角川総一の

マーケットSCOPE

どちらが「原因」であり どちらが「結果」なのか？

▼債券利回り上昇→株価下落から考えてみる重要な視点

株価と債券利回りが同じ方向に動かない!?

今この原稿を書きつつある6月8日午後4時半。先ほど届けられたばかりの日本経済新聞夕刊の1面には、「日経平均、一時300円超下げ」「債券急落受けNY株198ドル安」とある。当然これは、現地時間で6月7日、ニューヨーク市場で株が198ドル安で、これを受けた8日の東京市場の前場で日経平均株価が300円を超えて下げたことを報じたものだ。

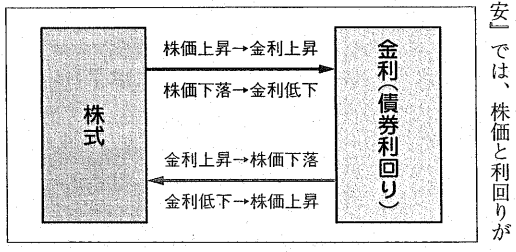
もちろん、ここでいう「債券急落受けNY株198ドル安」とは、「債券利回りが急上昇したことで、ニューヨーク株は198ドル安」であることを意味する。さて、この理屈がお分かりだろうか？

おそらく、マーケットメカニズムについてまだ初心の方は、この辺りで混乱されるのではないかと思う。なぜか。ここで混乱される方は、「株価と債券利回りは同じ方向で動くものなんでしょ」「実際、前回の本欄ではそう説明された」と反応されるはずだ。

確かに前回はそういった。前回記した内容を一言でいうと、「株が上がったときには、債券が売られてその資金が株式市場に流入していることが多い」、したがって「株価上昇時には債券利回りが上昇していることが多い」という理屈だった。そしてその証拠に、日米における株価と債券利回りの動きを対比させたグラフをお見せした。

ここでまだ初心の人は「株が上がっているときには、債券の利回りも上がっているのが当然」「株価下落時には債券利回りも下落しているのが自然」と思い込んでしまいがちなのだと思う。だから、冒頭でご紹介した『「債券利回り急上昇でNY株は198ドル安』では、株価と利回りが同じ方向ではない」と思われるのではないか。

図表1　株と金利の関係は時にその原因・結果が入れ替わる



「先に動いた」のが債券利回りだったから…

その方々には、まず図表1をご覧いただきたい。これは「株」と「金利（債券利回り）」の関係を示すものだ。

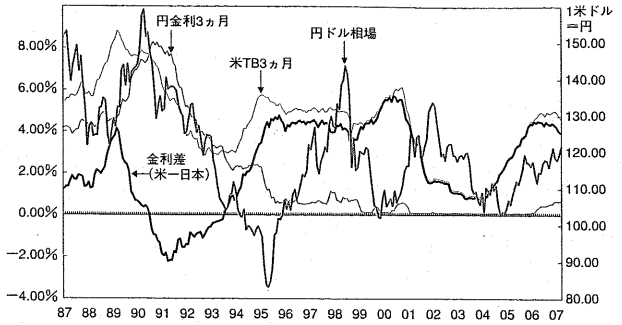
一見して分かるように、これらの関係には2通りある。つまり、「株価の動きが主導して債券利回りを動かすケース」と「債券利回りがまず動き、これが株の動きに影響を及ぼす場合」だ。この手のメカニズムは、任意のA、Bの間に働く関係には常に付いて回る。つまり、常に一方が原因で残る一方が結果というメカニズムはほとんどないのだ。

ここまでくれば、お分かりだと思う。先の夕刊が報じるのは、「債券利回り急上昇でNY株198ドル安」なのだが、ここでは「債券の動きが先にありき」で、それが「NY株に影響をもたらした」なのだ。前回説明したメカニズムとは、「原因」と「結果」が逆なのである。

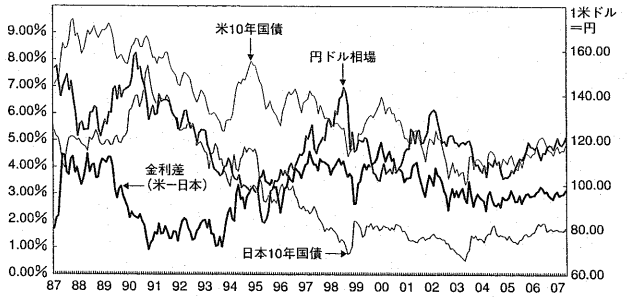
その理屈は簡単だ。「金利が上がれば、全体として見れば資金借入超過部門である企業の資金コストが上がる」→「企業の資金コストが上がれば業績ダウンは必至」→「それを見越して株が売られ、安くなるのは当然」となる。だから「債券利回り急上昇でNY株198ドル安」なのだ。

以上のことは、2つの現象間でのマーケットメカニズムを読むに際しては、「どちらが原因で、どちらが結果であるか」がとても重要な視点であることを示している。何しろ、それによって2つの現象の動き方の組み合わせが異なるのだから。

図表2　日米金利差と円ドル相場の推移（3ヵ月短期金利）



図表3　日米金利差と円ドル相場の推移（10年長期金利）



金利差と為替相場の関係も立場が逆なら…

2つの国の金利差の変動と、それらの国の為替相場変動の関係についても考えてみる。

まずは、図表2のうち2002年以降の部分だけをご覧いただきたい。これは分かりやすいと思う。5月号の本欄の説明で用いた図に似ている。

すなわち、「日米の金利差が拡大時（米国金利のほうがより高くなったとき）には、米ドル高・円安が進行する」ことを示している。その理由については、5月号で「円キャリートレード」という仕組みを通じて説明した。簡単にいえば、「金利が高いほうの国（通貨）にお金が集まり、その通貨が買われて強くなる」という理屈である。

しかし、「金利差と為替相場」の関係については、以上のようなメカニズムしか理解していなければ、図表2の例えば1987年～1995年第1四半期、1997年後半～2001年の動きを説明することはできない。これらの時期には、「金利差」と「ドル円相場」の上下動の動きがまったく逆なのだ。つまり、「金利差拡大のときにはドル相場下落」「金利差縮小時にはドル相場上昇」なのである。

これも原因と結果が前記とは逆なのだ。つまり、総じていえば「為替相場が先にありき」「金利差はその結果」というメカニズムが働いたのだ。分かりやすくいえば、例えば1991年から1995年第1四半期にかけては、「円高で日本の金利が下がっていったことを受けて日米金利差が拡大した」のである。まず為替が動き、それが日本の金利を動かし、日米の金利差を動かしたのだ。

参考のため、図表3では期間10年の長期国債利回り基準での金利差と為替相場の関係図を示しておいた。ここでも、おおむね図表2と似たイメージをお持ちいただけるはずだ。

冒頭の例に戻って注釈を加えておいたほうがいいだろう。「では、なぜ米国の長期金利が上がったの？」と素直に疑問に思われる方も多いであろうからだ。これは一言でいうと、「欧米でインフレ懸念が濃厚になってきたから」だとお考えいただきたい。

次回以降も「原因と結果が入れ替わった場合、往々にして双方の動きの組み合わせは逆になることが多い」点について触れることがあると思う。これを私は「逆は多くの場合真ならず」と言うのだが、果たしてこの表現が妥当かどうか？

（6月8日）