

6. 内外マーケットとの相関性

(1) 株価と長期金利

まず、株価の変動要因を考えてみましょう。伝統的に用いられている株価決定に関する収益還元モデルの考え方では、現在の株価は将来得られると予想される配当の割引現在価値の合計と考えることができます。この将来の予想配当は、その企業が将来どのくらいの収益を上げることができるか(企業業績予想)、そのうちどのくらい株主に配当として還元するのか(配当性向)、などに大きく影響を受けます。特に、企業の将来収益は景気全体の先行きとも密接な関係があると思われれます。それゆえ、総じて景気が良くなるという予想の下では株価は上昇、景気が悪化するという予想の下では株価は下落する傾向があると考えられます。

一方、長期金利は景気が良くなるという予想の下では上昇(債券価格は下落)、逆に悪化するという予想では低下(債券価格は上昇)しやすくなります。

実際に両者の動きを見てみると、株価と長期金利は同方向に動く傾向があることがわかります。収益還元モデルが示すように、必ずしも金利水準が上昇すれば、株価が下落するというわけではないようです。

株価の収益還元モデル(配当割引モデル)

上述のように、現在の株価は、将来に渡って支払われると予想される配当の割引現在価値の合計と考え、以下のような式で示されます。

$$p_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{d_t}{(1+r_t)^t} \dots \dots \dots (1)$$

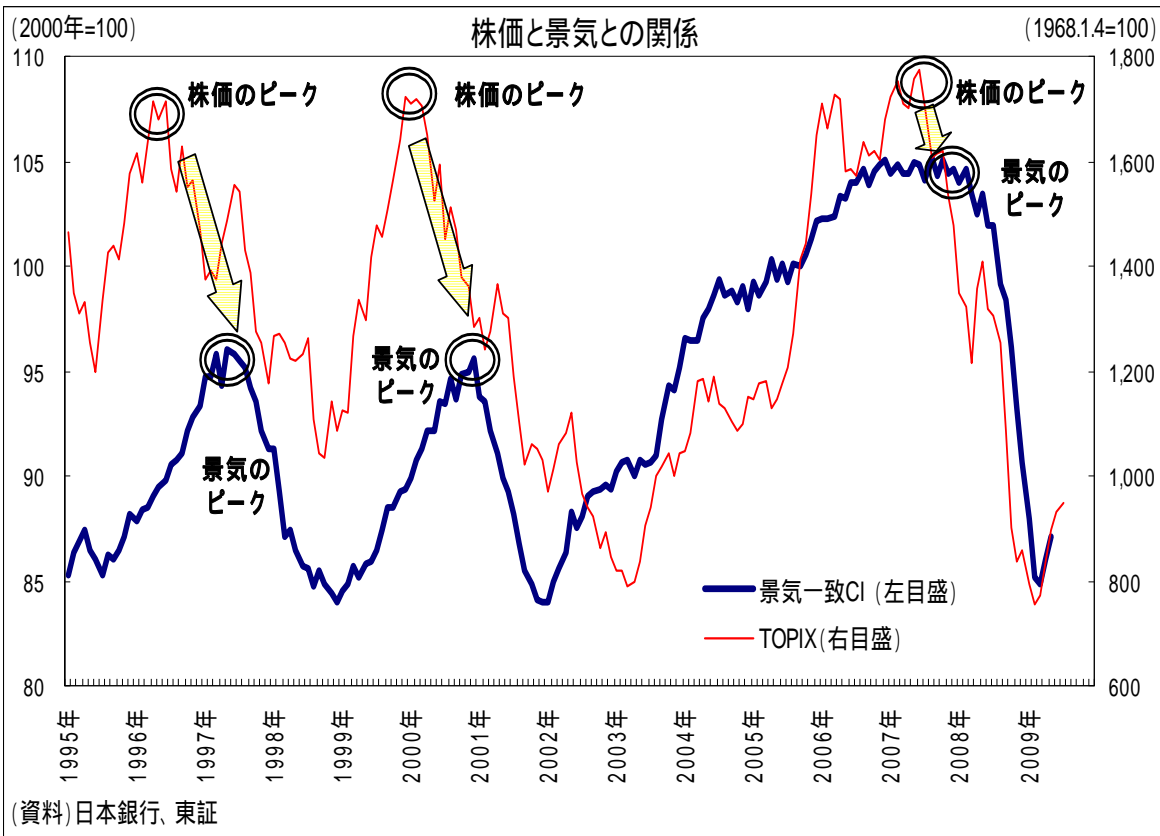
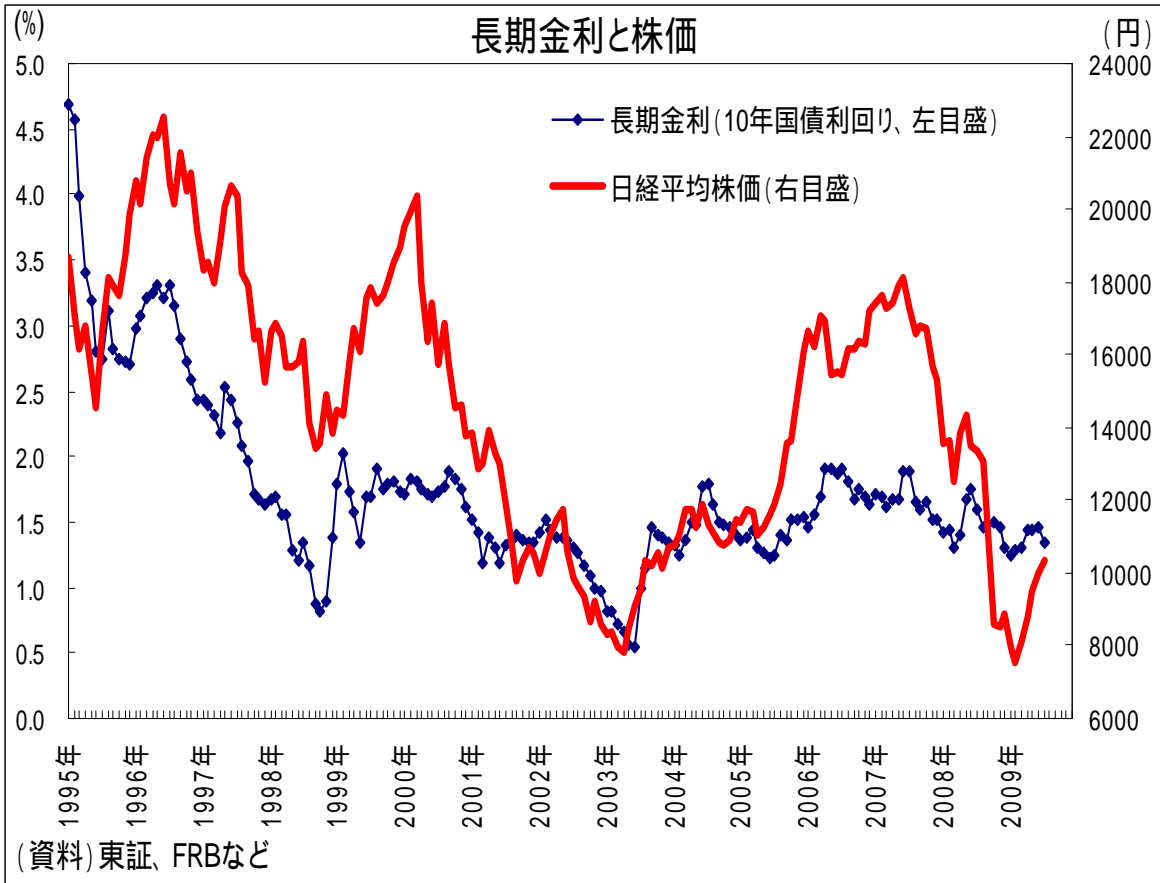
ここで、 p_0 : 現在の株価、 d_t : t 期の予想配当、 r_t : t 期の割引率(予想金利)。

また、(1)式において、将来の配当がある一定の成長率 g で増加し($d_t = d_1 \times (1+g)^{t-1}$)、割引率がすべての期間で等しい($r_t = r$)ならば、

$$p_0 = \frac{d_1}{(r-g)}$$

と書くことができます。

なお、企業の将来の配当や利益、さらには利子率を完全に予想することはできないため、理論株価はある程度の幅を持ったものになります。



(2) 為替レートと長期金利

為替レート変動を説明する経済変数として、金利差、インフレ格差、対外バランス(フロー面、ストック面)、貿易財部門の生産性上昇率などが挙げられることが多いのですが、局面によって注目されるポイントは変化しています。ここでは日米の金利格差に注目して為替レート動向を考えてみましょう。

為替レートを内外金利差で説明する考え方として金利平價説 (Interest Rate Parity) があります。この特徴は、物価変動も含めて大部分の経済変数はほぼ一定である期間(いわゆる短期)を対象としており、各国金融資産の相対価格として為替レートを捉えています。もう少し詳しく述べていくと、金利平價説とは確定収益を生む内外金融資産(具体的には、固定利率の預金や債券など)の収益率は国際的な金利裁定を通じて一致する、という考え方です。

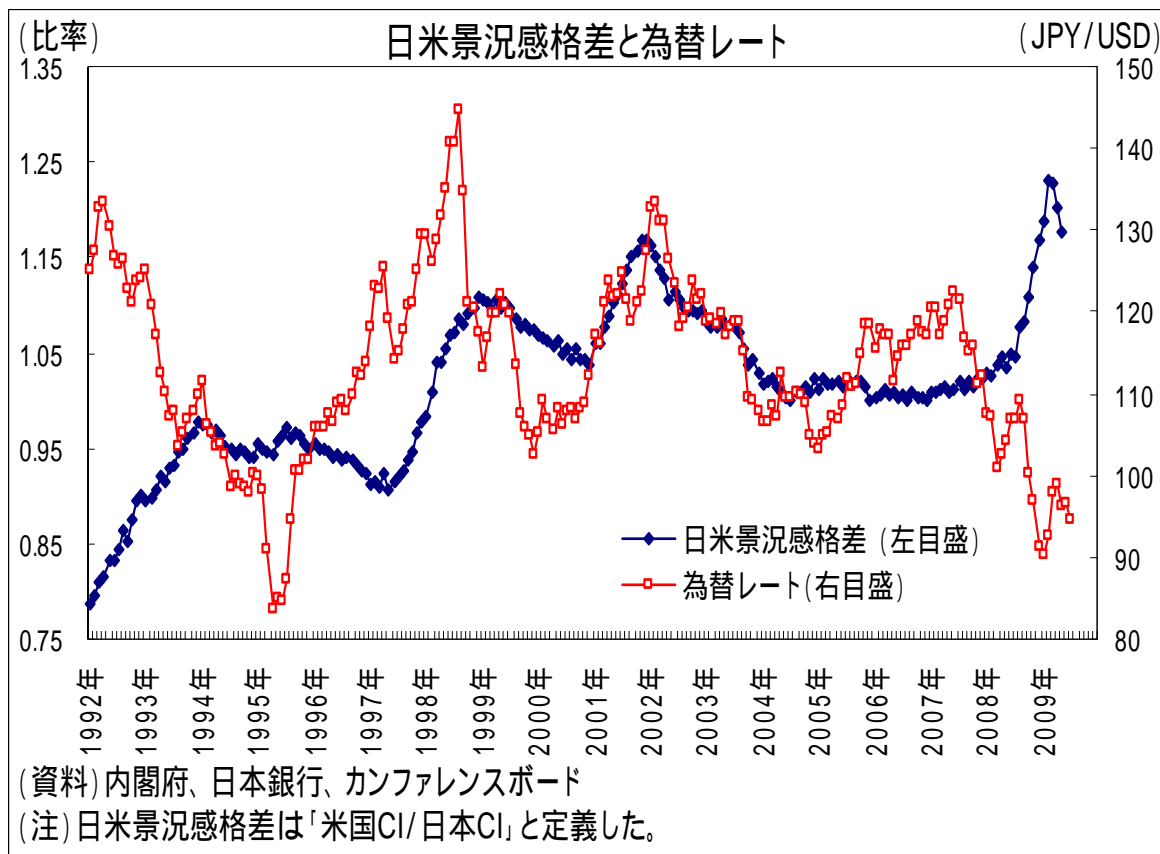
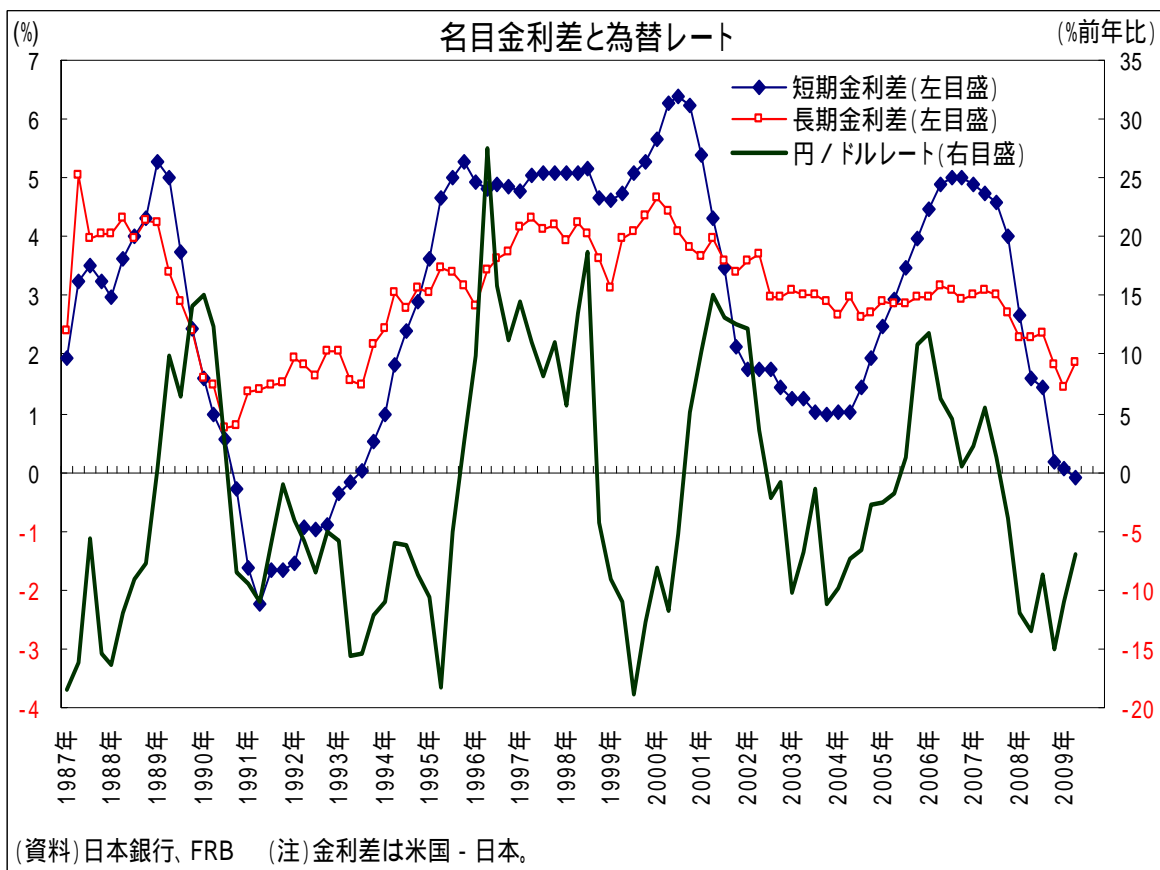
この金利平價説には 2 種類の考え方があります。ひとつはカバー付きの金利平價説 (CIP)、もうひとつはカバーなしの金利平價説 (UIP) で、以下のように定式化することが可能です。

$$\text{CIP} : 1 + i_t = F_{t, t+1} / S_t \times (1 + i_t^*)$$

$$\text{UIP} : 1 + i_t = S_{t, t+1}^e / S_t \times (1 + i_t^*)$$

ここで、 i_t : t 期の邦貨建て債券の名目金利、 i_t^* : t 期の外貨建て債券の名目金利、 $F_{t, t+1}$: t 期における先物為替レート(期限は 1 期間)、 S_t : t 期の直物為替レート、 $S_{t, t+1}^e$: t 期における t+1 期の直物為替レートの予想値、とします。

CIP に関しては、為替取引に関する規制、決済の不履行リスク、管理・取引コスト、利子課税などを無視すれば成立するはずですが、UIP に関しては投資家がリスク中立的でなければ成立しないとされています。なお、一般的に投資家は外貨建て資産の保有に対しては一定のリスクプレミアムを要求することが多く、これは内外の金融資産は完全に代替的とは見なされていない、という国際分散投資におけるホーム・バイアス・パズルとして知られています。



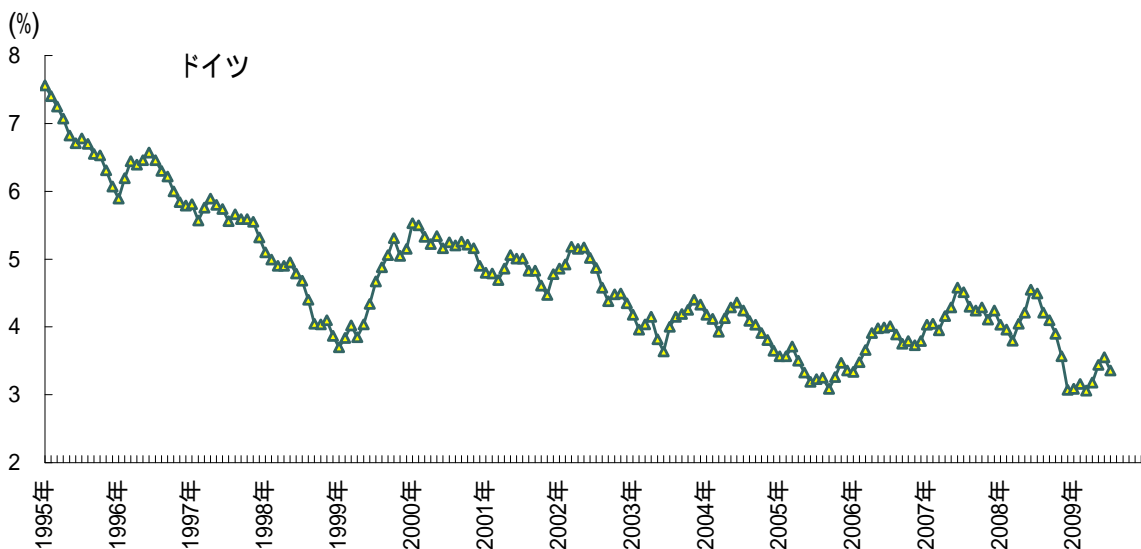
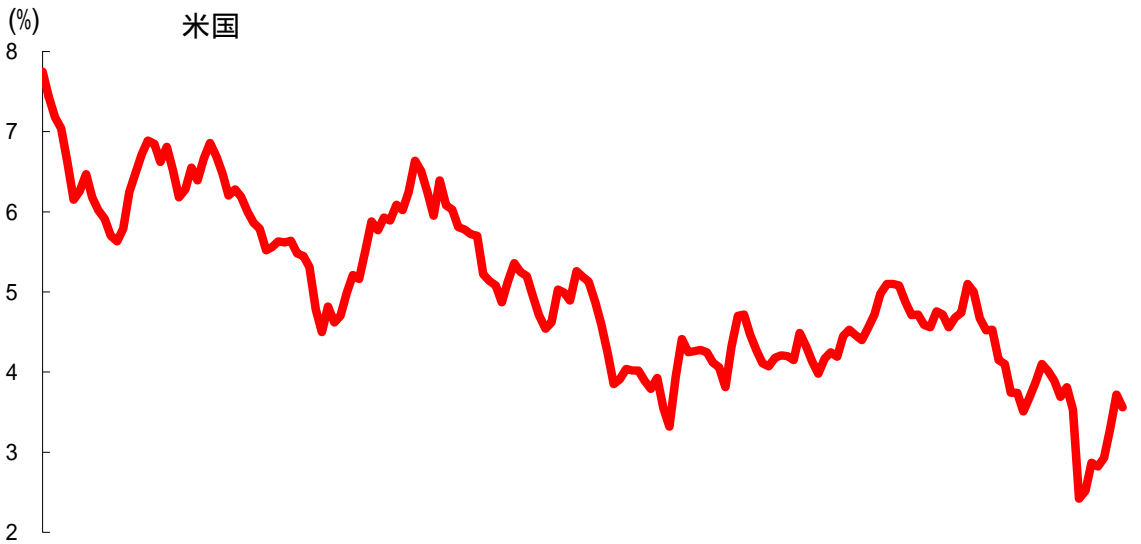
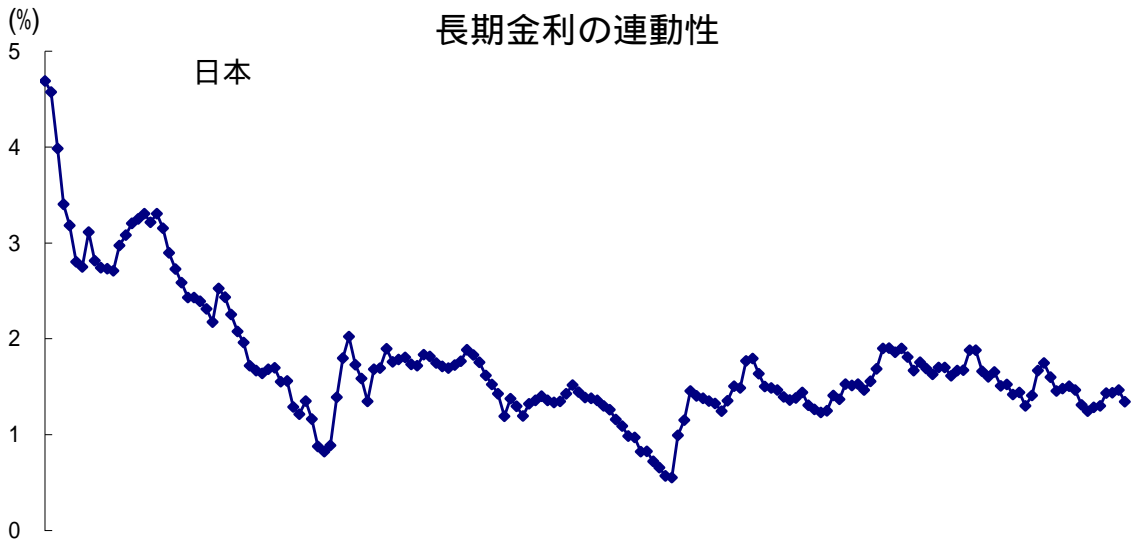
(3) 国際的な長期金利の連動性

日米欧といった国際的な資本移動の制約が小さい先進国・地域では、長期金利の連動性が観測できます。

政治的にも安定している先進国・地域では、国際分散投資に伴うカントリーリスクを考慮する必要がありません。それゆえ、仮に何らかの理由である一国で長期金利上昇が見られたときに、相対的に高い金利収入を求めて、為替リスク（本国通貨の為替レート上昇による資産目減り）を回避しない形の金利裁定の投資行動が盛んになります。そして、物価変化を除いた後の実質金利差がなくなるまで国際資本移動が発生すると考えられます。

しかし、以上のような金利裁定の投資行動による国際的な金利の連動性・収斂という考え方がある一方、別の視点から考えると、貯蓄・投資をバランスさせるように各国・各地域の実質利子率（これを自然利子率と呼びます）が決まり、それにインフレ率（予想ベース）や中長期的な成長力などの個別事情を加味した上で各国の名目金利水準が決定しているという説明もあります。理論的にも金利の連動性が高まり、収斂していくという議論だけでは決してありません。

長期金利の連動性



(資料) Nikkei FinancialQuest (注) いずれも10年国債利回り

(4) 投資家の動向

最後に、投資家動向について触れておきましょう。国債の保有については、日本はアメリカやドイツなどに比べ、家計や海外の投資家による国債の所有が低い一方で、中央銀行や政府関連機関などの公的部門の割合が高いという特徴がありました。これには、1987年度から始まった郵便貯金（現・ゆうちょ銀行）の一部自主運用（2001年度からは全額自主運用）で、安全性の高い国債を中心とした資金運用をしていたことの影響もあったことや、日銀の金融緩和政策（量的緩和・ゼロ金利政策）を遂行する手段の一つとして中長期国債の買入れを増額させたことなどが影響していたものと思われます。しかし、07年10月に日本郵政公社が民営化に伴って、民間金融機関になったことで、公的部門の国債保有比率は大きく低下しました（07年9月末：55.2% 同12月末：23.5%）。また、日銀の国債保有額は量的緩和政策末期あたりから徐々に減少しています。今後、日銀が国債保有額をどのようにするのかは、日本銀行の「金融政策決定会合」の議論の推移を見守る必要があるでしょう。なお、日銀は中長期国債の保有限度額については、銀行券の発行残高を上限としています。

なお、ゆうちょ銀行やかんぽ生命保険の発足に伴い、09年3月末時点で、銀行など市中金融機関のシェアは36.8%、保険・年金（民間）が23.5%、家計等（対家計民間非営利団体を含む）が7.1%、海外投資家は6.4%となっています。

国債は償還まで保有すれば元本が全額保証されているなど、リスクが相対的に低い資産であるため、90年代後半以降の金融システム不安が高まった時期には、銀行や生命保険会社などの機関投資家が国債を大量に保有しました。しかし、景気回復が持続し、民間企業の資金需要が高まったり、株価が上昇したりしてくると、これまで見てきたように金利に対しては上昇圧力が働きます。つまり、債券価格が下落するため、機関投資家の購入意欲は一般的に弱くなります。

ただし、その傾向は機関投資家の保有する負債の性格に拠るところが大きいでしょう。例えば、銀行のように預金といった短期負債を多く抱えている投資家は債券価格が下落すると残高を大きく落とす傾向が高いと考えられます。一方で、生命保険会社のように保険という長期負債を抱える投資家にとっては中期的に見れば値上がり期待できる水準まで債券価格が下落した場合、逆に残高を増やす可能性も考えられます。

