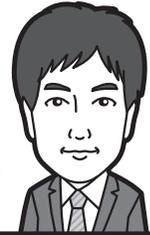


金融経済 ニュースの着眼点

株式会社大和総研
金融調査部 主任研究員
長内 智



第26回 米国の長期金利上昇に動揺する株式相場

米国の長期金利が2021年に入ってから上昇基調を強める中、世界の株式市場では金利上昇への警戒感が広がり、主要株価指数は2月後半に調整局面を迎えました。株価は3月以後に持ち直しの動きを示したものの、米国の金利動向をにらみながらの神経質な展開が続いています。今回は、金利と株価の関係を整理した上で、今後の展望と注意すべきポイントについて解説します。

① 金利上昇でハイテク株に売り圧力 ～市場参加者は金利動向を警戒

2021年の世界の株式市場は、各国の大規模な財政政策や金融緩和策、新型コロナウイルスのワクチン接種の進展に伴う景気回復期待を背景に、年初から上昇傾向にありました。しかし、2月に米長期金利が急上昇すると、新型コロナ下の株価上昇をけん引してきたハイテク株を中心に投資家の売り圧力が強まり、主要株価指数は下落に転じました。

こうした相場動向については、ハイテク株比率の高い米ナスダック総合指数と米国10年国債利回りの推移から確認できます【図表】。ハイテク株の下落幅が大きくなった要因としては、それまでの株価上昇で割高感が相対的に強まっていた中、金利上昇をきっかけに、利益確定売りの動きが広がったことなどが挙げられます。また、2月半ばから3月初めにかけては、金利上

昇（下落）と株価下落（上昇）という構図が鮮明であり、両者の連動性が非常に高まっていたことも注目されます。

その後も米長期金利の上昇傾向は続きましたが、株価指数は底打ちし、持ち直しの動きを示しました。ただし、世界の株式市場では、さらなる金利上昇への警戒感がくすぶる中、主要株価指数は米国の金利動向をにらみながらの神経質な展開が続いています。

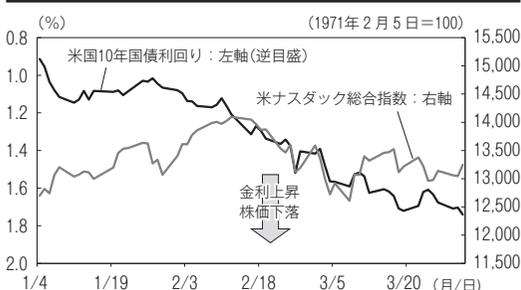
② 金利と株価の関係とは？ ～良い金利上昇と悪い金利上昇

世界の株式市場において金利上昇が懸念材料となっていますが、それでは、なぜ金利が上昇すると株価が下落するのでしょうか。そのメカニズムとして、以下の2点がよく指摘されています。

一つ目は、金利上昇が株式の理論価格を低下させ、実際の株価も売られるというものです。この理論価格の推計方法として、将来にわたって得られる利益や配当、キャッシュフローを現在の価値に換算するものがあります。そして重要なのは、その推計式の分母に金利、分子に利益等に関する項目が含まれるということです。

つまり、「金利の上昇＝分母の増加」という関係にあり、他の条件が一定の場合、金利の上昇は株式の理論価格を押し下げる要因となります。また、金利上昇が景気や企業業績の悪化をもた

【図表】米長期金利とナスダック総合指数
(2021年)



出所：Bloombergより大和総研作成



らす場合は、分子の利益等の減少を通じて間接的に理論価格を低下させます。

二つ目には、金利が上昇すると、国債など債券投資の期待リターンが高まり、株式を売却して債券に投資する動きが新たに出ることが指摘できます。例えば、長期金利が1%から2%に上昇した場合、相対的にリスクの大きい株式投資を行うより、リスクの小さい債券投資で金利収入を確保しようというインセンティブが働くケースが挙げられます。

ただし、現実の世界では、金利上昇局面において株価が下落しないこともよくあります。具体的には、景気や企業業績の回復を反映して金利が上昇するケースです。

一般に、景気が良くなると、設備投資や住宅投資の増加などを背景に資金需要が高まるため、金利は上昇し、それと同時に売上が伸びて企業業績の改善が進みます。つまり、株式の理論価格の計算式において、分母と分子がそろって増加することになります。景気が明確に回復していく局面では、企業業績の改善による分子増加の影響の方が大きくなりやすく、理論価格が上昇するというわけです。

以上のことから、現実の金利と株価の関係については、金利上昇が景気回復を反映した、いわゆる「良い金利上昇」なのか、それとも景気や株価を暗転させる「悪い金利上昇」なのかを区別することが重要になってきます。

③ 警戒すべき2つの金利上昇 —— ～米国金融政策の動向が焦点

2021年に入ってから春ごろまでの米長期金利の上昇は、世界的な景気や企業業績の回復期待

に沿った金利上昇という側面が大きいと考えられます。この点については、OECD（経済協力開発機構）やIMF（国際通貨基金）が世界経済見通しを上方修正したことなどからもうかがえます。そのため、今のところ米長期金利の上昇に対して過度な懸念は必要ないと考えられます。

他方、さらなる米長期金利上昇の影響については、慎重にみていく必要があります。具体的には、（1）米FRB（連邦準備制度理事会）の拙速な出口戦略に起因する金利上昇、（2）資源価格高騰を背景とするコストプッシュ型のインフレ懸念に起因する金利上昇が挙げられます。

さらに、米長期金利上昇により、信用度の低い低格付債の金利急騰や政府債務問題を抱えた新興国からの資金流出が発生するリスクにも注意が必要です。

また、（1）に関しては、今から約8年前の2013年5月22日から発生した「テーパー・タントラム」の教訓が市場関係者の間でよく知られています。これは、バーナンキFRB議長（当時）が資産買入れ額縮小（出口戦略）の可能性について言及したことをきっかけに金利が急騰し、世界の金融市場が急変動したという経験です。なお、この用語は、当時の金融市場の動揺を示すために、資産買入れ額の縮小を示す「taper」と^{かんしやく}癩癩を示す「tantrum」をつなげて作られたものです。

今後、世界的なワクチン接種の普及により新型コロナウイルスの感染抑制が続き、経済の正常化が進展することが期待されます。こうした中、世界経済・金融市場の先行きを見通す上で、金利上昇が「悪い金利上昇」に変異しないか丹念に点検していくことも重要になるでしょう。

おさない さとし 2006年早稲田大学大学院経済学研究科博士課程単位取得退学、大和総研入社（金融資本市場担当）。2008～10年大和証券に外向（海外市場担当）、2010年大和総研に帰任（新興国、日本経済担当）。2012～14年内閣府参事官補佐として経済財政白書、月例経済報告などを担当。2014年大和総研に帰任（日本経済担当）、2018年より現職（金融資本市場担当）。CFP®認定者。執筆書籍：『デジタル化する世界と金融—北欧のIT政策とポストコロナの日本への教訓』金融財政事情研究会、2020年、共著。『トランプ政権で日本経済はこうなる』日本経済新聞出版社、2016年、共著。『リーダーになったら知っておきたい 経済の読み方』KADOKAWA、2015年、共著。