

## (年金運用)：債券・株式収益率の相関をどう考えるか

昨年、内外における株式と債券リターンの相関係数が 20 年ぶりにプラスに転じた。背景には金融政策がインフレ重視に転換したことがある。この状態がどれだけ続くのか予断は許されず、基本ポートフォリオの策定にあたっては、慎重に検討する必要がある。

年金の基本ポートフォリオ（政策アセットミックス）構築において、主要資産である株式と債券の相関係数は重要な役割を持つ。例えば、株式 40%、債券 60% のポートフォリオにおいて、各々の標準偏差を 20%、5% とすると、相関係数が 0.3 であれば、ポートフォリオ全体のリスク（標準偏差）は 9.3% であるのに対して、0、▲0.3 であれば、それぞれ 8.5%、7.7% になる。

米国での株式・債券リターンの相関係数は、1960 年代まではマイナスであったのが、70 年代以降はプラス、さらに 2000 年代にはマイナスに戻った。ところが、この 1、2 年相関係数はプラスになっており、それがいつまで続くかと議論を呼んでいる。あえて一言でいうと、相関係数の符号は、金融政策の目標が景気（失業率）かインフレ率か、に依存する（図表 1）。

図表 1：2つのレジームの比較

金融政策	景気循環レジーム		インフレレジーム	
	金融緩和	金融引締	金融緩和	金融引締
目的	不況脱出・金融システムの安定	景気過熱・資産バブルのコントロール	需要創造・雇用の創出	物価抑制・総需要のコントロール
債券	値上がり	値下がり	値上がり	値下がり
株式	値下がり	値上がり	値上がり	値下がり

（筆者作成）

景気や金融システムリスクが重視される時代（景気循環レジーム）では、景気が上向けば企業収益が改善し、株価が上昇する。資金需要が盛りあがる上、金融引締め策がとられて債券価格は下落する。他方、景気悪化局面では企業収益が低下し、株価が下落する。民間資金需要が低迷する上に金融緩和政策がとられるので、金利が低下し債券価格は上昇する。特にリーマンショックのような金融危機時には、投資家が株式投資の際に要求するリスクプレミアムが拡大するので株価の下落幅が大きくなり、債券リターンとのマイナスの相関が強くなる。

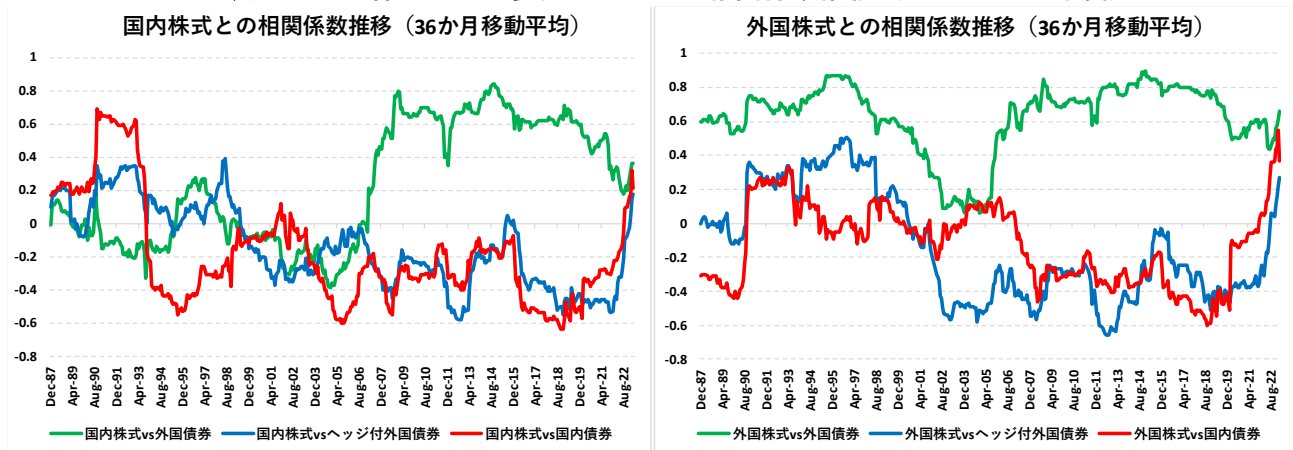
物価抑制を重視するインフレレジームでは、予期せぬ物価上昇があると、実質利回りを維持するため長期債利回りが上昇する。インフレを抑えるための金融引締め政策が金利上昇を加速し、債券価格は下落する。企業の売上高が減る上、将来の収益から適正な株価を算定する際に使う割引率（＝リスクフリーレート＋リスクプレミアム）が上昇するため、株価も下落する。他方、物価が安定すれば金融引締は終了する。長期金利が低下し、債券は値上がりする。景気回復（売上の増加）により企業収益の見通しが改善し、割引率も低下するので、株価は値上がりする。このように債券価格・株価が同じ方向に動くので相関係数はプラスとなる。

レジームを決めるのはインフレ率の変動である。米国消費者物価上昇率の標準偏差（年率）は、1971-2000 年が 3.2%、2001-2020 年は 1.1% であった。2000 年代以降はインフレ率の変動が小さく、当局の主な関心は景気後退さらにバブル崩壊による金融システム危機であった。景気循

環レジームの金融政策の下、株式と債券リターンの間の相関係数はマイナスになった。

日本ではどうか。年金ポートフォリオの主要な資産クラスのうち、リスク寄与度が大きい内外株式について、国内債券、外国債券、ヘッジ付き外国債券の3つの債券クラスとの間の 1985 年度以降の相関係数の推移を計測した（36 か月移動平均：図表 2）。

図表 2：内外株式と内外債券リターンの相関係数推移（1985—2022 年度）



（出所：各種ベンダーのデータから筆者作成）

図表 2 のように内外株式どちらも、金融政策レジームが変わった 2004 年前後に転換点がある。その上で第 1 の特徴として国内株式と外国債券の相関は、前半（転換点以前）はほぼゼロであるのに対し、後半では 0.7 と高い相関を示している。一方、国内株式と国内債券及びヘッジ付き外債の間の相関係数は、前半はゼロを中心に変動しているのに対して、後半はどちらもマイナス 0.4 付近を推移している。また、後半では 2 つの債券クラスを表す、青色と赤色の折れ線が重なっており、国内株式との相関では両者が似通った特性を有していることがわかる。

第 2 に外国株式と外国債券との相関係数は、全 38 年間を通じて 0.6 前後で推移した。米国内で株式・債券リターンの相関がマイナスになった後半でも 0.6 に止まっているのは、為替レートの影響であろう。現地通貨建てのリターンが株式でプラス、債券でマイナスであっても、現地の金利上昇が円安を招けば円建ての外国債券リターンはプラスに転じうる。一方、外国株式と国内債券、ヘッジ付き外債の相関はここでも非常に似た推移を辿っている。最後にこの 1、2 年は、内外株式と国内債券及びヘッジ外債の相関係数が上昇して対外国債券と同水準となっている。海外では金融引締めにより、株式・債券ともにマイナスリターンとなった。日本でも金融政策転換の観測が生じ、国内債券、ヘッジ付き外債ともにマイナスのリターンとなった。

まとめるなら、2004 年前後から先進国市場の一体化が進み、国境をまたぐ市場、すなわち国内株式とヘッジ付き外債、外国株式と国内債券でも、リターン間にマイナスの相関がみられた。しかし、金融政策がインフレレジームに転換した 2020 年以降は、内外株式・債券の相関係数はプラスに転じた。変化を引き起こしたインフレレジームの金融政策が続くのかどうか、その答えは誰にもわからない。当面、景気循環、インフレどちらのレジームも前提とせず、外国株式・外国債券間以外は株式・債券リターンの相関係数をゼロとして、基本ポートフォリオを策定するのが堅実な対応かもしれない。

（名古屋市立大学名誉教授 臼杵 政治）