

(年金運用)：イールドカーブ変化は株価リターンを予測できるか？

イールドカーブの変化は景気サイクルや中央銀行の金利政策の予測に役立つと考えられるので、株価リターンを予想できるか検証した。現在の金利サイクルは日米ともに「ブル・フラットニング」であるが、過去の分析からは大きな株価リターンは期待できない局面である。

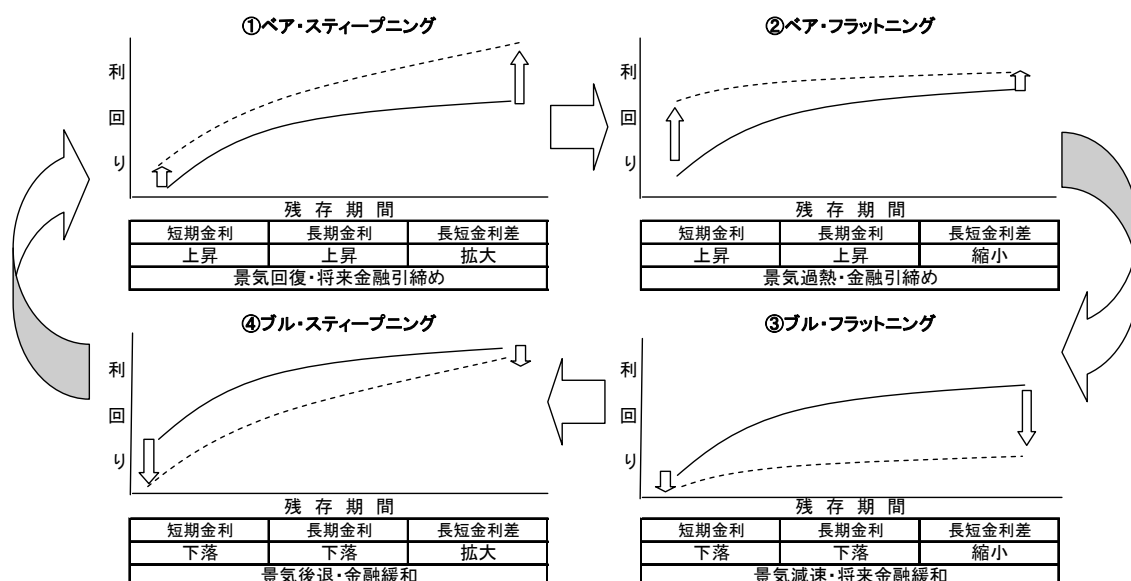
イールドカーブは償還までの期間(残存期間)が異なる債券の利回りを描いた利回り曲線であり、期間の長短が生み出す利回りの関係(金利の期間構造)を表す。イールドカーブの変化はマクロ経済の景気サイクルを反映すると考えられる。本稿は日米の景気サイクルを分析し、さらに株価リターンとの関係を検証してみた。

各国の中央銀行は金融政策により短期金利を調節するが、長期金利は投資家が将来の金融政策を予測し、事前に織り込んで変動すると考えられている。そのためイールドカーブは以下の特徴的な形状変化をする。

「弱気^(注1)な傾斜化(ベア・スティーピング、図表1①)」は景気回復により将来の金融引締めを織り込んで長期金利が既上昇している状態である。「弱気^(注1)な平坦化(ベア・フラットニング、図表1②)」は景気過熱により中央銀行が金融引締めを行い、長期金利は先行して上昇している状態である。

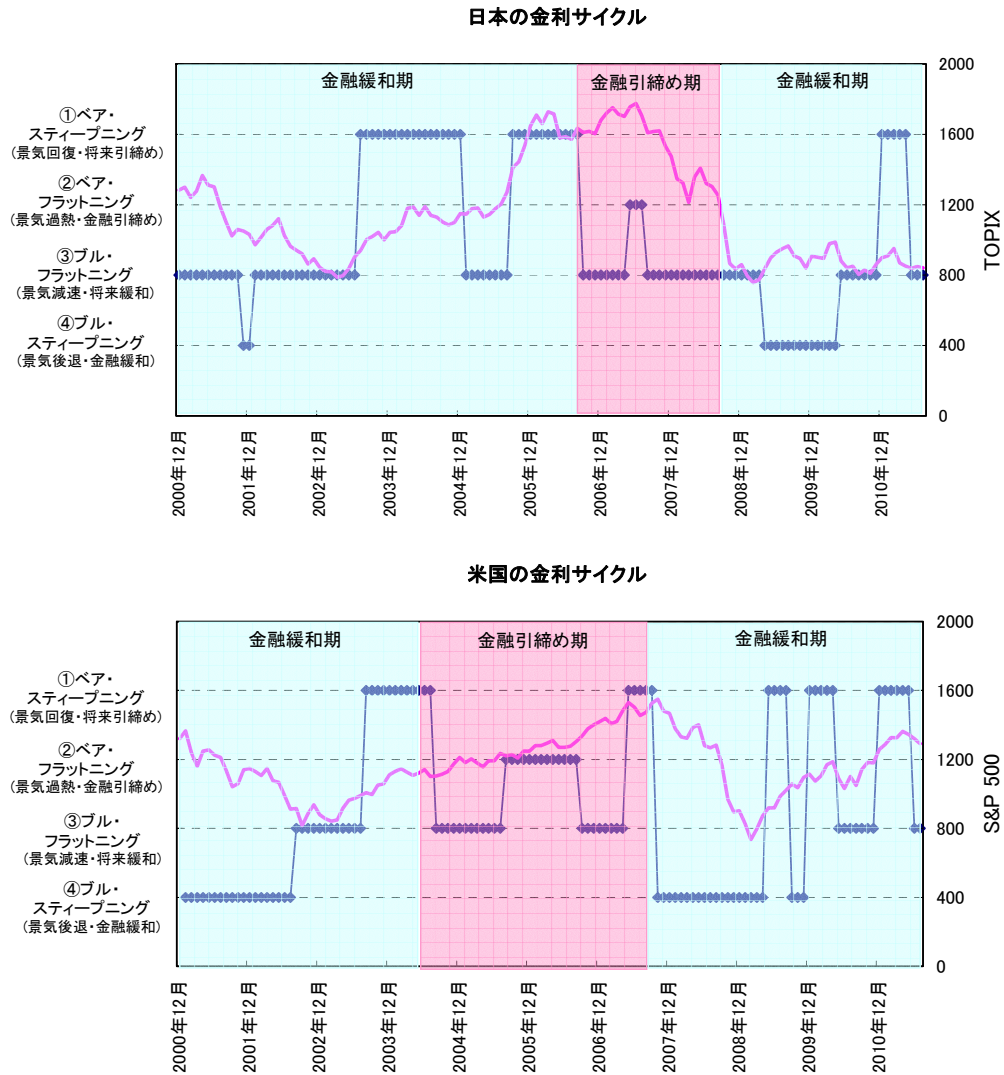
「強気^(注2)な平坦化(ブル・フラットニング、図表1③)」は景気減速により将来の金融緩和を織り込んで長期金利が既に低下している状態である。「強気^(注2)な傾斜化(ブル・スティーピング、図表1④)」は景気後退により中央銀行が金融緩和を行い、長期金利は先行して低下している状態である。

図表1：イールドカーブの形状変化と景気サイクル・金融政策



1999年12月末から2011年7月末までの国債金利データを用いて日米の金利サイクルを判定した。短期金利には3ヶ月国債金利、長期金利には10年国債金利を用い、それぞれの金利で前月との金利差を12ヶ月指数移動平均^(注3)として計算した。短期金利・長期金利・長短金利差の前月差の上昇・下落から金利サイクルを判定し、各金利サイクルは2ヶ月以上続くものとして修正した。

図表2：日米の金利サイクルと株価



※金融引締め期は中央銀行が利上げおよび高金利政策を継続、金融緩和期は利下げおよび低金利政策を継続。
 (資料) DataStream を用いて筆者作成

現在日米ともに金融緩和政策により短期金利は0%近辺に誘導されているが、2011年前半は景気回復期待から「ベア・スティーピング」であった。直近では景気後退懸念から「ブル・フラットニング」に移行し、今後も両国の中央銀行はしばらくの間低金利政策を継続すると考えられ、直近長期金利は低下傾向にあるので、「ブル・フラットニング」が続くであろう。

図表2は各金利サイクルを判定し、日本では株価推移に TOPIX、米国は S&P500 を用いて記載した。金利サイクルと株価の関係を見ると、景気回復を示す「ベア・スティーピング」では株価上昇、景気後退を示す「ブル・スティーピング」では株価下落が観測される。そこで日

米の金利サイクルと株価の月次平均リターンの関係を金融政策別に分析した(図表3)。

図表3: 日米の金利サイクルと株価リターンの関係

	日 本						米 国					
	金融緩和期			金融引締め期			金融緩和期			金融引締め期		
	月数	株価リターン	t値	月数	株価リターン	t値	月数	株価リターン	t値	月数	株価リターン	t値
①ベア・スティーブニング	33	1.478%	1.240	2	1.515%	0.617	27	2.069%	3.906***	5	-0.774%	-0.590
②ベア・フラットニング	0	—	—	3	0.146%	0.069	0	—	—	13	0.438%	0.883
③ブル・フラットニング	53	-1.306%	-1.804*	22	-1.712%	-1.511	21	0.330%	0.269	20	1.238%	2.632**
④ブル・スティーブニング	15	1.571%	1.878*	0	—	—	42	-1.842%	-2.037**	0	—	—

t値の***は両側検定1%有意水準、**は両側検定5%有意水準、*は両側検定10%有意水準を示す。

(資料) DataStream を用いて筆者作成

日米ともに現在の金利サイクルである金融緩和期の「ブル・フラットニング」では市場は更なる金融緩和を求めていると考えられる。過去の分析からは大きな株価リターンが期待できず、しばらくは株価が低迷する可能性が高い。ただ早晚金利サイクルが金融緩和期の「ベア・スティーブニング」に移行し、景気回復期にあり将来の金融引締めを織り込み始める局面では大きな株価リターンが期待できる。

このようにイールドカーブの形状と株価リターンは景気サイクルや金融政策を通して密接に関係しており、株式投資する際にもイールドカーブ変化を注視していく必要がある。今後の日米の金融政策や長短金利の動向は株価の推移を予想する上でも注目される。

(伊藤 拓之)

(注1) 金利上昇、つまり債券価格は下落するため、弱気(ベア)となる。

(注2) 金利低下、つまり債券価格は上昇するため、強気(ブル)となる。

(注3) 指数移動平均は、移動平均の重みを指数的に減少させ、最新のデータを重視し、古いデータを切り捨てない。

$$y_t = y_{t-1} + \frac{\lambda}{n+1}(Y(t) - y_{t-1}) \quad y_t : \text{時点 } t \text{ における移動平均, } Y(t) : \text{時点 } t \text{ におけるデータ, } n : \text{データ数}$$

発行: ニッセイ基礎研究所

〒102-0073 東京都千代田区九段北 4-1-7 九段センタービル

FAX: 03-5512-1082, E-mail: report@nli-research.co.jp

年金ストラテジーWeb アドレス

http://www.nli-research.co.jp/report/pension_strategy/index.html

本誌記載のデータは信頼ある情報源から入手、加工したのですが、その正確性と完全性を保証するものではありません。本誌内容について、将来見解を変更することもあります。本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。ニッセイ基礎研究所の書面による同意なしに本誌を複写、引用、配布することを禁じます。