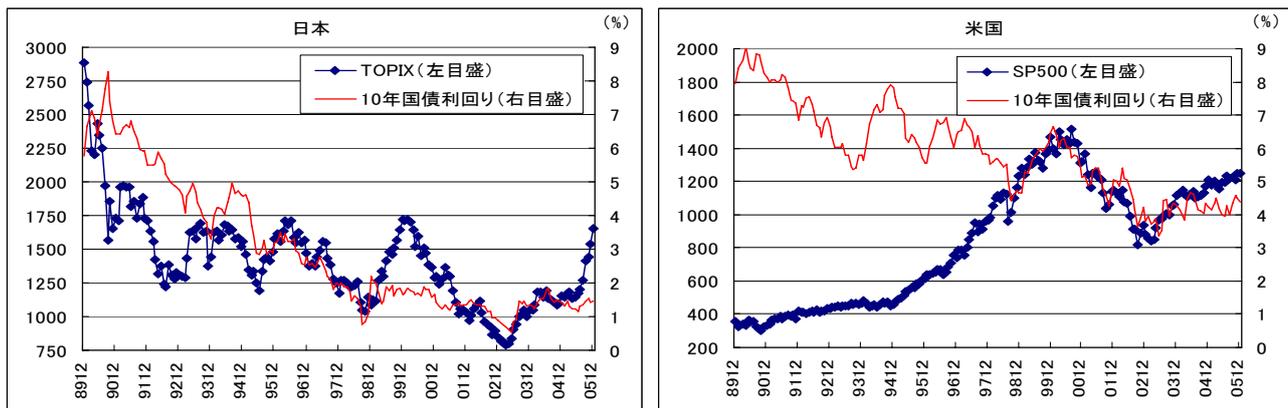


(年金運用)：金利局面に応じた資産配分(3)－金利と株価、インフレ

株式と債券の相関が実際にマイナスなら、金利上昇局面では、債券の下落分以上に年金負債が減少し、積立比率が好転するのに加え、株価上昇がそれに拍車をかけるので、金利上昇リスクへの備えは万全のようにも思える。しかし、急激に高まるインフレ懸念に起因する「悪い金利上昇」シナリオにも留意し、インフレ対応資産を本格検討すべき時期が到来しつつある。

90年以降、日米ともに金利低下トレンドの下(図表1)、割引率低下によって年金負債(PBO)が大きく膨らんだ。わが国では、株価下落および金利リスクのコントロール不十分(債券のデュレーションが、10~15年と言われる年金負債のそれに比べて大幅に短い)が原因で、年金資産がこれに追従できず、積立比率が大幅悪化した。一方、90年代の米国では、株価が一本調子で上昇したため、不十分な金利リスクコントロールの問題は顕在化しなかった。しかし、2000年以降の3年間は、わが国同様、金利低下と株価下落のダブルパンチをくらって、積立比率が悪化した。こうした日米の経験から、金利リスク自体のコントロールはもちろん、金利(すなわち債券)と株価の相関も重要であるという教訓が得られている。

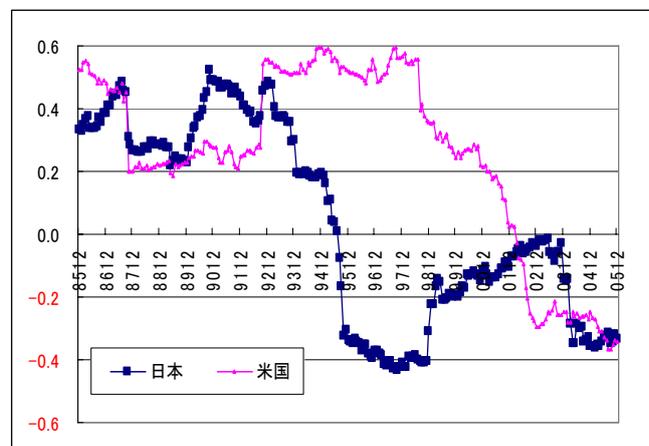
図表1：長期金利と株価



(資料) 東証、日本証券業協会、S&P社およびFRBより作成

図表2は、日米の株式と債券の相関係数の推移を示している。日米とも、以前は0.2~0.6の範囲で推移していたが、わが国は95年より、米国は2002年よりマイナスに転じている。以前のプラス相関は金融相場的、すなわち「金利上昇(低下) = 債券下落(上昇) 株価下落(上昇)」が背景に、そして近年のマイナス相関は業績相場的、すなわち「株価上昇(下落) 金利上昇(低下) = 債券下落(上昇)」が背景にあると言えよう。つまり、株式と債券の相関の正負は、その時々で金利と企業業績のどちらが株価に及ぼす影響力が大きいのか、によって決まると考えられる。

図表2：日米の株式と債券の相関係数



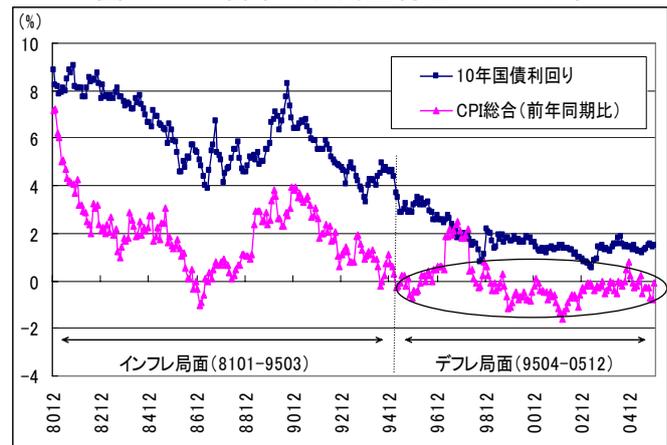
(注) 60ヶ月月次データより計算。株式は図表1と同様。
債券は、日本：NOMURA-BPI総合、米国：リーマンブラザーズ米国債券総合。

金利が株価に及ぼす影響力を考える時、わが国ではとりわけインフレ率の考慮が欠かせないだろう。そこで、インフレ率が0%近傍に位置するようになった95年を境に、インフレ局面(8101-9503)とデフレ局面(9504-0512)の2つに大きく分けてみた(図表3)。

図表4に示したとおり、インフレ局面では、インフレ率と長期金利がわずかながらプラスの相関(+0.111)を示し、長期金利にインフレ率が反映されている。しかし、デフレ局面

ではほぼ無相関(-0.005)で、長期金利にインフレ率が反映されず、金利の本来機能が弱まっている。その結果、インフレ/デフレ局面別にみた国内株と国内債の相関は、金利の本来機能が発揮されるインフレ局面では、金利が支配的となりプラス(+0.209)、一方デフレ局面では、企業業績が支配的となりマイナス(-0.219)になったと考えられる。

図表3：日本の長期金利とインフレ率



図表4：インフレ/デフレ局面別の各種相関係数(月次ベース)

	インフレ率(変化幅)との相関			国内株リターンと国内債リターンの相関
	対 国内株リターン	対 国内債リターン	対 長期金利(変化幅)	
全期間	-0.040	-0.108	0.083	0.064
インフレ局面(8101-9503)	-0.082	-0.154	0.111	0.209
デフレ局面(9504-0512)	0.052	0.013	-0.005	-0.219

相関が実際にマイナスならば、金利上昇(低下)局面で、債券下落(上昇)分以上に年金負債が減少(増加)し、積立比率が好転(悪化)するのに加え、株価上昇(下落)がそれに拍車をかける。したがって、現行の政策アセットミックス策定時に使用した、国内株と国内債の相関がマイナスなら、今後予想される金利上昇リスクへの備えは万全のようにも思える。

ところが、現在のデフレ局面下の金利上昇にも当然、「良い金利上昇(経済実体改善に起因)」と「悪い金利上昇(財政プレミアムが急拡大し、急激に高まるインフレ懸念に起因)」がある。デフレ局面におけるインフレ率上昇は、通常、実体経済の回復をもたらす株価を押し上げ、それと同時に金利が上昇する。これが良い金利上昇である。一方、インフレ懸念が急激に高まり金利が上昇すると、それは実体経済を悪化させ株価を押し下げる。これが悪い金利上昇である。

結局、国内株と国内債の相関をマイナスと想定した政策アセットミックスは、「良い金利上昇(株価上昇 金利上昇)」にベットし(賭け)すぎで、「悪い金利上昇(金利上昇 株価下落)」リスクを過小評価している可能性がある。したがって、将来見通し次第で、国内株式の取扱いを再検討する必要があるだろう。国内株とインフレ率が月次ベースでほぼ無相関(図表4)である点も踏まえると、負債が何らかの形で若干インフレ連動する年金運用においては、国内株に代わるインフレ対応資産(不動産、コモディティ、物価連動国債など)の組入れを、「悪い金利上昇」対策として、本格検討すべき時期が到来しつつあると言えよう。

(佐々木 進)