

## 逆利回り革命は先進国の長期停滞を示すのか

経済調査部 鳶峰 義清

### 株式の利回り革命と逆利回り革命

先進各国の株価が“逆利回り”状態にあるという。逆利回りとは、株式の配当利回りが長期国債利回りよりも高い状態を指す。日本の場合、10年債利回りが1.0%前後で推移しているのに対し、東証一部上場企業ベースの配当利回りは2.0%を上回っている。米国では日本ほどの格差はないものの、10年債利回りが2.0%前後で推移しているのに対し配当利回り（S P 500 ベース）は2.2%程度と、やはり配当利回りが長期金利を上回っている。

米国では、1950年代以前は株式の配当利回りの方が長期金利水準よりも高いというのが普通であった。両者が逆転し始めたのは50年台半ばからで、この現象は“利回り革命”と呼ばれている。

債券市場においては、リスクの高い債券の方が利回りは高い状態にあるのが一般的だ。例えば、格付けの高い国債よりも格付けの低い国債の方が利回りは高い。あるいは、国債よりも社債の方が利回りは高い。このように考えれば、価格変動リスクが高い株式の方が、安全性の高い国債よりも利回りが高くてしかるべきと言える。その両者が逆転した背景には、第二次世界大戦が終結して経済の安定的な成長が望めるようになるなかで、企業の中長期的な成長と株価の上昇期待が株価を押し上げ、代わりに配当利回りを押し下げたものと考えられる（配当利回りは[一株あたり配当金額] ÷ [株価]で算出されるため、配当金額が変わらずに株価が上昇すれば、配当利回りは低下する）。

こうした“利回り革命”状態は、90年代後半の日本でまず崩れ、足元では米国、英国、ドイツなど、多くの先進国で崩れている。一方、中国やブラジルなどの新興国では、国債利回りよ

りも配当利回りが低い状態を保っている。

### 逆利回り革命は一時的な現象か

先進国の多くで配当利回りが長期金利を上回るようになった理由の一つとして、08年のリーマンショックを機に欧米経済の不透明感が増し、金融不安がなかなか払拭できないこともあり、投資家のリスク許容度が低下して株から債券への資金シフトが起こったことが考えられる。そうであれば、経済状況の不安定さが払拭すれば、資金は再び株式市場に流入し、株価が上昇することで配当利回りが低下する一方、資金が流出する国債利回りは上昇する。米国のように、配当利回りと長期金利の格差が小さければ、両者は再び逆転して“利回り革命”の状態に戻る。

しかし、同時にいくつかの有力な新興国では未だに配当利回りの方が長期金利よりも低いことを勘案すれば、相対的に先進国の中長期的な株価上昇期待が小さくなっていることが両者の逆転をもたらしていると考えられる。実際、足元の景気の減速に対しても、先進各国は財政状況の悪化から安易な財政出動を伴う景気対策を打ち出せず、金利水準は戦後最低レベルにまで低下し、緩和効果も限定的なものとなるなど、手詰まり感さえ見えている。そうであれば、仮に景気が好転して投資家のリスク許容度が回復したとしても、中長期的に株価が上昇していくとの期待が持ち直さない限り、配当利回りと長期金利とはそう変わらない水準で推移することとなる。株式市場に資金を呼び戻すには、短期的な景気の回復だけではなく、中長期的な成長期待を高めることも必要になると考えられる。

しまみね よしきよ（首席エコノミスト）