

将来を見晴らす長期投資観測 vol.19

(株価編6) 日本株式市場の特性変化

参与 チーフストラテジスト
平山 賢一

【要旨】

- ◆ 30年間にわたり続いた、低インフレ期の日本国債と日本株式の逆相関関係は終焉を迎えている。
- ◆ インフレ率（3年平均）が2%前後に至り、両資産への分散投資で得られる効果は、無相関圏に近ければ存在するものの、逆相関圏よりも順相関圏での位置取りが常態化される可能性が高まっている。
- ◆ そもそも、戦前期においても無相関から順相関を繰り返しており、中銀プットが機能した過去30年間の逆相関を所与とした資産配分は見直すべき時期に来ているのではないか。

30年間近く続いた逆相関

1980年代初頭から続いてきた、米国長期債利回りの低下トレンドが終焉を迎え、世界の金融市場は新たな時代を迎えている。2020年3月に0.5%を下回っていた10年米国債利回りも、2023年9月には4.5%を上回っており、株式市場のバリュエーションにも影響を与えざるを得ない状況に至っている。株式市場にとってのネガティブ面は、株式益回り対比で長期債利回りの魅力が高まるため、株価収益率（PER）に低下圧力がはたらくというもの。一方、ポジティブに捉えるならば、10年国債利回りで5%前後を確保できれば、リスク性資産が下落しても、分散投資しているならば、その損失をカバーできる緩衝材になりうる。リスク・バッファーとしての機能が期待されるわけである。近年の10年国債利回りは、ゼロ近辺であり、リスク性資産の損失を吸収できなっただけに、市場環境は大きく変化したと言えるだろう。

ただし、株価などが下落した際には、中央銀行が金融緩和で下支えに動くという「中銀プット」時代が終了している点には注意が必要だろう。そのため、株価下落と債券価格上昇という組み合わせが発生する頻度は、過去10年間と比較すると低下していくはず。これは、今後の両者の逆相関関係が低下することを意味する。そのため、グローバル金融危機以降、10年以上にわたり続いた「株式市場に優しい中央銀行」のイメージを払拭し、冷静に資産間の相関を確認してみる必要があるようだ。日本においても、国債と株式の関係は、経済環境に応じて変化してきている。この点について、次頁図1を用いて、高インフレ率期も含めたデータで確認してみよう。

図1 わが国のインフレ率と相関係数（36か月）

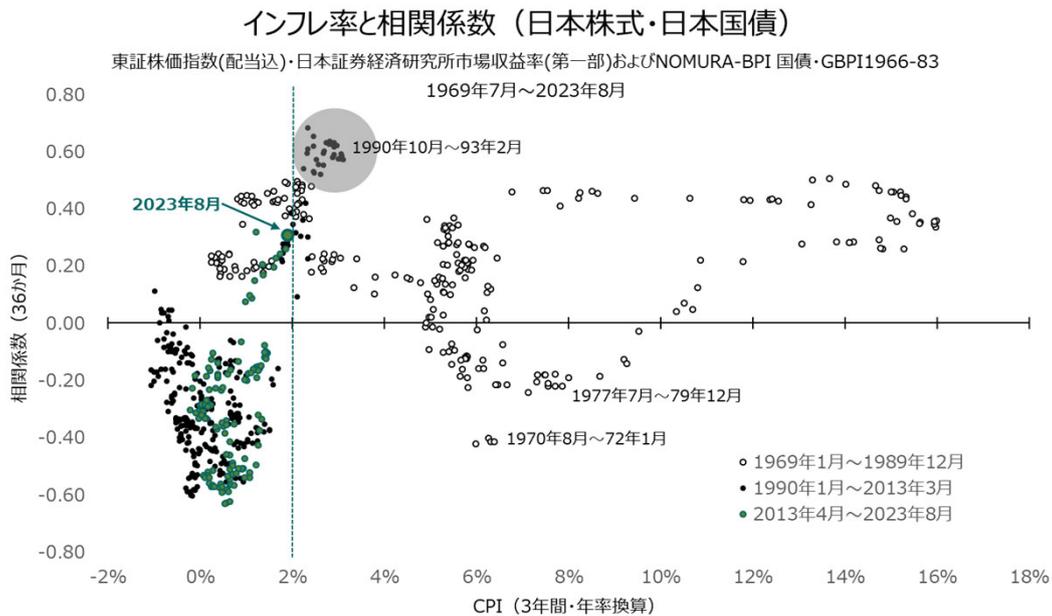


図1は、日本国債と日本株式の月次リターンの相関係数（36か月）と、過去36か月のインフレ率（年率換算）をプロットしたものである。わが国を代表する国債指数の算出開始年は1980年代以降であることが多く、高インフレ期の相関関係を導き出せないため、1966年に発行が再開された国債（六分半利国庫債券・7年債）等を対象に、新たに国債指数（GBPI 1966-1983）を独自に算出して、代表的な国債指数（NOMURA-BPI国債）に接続した。

インフレ率が2%を下回った1993年以降、日本国債と日本株式の相関係数はマイナス圏に突入し、両者のリターンが逆行する傾向（逆相関関係）に転じており、2022年初まで、この関係が持続してきた。もちろん、両者の相関係数がゼロに近ければ、無相関性が高まると共に分散効果が期待できるが、過去30年弱の期間では、逆行する傾向にあったということを意味している。株価が下落するときには国債価格が上昇し、株価が上昇すると国債価格に下落圧力がかかる状況である。

この30年弱の期間を二つの期間に区分してみると、2013年3月までは、この図のプロットがインフレ率0%ラインを下回っていたものの（図1の黒丸点）、2013年4月以降は、0%ラインと2%ラインの間に収まるようになっている（図1の緑丸点）。異次元緩和の効果により物価下落が回避されるようになったからと考えられよう。インフレ率がマイナス圏から2%未満のプラス圏に移行しても、両資産の逆相関性が続いていたという点では、中銀プットが期待される中で、資産運用環境は大きく変わらなかったと言える。株式と国債が逆に動くならば、バランス型ポートフォリオ全体のリターンは平滑化されるはず。過去30年間にわたり、日本の投資家は、この平滑性が期待される逆相関性を前提に資産運用を実施してきたと言ってもよい。

インフレ率の上昇で変化した日本国債と日本株式の関係

しかしインフレ率が上昇してきたため、2022年末にかけて過去36か月のインフレ率も1%を上回ると、両資産の相関係数はゼロを上回り、ほぼ無相関状態に至った。さらに2023年8月には、インフレ率が2%に近接し、両資産の相関係数は明らかなプラスに転じている。30年弱にわたり続いてきた逆相関関係が終焉を迎えつつあり、これまでの国債と株式の関係を教科書的に信じ込むのは躊躇すべき時期と言えそうだ。

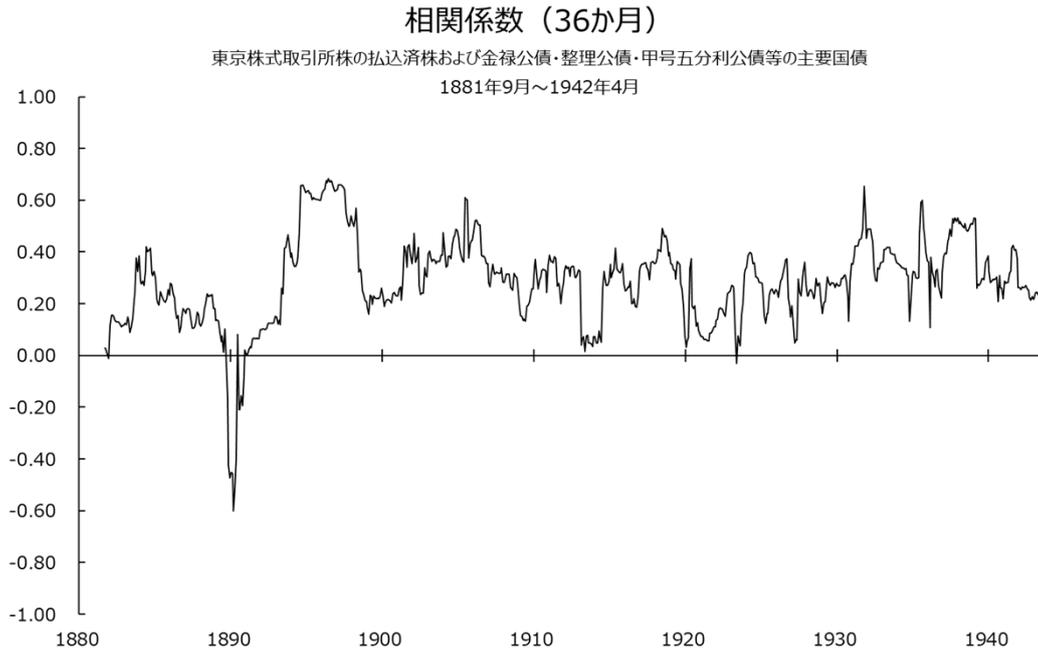
興味深い点は、この時間軸をさらに1969年まで遡っても、逆相関になるどころか、両者の関係は順相関であるケースが多かったという点（図1の白丸点）。1970年8月から72年1月にかけてのニクソンショックを挟んだ時期、および1977年から1979年にかけての第2次オイルショックの際に、相関係数はわずかにマイナス圏入りするものの、基本的には、日本国債と日本株式の収益率はプラス圏での推移となっている。つまり、1960年代末以降1980年代末までの約20年間、わが国における両者の関係は、主に無相関から順相関の圏内で推移していたわけである。

その後、1990年から1992年の高金利時代には、株式と国債は、かなり強い順相関関係にあったことが確認される（図1のシャドウ部分）。この時期は、国債価格の下落と株価の下落が同時発生している状況にあり、両資産がともに下落する極端な順相関も発生しうることを示している。つまり、逆相関が常態とされる資産運用のイメージは、1993年以降の約30年間の情勢に限られたものと考えた方がよさそうだ。今後、わが国のインフレ率は、他の地域のように一時的にせよ上昇することはないとしても、過去3年間の平均で2%ラインを超えてくるならば、逆相関を前提にすべきではないだろう。

戦前期も順相関圏と無相関圏を行き来した株式と債券の関係

さらに、1881年9月から1943年4月までの代表的な日本国債（金禄公債・整理公債・甲号五分利公債等の主要国債）の月次リターンと日本株式（東京株式取引所株の払込済株）の月次リターンの相関係数（36か月）の関係を確認してみたい（次頁図2）。その結果、東京株式取引所株が大幅な増配を記録した期間を除くと、ほとんどの期間で無相関から順相関圏での推移となっており、終戦前60年超にわたる期間の関係も、現代の1992年以前と同様の関係にある可能性が示された。金融市場の構造が現代とは異なるものの、少なくとも戦前期においても逆相関が定常状態ではないと言えるだろう。このことは、1993年以降の「失われた時代」の逆相関関係が、歴史的にはレアな現象であった可能性を示唆する。1940年代の金融統制期にあっても、このような逆相関性が長期に続くことはなかった。

図2 戦前期の日本国債（金禄公債・整理公債・甲号五分利公債等の主要国債）と日本株式（東京株式取引所株の払込済株）の相関係数



上記は過去の実績であり、将来の成果を保証するものではありません。

世界の政策金利が趨勢的低下期から離脱したとするならば、バブル崩壊期の金融緩和から異次元緩和に至るわが国の金融市場も過去30年間の関係を清算する時期に来ているかもしれない。この点を頭の片隅において、資産配分などの意思決定をしていく必要があるだろう。

【参考】

平山賢一「国債と株式、逆相関の終焉」、『日経ヴェリタス』 2022年12月18日号。

内外債券運用、内外株式運用に係るリスク

内外債券運用、内外株式運用は、主に国内外の債券・株式、に投資する複数の投資証券を投資対象としますので、組入れている債券、株式、通貨等の価格下落、発行者の信用状況や倒産、財務状況の悪化等の影響により、資産価額が下落し、損失を被ることがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動により損失を被ることがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、資産価額の下落により損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。当運用プロダクトの資産価額の変動要因としては、主に「金利変動リスク」「株価変動リスク」「為替変動リスク」「信用リスク」「カントリーリスク」「流動性リスク」「デリバティブ取引のリスク」等があります。詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

内外債券、内外株式の運用報酬

受託資産残高に1.65%（税抜き、1.5%）を乗じたものが年間運用報酬（固定報酬部分）の上限となります。

※お客様との契約内容によって料率は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

また、成功報酬が掛かるプロダクトもありますが契約内容により算出方法は異なりますので、あらかじめ具体的な提示をすることはできません。

その他費用として、有価証券売買、デリバティブ取引時の売買委託手数料等、また私募投信等を組み入れる場合には、私募投信等の管理等に関する費用についてもお客様口座にてご負担いただきますが、実際の取引や私募投信等の残高に応じて決まる費用であるため、その金額を事前に表示することはできません。同じくそれらを含む手数料等の合計金額についても、同様に表示しておりません。

詳細については、契約締結前書面にてご確認ください。

会社概要

会社名：東京海上アセットマネジメント株式会社

<登録番号等>

金融商品取引業者：関東財務局長（金商）第361号

宅地建物取引業者：東京都知事(2)第98773号

取引一任代理等の認可：国土交通大臣認可第110号

<加入協会>

一般社団法人日本投資顧問業協会

一般社団法人投資信託協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

一般社団法人不動産証券化協会

公益社団法人東京都宅地建物取引業協会

当資料のお取り扱いにおけるご注意

当資料は情報提供を目的に東京海上アセットマネジメント株式会社が作成した資料ですが、その正確性、完全性、および将来の市況の変動等について保証するものではありません。当資料における見解等は作成した時点のものであり、今後の金融情勢・社会情勢等の変化により、その内容が変更となる可能性があります。掲載されたデータは過去のものであり、将来の運用成果等を保証するものではありません。当資料の全部もしくは一部を第三者へ交付することはご遠慮下さい。

～無登録格付に関する説明について～

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等を顧客に告知する義務が課されております。（金融商品取引法第38条第三号）以下は、同法に基づいた無登録格付業者に関する説明です。

当社からご提供する格付情報につきましては、JCR（株式会社日本格付研究所）、R&I（株式会社格付投資情報センター）は金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けた信用格付業者ですが、その他の格付機関の格付情報については、以下の説明事項をご確認いただけますようお願いいたします。

1. 登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

2. 無登録の格付会社の例について

当社がご提供する格付情報を付与している格付会社のうち、下記の格付会社グループは金融商品取引法第66条の27に基づく登録を受けておりません。

【スタンダード&プアーズ】

■ 格付会社グループの呼称について

S&Pグローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.spglobal.co.jp/ratings>）の「ライブ러리・規制関連」の「無登録格付け」をクリックした後に表示されるページに掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。

信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。

S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っていません。また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

【ムーディーズ】

■ 格付会社グループの呼称について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。

ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

【フィッチ・レーティングス】

■ 格付会社グループの呼称について

フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

■ 同グループ内で登録を受けている信用格付会社の名称および登録番号

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

■ 信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.com/ja>）の「規制関連」セクションに掲載されております。

■ 信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。

この情報は、2022年12月末に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。

詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

● TOPIXの指数値およびTOPIXにかかる標章または商標は、株式会社 J P X 総研または株式会社 J P X 総研の関連会社（以下、J P X といいます。）の知的財産であり、指数の算出、指数値の公表、利用等 TOPIX に関するすべての権利・ノウハウおよび TOPIX にかかる標章または商標に関するすべての権利は J P X が有します。J P X は、TOPIX の指数値の算出または公表の誤謬、遅延または中断に対し、責任を負いません。ファンドは、J P X により提供、保証または販売されるものではなく、ファンドの設定、販売および販売促進活動に起因するいかなる損害に対しても J P X は責任を負いません。● MSCI Index は、MSCI 社が発表している株式市場の動きを捉える株価指標です。同指数の著作権、知的財産権その他一切の権利は MSCI 社に帰属します。また、MSCI 社は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。MSCI 社の許諾なしにインデックスの一部または全部を複製、頒布、使用等することは禁じられています。MSCI 社はファンドとは関係なく、ファンドから生じるいかなる責任も負いません。● NOMURA-BPI（総合）に関する著作権、商標権、知的財産権その他一切の権利は、野村フィデューシャリー・リサーチ & コンサルティング株式会社に帰属します。● FTSE 世界国債インデックスは、情報提供のみを目的としており、FTSE Fixed Income LLC は、当該データの正確性および完全性を保証せず、またデータの誤謬、脱漏または遅延につき何ら責任を負いません。このインデックスに対する著作権等の知的財産その他一切の権利は FTSE Fixed Income LLC に帰属します。● 当資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他の一切の権利はそれぞれの指数の開発もしくは公表元に帰属します。