

2021年6月22日

40年の体験に基づく、米国金利上昇事例の回顧 — 18回の金利上昇時の株価は14勝4敗

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

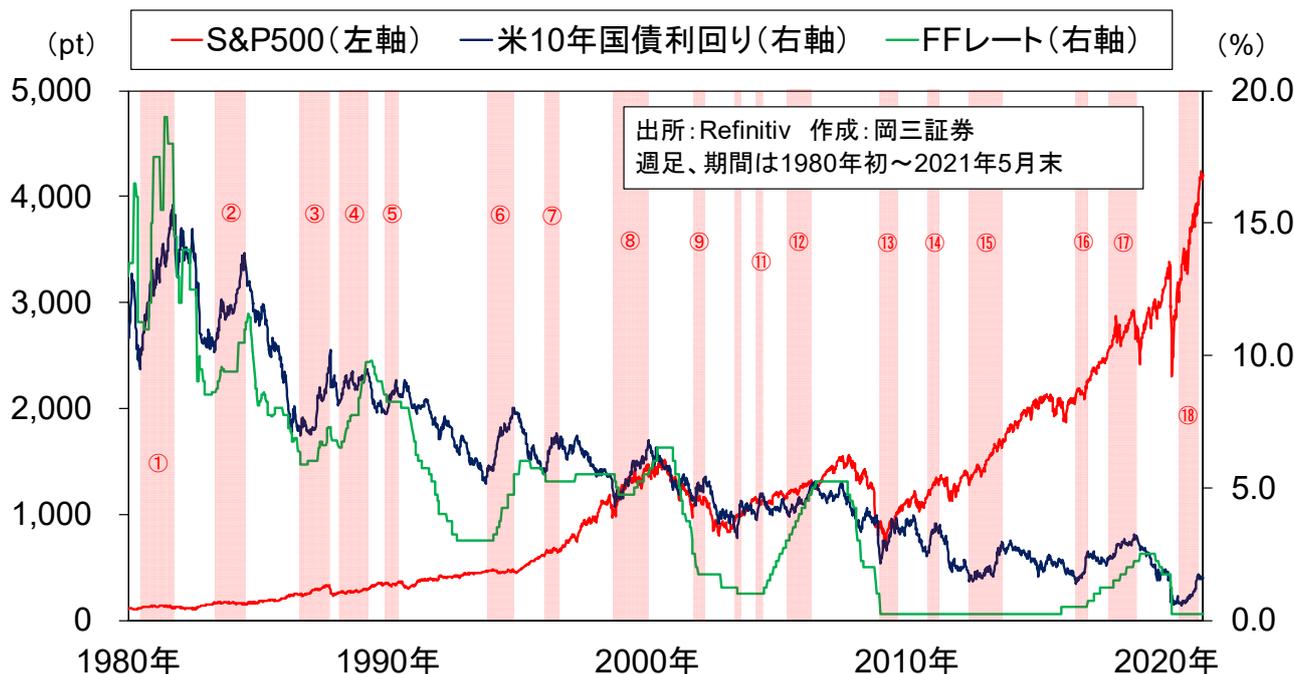
■長期金利の上昇局面を回顧

長期的な金利底入れも、低金利環境継続

このところ、世界的に長期金利上昇の影響に関心が高まっている。6月の米国FOMCでは利上げに向けた動きが示された。当TODAYでも金利上昇への対応を何度か議論してきた。そこで今回は、米国の長期金利の変動を筆者の40年に亘る金融市場における体験を踏まえて振り返ることとする。1980年代以降金融市場を一貫してフォローしてきた立場として、過去40年間の金利低下傾向が節目を迎えた可能性もあることから、ここで改めて長期金利の上昇局面を振り返る必要があると感じている。

以下の図表は、1980年以降の長期金利とS&P500の推移である。その間に金利上昇局面が18回あったが、その際の株価は上昇14回、下落4回の14勝4敗、勝率78%となった。

米国の長期金利と株価の推移（1980-2021年）



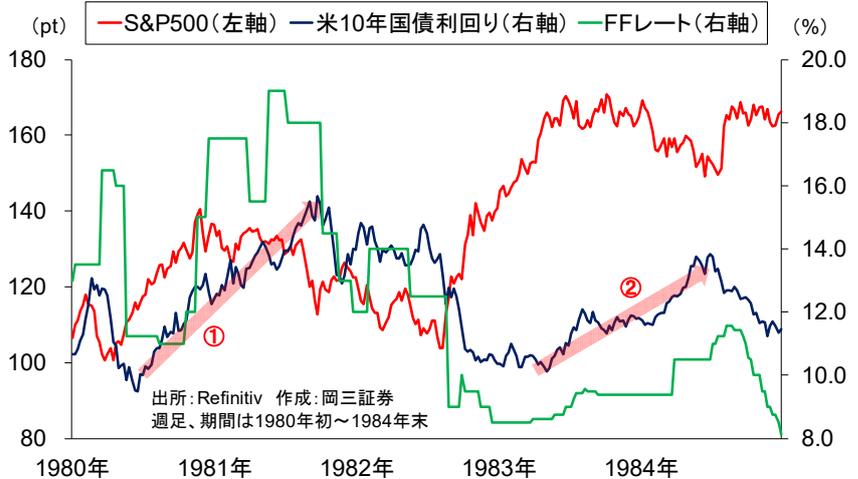
※6頁に各期間の選出要件を記載

■世界的金利上昇のドライバーは米国

1980年代前半、二桁の米国長期金利

以下では1980年以降の米国の債券・株式市場の推移を5年ごとに振り返る。世界的金利上昇のドライバーは米国にあった。米国市場の1980年代前半はインフレの対応局面で、ボルカーFRB議長（当時）の新金融調節によりマネーサプライ管理の目的で短期金利、長期金利ともに上昇が容認された状況になり、株式を含め経済に下押し圧力がかかりやすかった。

米国の長期金利と株価の推移（1980-1984年）



1980年代後半、ブラックマンデー前の金利上昇も含め、市場の過熱から利上げに

米国の1980年代前半のインフレに対処した高金利政策により、ドル高に端を発する経済の停滞が生じた。これを受け1980年代半ば以降、世界的に金利引き下げの動きに転じた。金融自由化に伴う市場拡大に対し、1987年以降の金利上昇が1987年10月のブラックマンデーの一因につながったが、株式市場の下落は一時的にとどまり、株価は上昇トレンドが続いた。その後、金融市場の過熱に対する利上げが続いた。

■ブラックマンデー後も株価は上昇トレンド継続へ

米国の長期金利と株価の推移（1985-1989年）



■実質金利ゼロが続くも、1990年代半ばにかけて長期金利は上昇

1990年代前半、不動産不況後の金利上昇

米国の1990年代前半は、湾岸戦争での一時的な原油価格上昇に伴う金利上昇が生じた。もっとも、その後は不動産不況、新興国の不良債権問題に対処した金利引き下げ局面が続いた。1993年にはFFレートの実質金利ゼロが続いたが、その後長期金利が急転し、大幅な金利上昇局面に入った。

米国の長期金利と株価の推移（1990-1994年）



1990年代後半、「根拠なき熱狂」と金利引き上げ

1997年の金利上昇は、グリーンズパンFRB議長（当時）による「根拠なき熱狂」発言による利上げで、株式市場は一時的に調整を余儀なくされた。もっとも、その後はITバブルに向かい上昇基調が続いた。

■「根拠なき熱狂」からITバブルへ

米国の長期金利と株価の推移（1995-1999年）



■ITバブルと住宅ブーム

2000年代前半、ITバブル後の金利低下は2003年に底入れ

米国の2000年代前半はITバブル崩壊後の金利低下トレンドが2003年に底を付け、その後は断続的な金利上昇に転じた。株価も2003年を底に住宅ブームのなかで回復が続いた。

米国の長期金利と株価の推移（2000-2004年）



2000年代後半、リーマンショック後の緩和と金利反転

米国の2000年代後半の長期金利はサブプライムブームのなかで上昇が続き、株価も堅調に推移した。その後、サブプライム問題の顕現化、リーマンショックを機に、一転金利は低下し、株価は暴落した。金融危機後、2008年に緊急経済安定化法が成立すると、危機が収縮に向かうとの期待から長期金利は反転、株価も時間差をもって上昇に転じた。

■リーマンショックで株価は暴落、金利は急低下

米国の長期金利と株価の推移（2005-2009年）



■金融政策の思惑に反応

2010年代前半、リーマンショック後のテーパリング

米国の2010年代前半は金融政策の思惑に反応する状況が続いた。2010年には量的金融緩和第2弾（QE2）への思惑で長期金利は上下した。その後、2012年以降、バーナンキFRB議長の量的緩和からの正常化論で長期金利が上昇し、2013年にはテーパータントラムによる上昇も話題になった。その間、株価は世界金融危機からの回復基調が続いた。

米国の長期金利と株価の推移（2010-2014年）



■2015年末、FRBは利上げに転じた

2010年代後半～現在、ポスト・コロナショックへの金利上昇

米国の2010年代後半の長期金利は、FRBがリーマンショック後の緩和姿勢から2015年末に利上げに転じ、断続的な長期金利上昇が生じた。米国株式市場は回復基調が続いたが、2018年末にかけては金融緩和の縮小や米中摩擦に伴う世界的な不安を受けて一時的に下落した。

米国の長期金利と株価の推移（2015-2021年）



■ コロナショックによる異例の金融緩和が続くなか、株価は史上最高値圏へ

また2020年以降はコロナショックに伴い、米国の政策金利はリーマンショック以来のゼロ金利に回帰、長期金利も史上最低の0.5%割れに低下した。その後、2020年後半からは金融政策の正常化に向けた観測が生じ、長期金利は1%以上の上昇になった。2020年初に株価は急落したものの、異例な金融緩和が続く中で株価は史上最高値圏での推移となっている。

18回の金利上昇局面総括 – 株価リスクはむしろ金利低下

以上、筆者の金融人生40年の米国市場を振り返った。1980年代、米国はインフレ抑制での金利引き締めバイアスを色濃く残し、ドル高、経済下押し、株価下落圧力を加えることが繰り返された。

1990年代に入ってから、高金利かつインフレ圧力の中で引き締めバイアスが断続的に経済や株価に影響を与えた。だが、その後2000年代に入ってから、一転して金利上昇に伴う株価への影響は限定的になっている。

市場は依然、金利上昇におびえる状況にある。ただし、2020年のように金利が低下するなかでも株価が上昇する「いいとこどり相場」はあくまでも例外的であり、過剰流動性によるものであった。通常、株式と債券は逆相関の関係にあり、現在はその正常化への過渡期的な状況だ。冒頭の40年の長期金利低下傾向にあるように、今日の市場参加者にとって金利は低下傾向であることがデフォルトになっているため、金利上昇に対して過度に神経質になりやすい。急な金融引き締めに伴う、債券安・株安の悪い金利上昇はコロナショックに伴う出口では生じにくいシナリオだろう。むしろ、真のリスクは金利が低下するような経済状況に逆戻りすることにある。

■ 現在は株式と債券が逆相関の関係に回帰する過渡期的な状況

過去18回の金利上昇局面

①	期間	10年債利回りの変化			株価動向			概要		
		前	後	変化幅 (%pt)	前	後	変化率 (%)			
①	1980/6/20 ~ 1981/9/25	9.49	⇒	15.68	6.2	114.06	⇒	112.77	-1.1	ボルカー議長の新金融調節
②	1983/5/6 ~ 1984/6/29	10.13	⇒	13.84	3.7	166.10	⇒	153.18	-7.8	米、高金利政策
③	1986/8/29 ~ 1987/10/16	6.95	⇒	10.22	3.3	252.93	⇒	282.70	11.8	ブラックマンデー前の利上げ
④	1988/2/5 ~ 1989/3/17	8.12	⇒	9.49	1.4	250.96	⇒	292.69	16.6	米国バブル経済への利上げ
⑤	1989/11/24 ~ 1990/4/27	7.80	⇒	9.07	1.3	343.97	⇒	329.11	-4.3	株式市場過熱感の中での金利上昇
⑥	1993/10/15 ~ 1994/11/4	5.15	⇒	8.02	2.9	469.50	⇒	462.28	-1.5	緩和からの転換利上げ
⑦	1996/1/19 ~ 1996/7/5	5.52	⇒	7.04	1.5	611.83	⇒	657.44	7.5	金利底入れからの利上げ
⑧	1998/10/2 ~ 2000/1/21	4.29	⇒	6.77	2.5	1,002.60	⇒	1,441.36	43.8	ITブームの中での利上げ
⑨	2001/11/9 ~ 2002/3/29	4.31	⇒	5.40	1.1	1,120.31	⇒	1,147.39	2.4	金利底入れ期待からの反発
⑩	2003/6/13 ~ 2003/8/15	3.11	⇒	4.53	1.4	988.61	⇒	990.67	0.2	金利底入れからの利上げ
⑪	2004/3/12 ~ 2004/6/11	3.77	⇒	4.80	1.0	1,120.57	⇒	1,136.47	1.4	住宅回復にけん引された金利上昇
⑫	2005/6/24 ~ 2006/6/23	3.92	⇒	5.23	1.3	1,191.57	⇒	1,244.50	4.4	サブプライムブームでの利上げ
⑬	2008/12/19 ~ 2009/8/7	2.13	⇒	3.86	1.7	887.88	⇒	1,010.48	13.8	リーマンショック後の金利底入れ
⑭	2010/10/8 ~ 2011/2/4	2.40	⇒	3.64	1.2	1,165.15	⇒	1,310.87	12.5	景気回復下の利上げ
⑮	2012/7/20 ~ 2013/12/27	1.46	⇒	3.01	1.5	1,362.66	⇒	1,841.40	35.1	量的緩和縮小に
⑯	2016/7/8 ~ 2016/12/16	1.37	⇒	2.60	1.2	2,129.90	⇒	2,258.07	6.0	利上げ転換
⑰	2017/9/8 ~ 2018/10/5	2.06	⇒	3.23	1.2	2,461.43	⇒	2,885.57	17.2	利上げ継続
⑱	2020/7/31 ~ 2021/3/19	0.54	⇒	1.73	1.2	3,271.12	⇒	3,913.10	19.6	コロナからの回復

出所：Refinitiv 作成：岡三証券 週次、前後半年間における米10年債利回りを集計し、各時点における最小値と最大値の差が+1%以上生じた期間を「金利上昇局面」と定義した。株価はS&P500を参照

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<https://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ではありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品質料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみには配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布:

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年11月改訂)