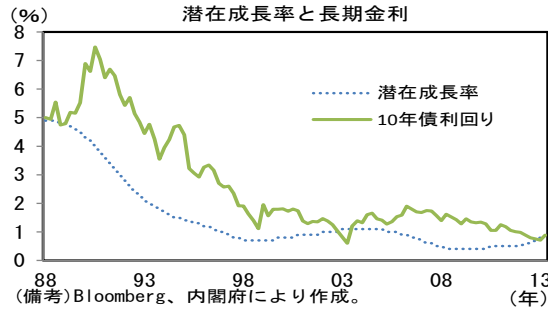
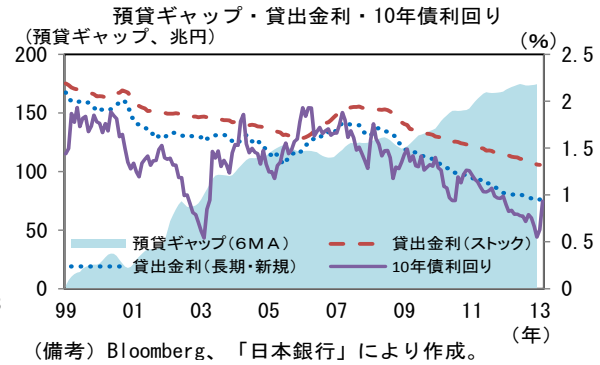
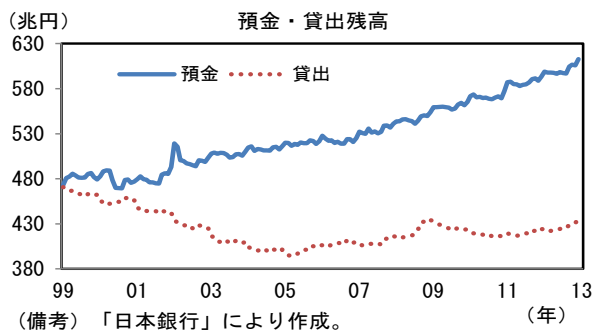
## そもそも金利は上がるのか？流動性低下と米金利上昇だけで“債券離れ”は起きない

金利は、足もとでは株価の下落を受けて低下基調にあるものの、株高や米金利上昇の余波を受ければ再びボラティリティ上昇を伴って上昇する可能性がある。ただし、こうした金利上昇の流れも市場参加者の視点が「水準論」に移る段階で落ち着くと考えられる。米金利上昇とボラティリティ上昇だけで金利水準が实体经济を冷やすほど切り上がっていくとは考えにくい。

「水準論」の一つの目安となるのが銀行の貸出金利だ。足元の貸出金利（新規・長期）は1.0%をやや下回る水準で推移しており、これがキャップとして意識されるだろう（左上図、右上図）。低調な設備投資と企業の潤沢なキャッシュを背景に資金調達需要は低調で、これを映じて貸出金利は低下傾向が続いている。また、預貸ギャップも縮小に向かう動きは見られず、銀行部門は債券投資を選択せざるを得ない状況にある。現時点では、銀行部門で“債券離れ”が定着し金利が趨勢的に上昇する可能性は低いと思われる。

以上みてきたように、足もとの長期金利動向はボラティリティの上昇こそ懸念材料だが实体经济を冷やすレベルの話では無い。足もとの長期金利を1%とすると、これは1%をやや下回る潜在成長率と同程度であり、フィッシャー式にあてはめれば期待インフレ率を1%として計算しても理論値（2%、リスクプレミアムゼロ）から下方乖離している（左下図）。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。



## 基本スタンス再確認

冒頭に示したとおり、日本の株式市場が混乱したところで米経済回復期待とそれに伴うドル高主導の円安シナリオは崩れない。日本株の混乱は時間の経過と共に収束に向かうだろう。

世界経済をみると、米経済は住宅市場の明確な回復を起点に自律成長に回帰したとみられる。財政緊縮の影響は残存するものの、民需は堅調で年後半の加速期待は強い。QE早期縮小が懸念されるものの、FRBは景気回復見合いで慎重に“出口”を模索すると考えられ、金融市場の無用な混乱は回避されるだろう。そもそもQE3はNYダウが当時の史上最高値を6%しか下回っていない水準で発動された。FRBが資産価格上昇を景気浮揚の梃子としているのは明白で、出口を模索する段階で金融市場が動揺すればFRBは再度ハト派に傾斜し、「資産価格の下振れリスク」に細心の注意を払うだろう。

また、今年も過去数年と異なり欧州の信用不安が抑制されている。ユーロ崩壊というテールリスクが大幅に後退したことでグローバル投資家のリスク許容度はリーマンショック後で最も改善している。