

## 足下の金利上昇と株価下落を どのようにとらえれば良いのか

昨年からの株式市場は、主要国の低金利や量的緩和による緩和マネーなどに支えられて上昇してきました。しかし、2月中旬以降、コロナ禍からの景気回復や物価上昇が早まるとの思惑などから、主要国の金利が上昇（債券価格は下落）したことを受け、足元、株式市場では値動きの荒い展開が続いています。以下では、最近の動向をまとめ、弊社チーフ・ストラテジスト神山直樹の見解をお伝えします。

### 金利上昇と株式市場の過熱感が重なる

2月26日、日経平均株価は前日比1,202円（約4%）安と急落しました。背景には、米国の大型経済対策の早期成立観測に伴い国債増発が懸念されたことや、早期景気回復によるインフレ懸念などが主要国の金利を押し上げたことに、最近の株式市場の過熱感からの調整売りが加わったとみられます。

一方、主要中央銀行は景気回復は未だ不完全で現状の金融緩和策を継続すると強調しています。FRB（米連邦準備制度理事会）議長が2月23・24日の議会公聴会で現状の景気が目標からほど遠いと述べたほか、2月26日にはECB（欧州中央銀行）理事が依然としてインフレ率は低く刺激策が必要、日銀総裁もコロナ禍が景気に打撃を与える中で長期金利の誘導目標を引き上げることはないとしています。

2月26日の米国市場では、10年国債利回りの上昇が一服し、株式市場ではテクノロジー株が小幅上昇しました。週明けの日本市場はこの流れを引き継ぎ、10年国債利回りは低下、株式市場は反発しています（3月1日11時時点）。

当面は、ワクチン接種の普及や大型経済対策などによる景気回復期待からの金利上昇への警戒感と、主要中央銀行の大規模な金融緩和策の継続方針が綱引きし、値動きの荒い展開が続く可能性もあります。



(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)  
※上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

■当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産(外貨建資産は為替変動リスクもあります。)を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

## チーフ・ストラテジスト神山直樹はこう見る

2月26日の日経平均株価の大幅下落を説明するファンダメンタル（基礎的条件）な要因は見当たらず、一時的な心理的要因が大きく影響したと考えられます。金利上昇が原因とされていますが、新型コロナウイルスの新規感染者数の減少や大型財政政策の進展など、金利が上昇した理由にも新味がありません。

確かに米国金利の上昇は、報道によると、景気過熱や量的緩和の縮小などの懸念につながったとされています。しかし、パウエルFRB議長の発言にあるように、コロナ・ショックで失った米国雇用者数の戻りはまだ半分程度であり、テーパリング（量的緩和の縮小）や政策的な金利上昇を恐れるには早すぎると思います。市場では以前から景気過熱とインフレを先読みして金利が上昇することが警戒されていたのですが、26日の日本で唐突に材料視されたことも不可思議です。

そもそも金利が上昇するから株価が下がる、との「理論」は解釈が間違っています。

$$\text{株価} = \text{配当} / (\text{金利} + \text{株式リスクプレミアム} - \text{成長率})$$

という株価の理論において、長期的に金利は成長率や利益・配当と相互に関連しているからです。金利が高い時には、インフレが想定されており、景気回復への期待（良い金利上昇）も高まります。現在のインフレは、70年代のオイルショック時のような状況ではありませんし、半導体不足がゲーム機や暗号通貨のマイニングに関係するかもしれませんが、物価全体に与える影響は小さいでしょう。

2009年3月末以降143ヵ月における日米の金利上昇と株価の騰落の関係を調べてみると、金利上昇で株価が下落する傾向はあまりみられません（下表）。日本の場合、金利（10年国債利回り）が上昇した月は58回、そのうち日経平均株価が上昇した月は48回、下落が10回でした。金利がほぼ横ばいの月を含んでいるとはいえ、「金利上昇で株価が下がる」とはいえないでしょう。米国市場も同じ様な傾向です。

経済の正常化に伴い企業の売上や利益が拡大すれば、金融緩和が縮小されて金利が上昇します。これは良い金利上昇です。一方、悪い金利上昇とは、雇用が戻らないのにモノ不足からインフレになる場合ですが、石油や半導体の値上がり程度では起こらないでしょう。

今後想定されるリスクには①バイデン米政権が株高を理由に富裕層への増税やキャピタルゲイン課税強化に言及する、②新型コロナウイルスのワクチン接種の効果が想定外に低くなる、③消費者の警戒心が解けず貯蓄率が上がる、などがありますが、金利の上下動に一喜一憂する必要はないでしょう。

### 日米：金利上昇時の株価指数の騰落確率

（2009年3月～2021年2月の月次データ（総月数143ヵ月）を基に、金利上昇月の株価騰落をカウント）

| (日本) 株価：日経平均株価 金利：日10年国債利回り |    |      |      | (米国) 株価：S&P 500 金利：米10年国債利回り |    |      |      |
|-----------------------------|----|------|------|------------------------------|----|------|------|
|                             |    | 株価 ↑ | 株価 ↓ |                              |    | 株価 ↑ | 株価 ↓ |
| 日本<br>(金利上昇58回)             | 月数 | 48   | 10   | 米国<br>(金利上昇78回)              | 月数 | 58   | 20   |
|                             | 比率 | 83%  | 17%  |                              | 比率 | 74%  | 26%  |

（信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成）

※上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

■当資料は、日興アセットマネジメントが情報提供を目的として作成したものであり、特定ファンドの勧誘資料ではありません。また、弊社ファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。なお、掲載されている見解および図表等は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。■投資信託は、値動きのある資産（外貨建資産は為替変動リスクもあります。）を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元金を割り込むことがあります。投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、投資信託説明書（交付目論見書）をご覧ください。