

金利とは預金や債権に対する利息・利子の割合を表す。インフレ率を加味した調整を行っていない金利を”名目金利”、インフレ率を差し引いた物を”実質金利”という。

[金利と株価] (別記理論株価参考)

一般的には、金利と株価は相反するシーソーのような関係となることが多い。

金利が下落した場合、企業は融資を受けやすくなり、事業拡大による売上の伸びが期待できるため**株価は上昇**します。加えて、金利が下落した場合は、銀行預金や債権を保有するよりも株式を保持した方が利回りが良くなるため、資金はマーケットに流れて**株価は上昇**する傾向となります。金利が上昇した時は逆の現象が起き、**株価は下落**することとなる。

[金利と国債]

一般的には、金利と国債取引の関係は、上記の金利と株価の関係と反対の関係を示す。すなわち、金利の下落は国債金利の低下を及ぼすので、株価の上昇とは逆に国債価格は低下することとなる。他方、金利の上昇は株価の下落を引き起こすが、国債金利の上昇につながる。

[金利と景気政策]

このように、金利と株価は反比例の関係、金利と国債は正比例の関係を示す。従前中央銀行は景気政策として、不況の時は景気の刺激・拡大策として資金供給と需要を拡大する。そのために金利引き下げ政策をとる。他方、活況の時は引き締めをはかるため、金利の引き上げ政策をとる。

【金利と株価の相関－理論株価】

実際に金利が上昇すると、株価にどの程度影響があるのでしょうか。これを推測するにあたり、理論株価の考え方があります。理論株価は次の式で定義されます。

$$\text{理論株価} = \text{EPS} / (\text{名目金利} + \text{リスクプレミアム} - \text{EPS成長率})$$

リスクプレミアムは一般的に6%前後と設定されます。金利上昇によるバリュエーション、グロース株への影響では今回のケースのように金利が上昇局面となった場合、バリュエーションとグロース銘柄にどのような影響があるのかをシミュレートしてみましょう。

◆バリュエーション銘柄の場合 EPS = 100円 EPS成長率 = 1.0% リスクプレミアム = 6.0%を仮定した時

◎金利が0.5%の場合 理論株価 = $100 / (0.005 + 0.06 - 0.01) = 1818$ 円

◎金利が2.0%まで上昇した場合 理論株価 = $100 / (0.02 + 0.06 - 0.01) = 1429$ 円

下落幅は $(1818 - 1429) / 1818 \times 100 = 38.2\%$

◆グロース銘柄の場合 EPS = 100円 EPS成長率 = 5.0% リスクプレミアム = 6.0%を仮定した時

◎金利が0.5%の場合 理論株価 = $100 / (0.005 + 0.06 - 0.05) = 6667$ 円

◎金利が2.0%まで上昇した場合 理論株価 = $100 / (0.02 + 0.06 - 0.05) = 3334$ 円

下落幅は $(6667 - 3334) / 6667 \times 100 = 49.9\%$

EPS成長率の高いグロース株の方が、高金利となった場合の株価下落影響を受けやすいことが分かります。

◆まとめ

金利と株価の相関、金利上昇がバリュエーション株およびグロース株に与える影響について整理しました
 まとめると 金利は預貯金や債権に対する利息や利子のこと
 金利と株価はシーソーのように相反する関係となることが多い
 金利グロース株の方が金利上昇による株価下落影響が大きい
 です。株価は複数の要因で変動します。

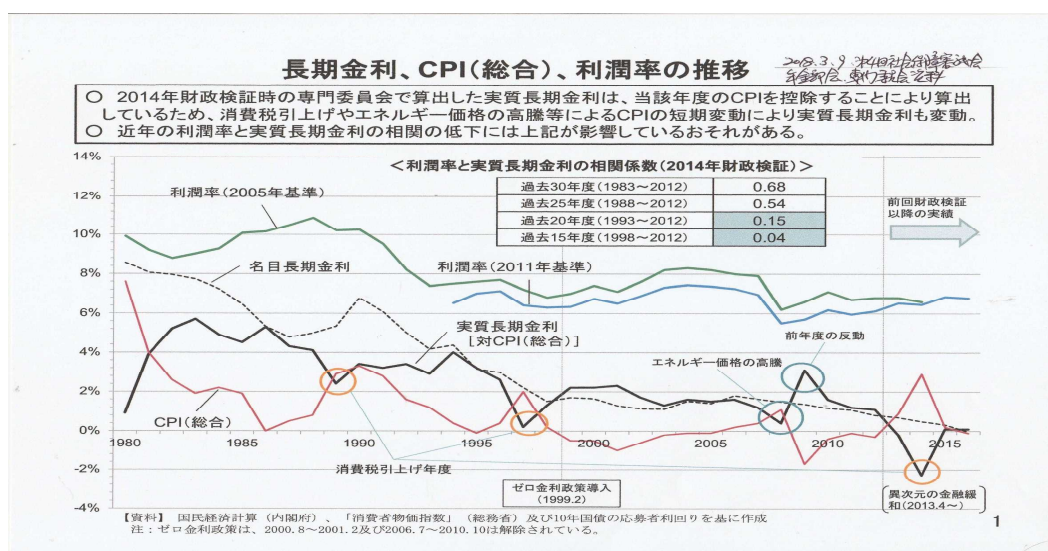
大きく変化した金利水準—ゼロ金利からマイナス金利時代へ

今日、これまで我々が想定しえなかったゼロ金利の時代に入っている。資本論で示されているように、利潤率と利子率との関係は相関した関係にあり、不変資本の増大による利潤率の傾向的な低下は、同時にに利子率の低下をもたらす。

又、大手資本の自己資本比率の充実と銀行依存から脱却は、再生産の銀行からの資金需要の低下させ、利潤率の低下と平行して一層金利水準を低下させる圧力として現れる。



長期金利の推移



長期金利は10年国債の金利に代表される。上記のグラフに見るように、日本の長期金利は1980年代までは平均6%台を維持してきたが、90年代に入ると急速に金利は低下、2016年には史上初めてのゼロ金利を出現するものとなった。

従前であれば、不況—好況—不況という景気循環をたどってきた経済サイクルが変化し、金利引き下げ政策で好況に転換していくものにならない、不況の長期化が進むものとなっている。今日これまでに経験したことのないマイナス金利が起きている。

【ゼロ金利】 銀行どうしが担保なしでお金を借りて翌日に返すときに使う無担保コール翌日物金利（無担保コールレイトオーバーナイト物、政策金利）をゼロ%にすること。日本銀行は短期金利の代表格である無担保コール翌日物金利を金融政策で動かす金利の誘導対象としている。

無担保コール翌日物金利をゼロ%まで下げると、中長期金利、銀行の預金金利、貸出金利などが低下し、**金融市場や实体经济にお金が十分に行き渡り、景気を刺激し企業や個人の経済活動が活発になる効果を期待する**。日本では、バブル経済崩壊後の景気悪化に金融危機が重なった1999年（平成11）2月から2000年8月までと、デフレ懸念が強まった2001年3月から2006年7月まで日銀は潤沢な資金を提供し、ゼロ金利に誘導した。

金利がゼロ%になれば、金利が極端に低い通貨への投資は敬遠されるため、円高を抑え、自動車など国内輸出産業を下支えするねらいもあった。ただ日銀が1999年にゼロ金利政策をとっても、**日本経済は投資や消費にお金が回らない「流動性のわな liquidity trap」に陥った。このため日銀はゼロ金利政策より、さらに極端な金融緩和策である「量的緩和 quantitative easing 政策」を2001年3月に導入、デフレ経済からの脱却を旨とした。**

一般に、ゼロ金利は景気刺激効果をもつとされるが、一方で、家計の利子収入が減少するなどの害も指摘されている。

【マイナス金利】

一般的には、お金の借り手が貸し手に利子を支払うのが普通であるが、逆に、貸し手が借り手に利子を支払う状態を意味する。通常の経済状態でマイナス金利が発生することはないが、超低金利下や金融危機時などに、信用力のある通貨・債券・金融商品などの取引でマイナス金利が発生することがある。理論的には、投資家はマイナス金利の取引をするより、資金を貸さずに現金で保有したほうが有利であるため、マイナス金利はおこりえない。しかし、大量の現金保有は保管・輸送コストがかかるほか安全面に問題があるため、**利子を払ってでも、すぐに換金できる安全資産にしたほうが得だと判断する場合があります、この結果、実際にはマイナス金利が発生することがある。**

2000年代前半に深刻なデフレに陥った日本では、短期資金を貸し借りする短期金融市場でマイナス金利が生じたほか、リーマン・ショック時のアメリカや、ヨーロッパ債務危機に見舞われたドイツなどの国債取引でマイナス金利が発生した。

また、投資や消費を活発にするため、**民間銀行が中央銀行に余剰資金を預けた場合**、民間銀行に手数料の支払いを求める政策をマイナス金利政策とよぶ。これまでスイス（1970年代）、スウェーデン（2009年）、デンマーク（2012年）で導入されたことがあり、2014年6月には主要国・地域として初めてヨーロッパ中央銀行（ECB）がマイナス金利政策を導入した。

2003年（平成15）1月、日本の短期金融市場において、外国銀行間で初めてマイナス金利の取引が成立した。当時、日本の銀行は世界的に信用度が低く、外国銀行からドルを調達するには高めの手数料を払う必要があった。このため外国銀行は短期金融市場で円資金を貸す場合、相手に利子を払っても儲（もう）けることができたことからマイナス金利が発生した。

これは日本の民間銀行や金融システムへの不信の表れであった。リーマン・ショック時やヨーロッパ債務危機時には、信用力のあるドイツ国債やアメリカ国債に投資資金が集中し、国債の購入価格よりも満期時に受け取る額が低くなるマイナス金利の取引となった。投資による利益よりも、現金化しやすい国債のほうが安全であるとの思惑によるものである。その後、ヨーロッパでは安全資産とみなされたオランダ、スイス、フランス、オーストリア、フィンランド、デンマークなどの国債取引でもマイナス金利が発生した。

2014年には債券と現金を一定期間交換する日本の債券貸借（レポ）取引で、マイナス金利が生じた。これは、日銀が量的・質的金融緩和（異次元緩和）によって日本国債を大量に買い入れているため日本国債の流通量が極端に不足し、国債を預けて資金を借りる側が金利を受け取るようになったためである。

名目金利から物価上昇分を差し引いた実質金利が、インフレなどの物価高騰時に、名目金利を物

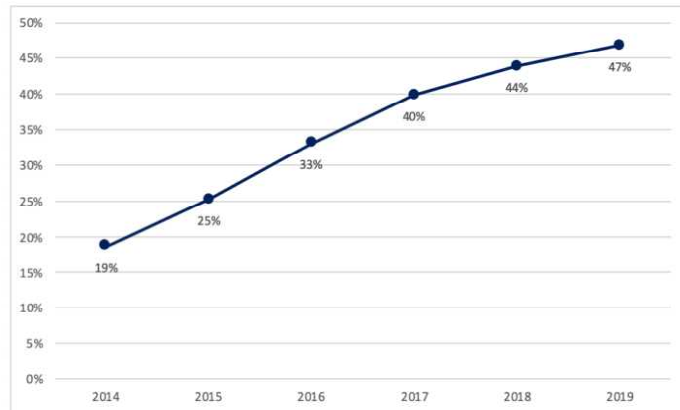
値上昇率が上回ってマイナス金利になることもある。2010年以降、中国、韓国、タイ、インドネシアなどでは経済成長に伴って物価が上昇した半面、自国通貨高を回避するため名目金利を低めに抑える金利政策がとられたため、実質金利がマイナスに陥った。

日銀と国債所有の増大

日本銀行が保有する国債の総額残高
(2021年3月19日現在) 単位億円

2年債	302,377
5年債	1,064,919
10年債	2,082,689
30年債	341,462
40年債	127,189
合計	5,285,962

普通国債残高の日銀保有比率推移



2013年3月末時点において日銀が保有する国債残高は約135兆円でしたが、2021年3月現在528.6兆円と4倍以上に膨れ上がりGDP相当額になっています。

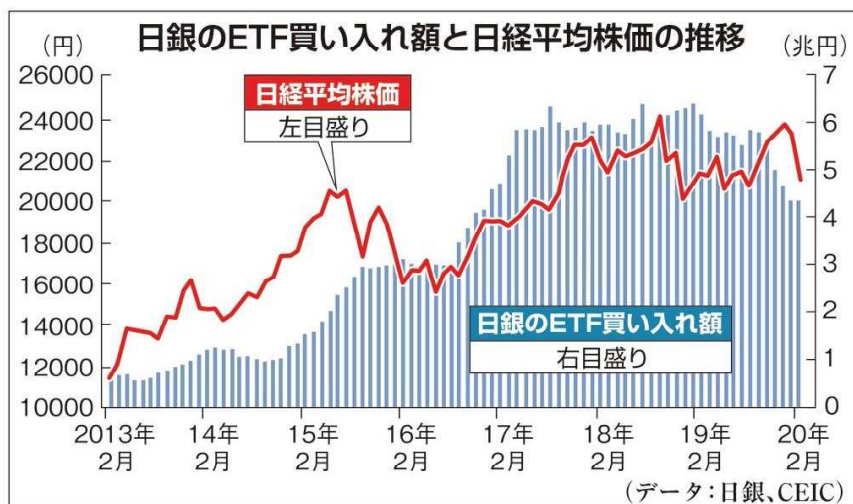
国債残高に占める日銀保有国債の比率は、8年間で18%から2021年度末国債発行残高990.3兆円に対し54%と過半を超えた。

年限が短い国債の保有割合が減り、年限が長期の国債の保有割合が増えていることが示唆されています。財政法5条で禁止されている日銀の国債保有増大は、特例である借換債(償還1年以内)の発行・増大によるものである

日銀とETF(上場投資信託)の買い入れ

2010年12月、日銀はリーマンショックで低迷する株価や景気底上げを目的にETFの買い入れを始めた。ETFは日銀が直接買うのではなく、信託銀行へ日銀が委託して購入する、信託銀行が買ったETFを日銀が買う方式をとっている。

その買入額は、2014年までは1兆円から2兆円内であったが、2015年以降3兆円、17年以降急激に増大し6兆円台に増高している。



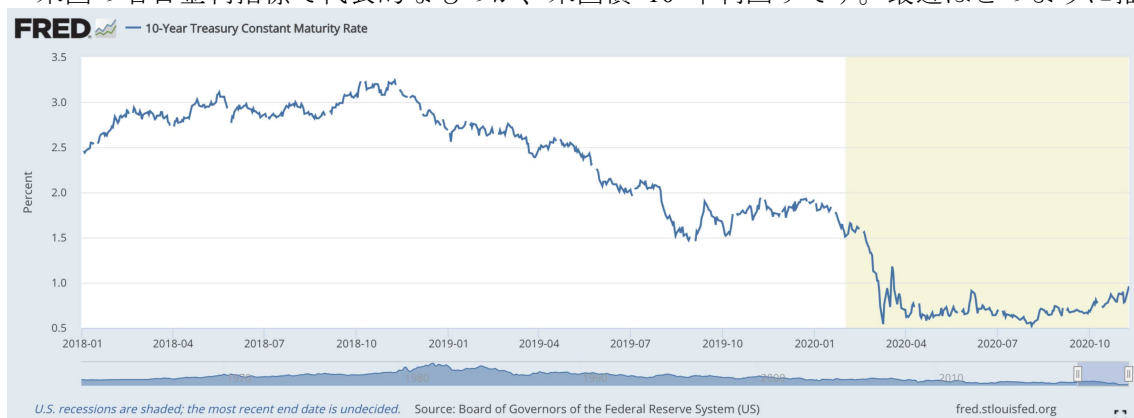
2021年時点で、その保有残高は薄価ベースで35兆円、時価ベースで45兆円に膨張、日銀は国内最大の投資家になっている。2%物価目標は達成できないままに買い入れ額は当初の購入枠4500億円から、2020年3月には上限12兆円まで引き上げられた。

実体経済の反映としての株価とは明らかに異なるバブル崩壊後の高値の更新は、日銀によるEFT購入に支えられた官制の相場形成であることが、上記グラフからも見て取れる。

この株価が今後どのように変動、暴落していくか、その大きなリスクを日銀は今日抱えているのである。

米国債10年利回りの推移

米国の名目金利指標で代表的なものが、米国債10年利回りです。最近はどのように推



移しているでしょうか？チャートを見てみましょう。

2020年3月のコロナショックで下落した後は低金利のまま推移していることが分かります。

前述の通り、低金利の方が株式に資金が流れやすくなるため、成長性が目覚ましいハイテクグロース株に資金が流入することになりました。

【FRB 金利政策の概要】

日本で言う所の日本銀行のポジションであるアメリカのFRBは、2023年までゼロ金利を維持することを約束しています。

すなわち、コロナ禍で生じた経済停滞を防止するために積極的に国債の買付を実施し、金利の上昇を抑制すると言っています。

この政策によりインフレが加速しますが、FRBはインフレ率が2%となるまでは金利をあげないと発表しています。

以上