角川総一の

マーケットSCOPE

「変則的現象」から見る メカニズムの働き方とは？

▼原因と結果が入れ替わった場合の動きを辿ってみると…

株価上昇→金利上昇も金利が原因となれば…

今回は前号に続き、一見して、「原理」「原則」から外れた現象を示した場合のマーケットメカニズムの見方を説明する。

複数の経済ファクターの間に働いている関係（メカニズム）を見るうえで、最も重要な視点の1つは「どちらが原因でどちらが結果か」だ。例えば金利と株価の関係を考えてみよう。

すでに説明したとおり、「株価上昇」は「金利上昇」をもたらす。つまり、「株価上昇」→「株高を見越して株へ資金が移動」→「債券が売られる」→「債券相場は下落＝債券利回りは上昇」というように、である。

だからこそ「このバランス型ファンドは債券と株式を組み合わせて運用されているため、全体としては基準価額の変動が安定的になる」といった説明が可能なのだ。

しかし今度は逆に、「金利」の動きが原因となった場合を想定してみよう。この場合、例えば、金利が下がったときには株価は上昇するのが基本メカニズムだ。つまり「金利の低下」→「企業の利子負担が軽減」→「企業業績上昇」→「株高」というようにだ。どちらが原因であるかによって、組み合わせはまったく逆だ。

実は、「金利」「株価」「為替相場」「物価」「景気」の間に互いに働いている関係のほとんどは、この例のように、どちらが原因であるかによって、動きの組み合わせパターンが異なる。

例えば「金利が上がれば」→「物価は沈静する」。ところが、逆に「物価が沈静している（インフレ率が低い、あるいはインフレ率がマイナスである）」ときには、「金利は下がる」のが原則だ。

なぜなら、「物価は上がらないどころかむしろ下がっているのだったら、もっと先になって買えばいい。今急いで買う必要はない」と考える人が増えるはずだ。こうなれば、お金があっても消費は減退する一方で、貯蓄に励む人が増えるはずなのだ。

為替相場に関しても同じである。

「円高」が進行しているときは「日本の金利は下がる」のが原理原則だ。しかし、「日本の金利が下がる。低金利を続ける」ときには「円安」になるのが基本だ。

市場内部要因が強烈に働くケースでも

政策の先行きについて、ある種の予想が優勢であったり、市場内部要因が非常に強く働き、その影響力が他の影響力を凌駕する場面が度々ある。この場合には、基本メカニズムを裏切るようなメカニズムが働くことも珍しいことではない。

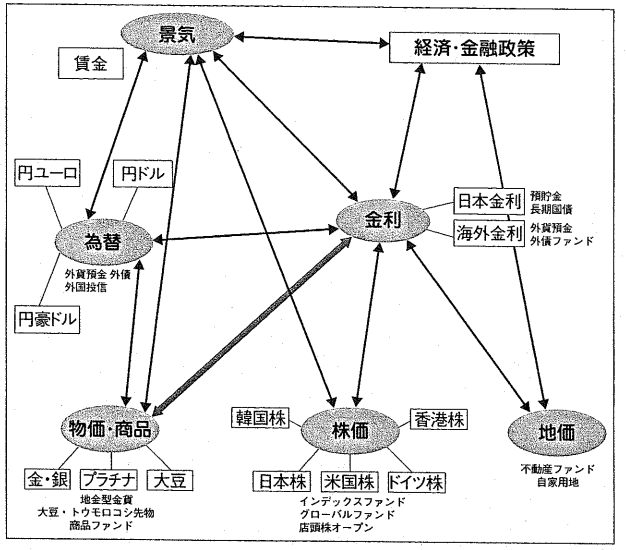
例えば、補正予算が組まれて追加公共事業が行なわれることになった場合には、以下のうち、どちらのメカニズムが働くかは容易に推測できない。

まず1つは、追加事業が景気を刺激して企業業績が全体として好転するとの見通しに基づき、株式が買われるというケースがある。

2つ目には、追加事業を行なうために国債が増発され、それが長期金利を引き上げるため、これが企業業績を圧迫すると見れば、株は売られることになる。

あるいは、日本株が下がっているときには株式市場から資金が流出し、これが債券市場に流入して債券利回りは低下するというのが基本だ。しかし、日本株が下がっているときに外国人投資家がここで被った損失の穴埋めをするために、日本の債券を売って益出し（利益を確定させるために売る）を行なうということもままある。この場合には「日本株下落」と「日本債券下落」が同時に進行することになる。

図表1　主要経済ファクター間のメカニズム



1つの現象が相反する2つの結果を誘発!?

1つの現象がまったく相反する2つの結果を誘発する可能性があるため、容易に想像がつかない場合も多い。

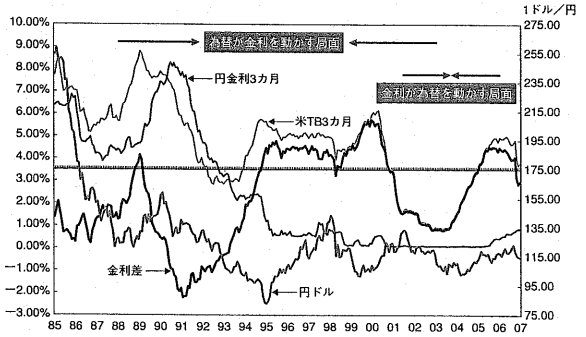
例えば、原油価格の上昇だ。一般に、原油価格が上昇すれば「製品価格は上がり」→「インフレ傾向が助長されて」→「消費意欲が前倒しになり」→「資金需要が前倒しになり」→「金利が上がる」と考えられる。

あるいは金融政策レベルでいうと、「インフレ予防のために通貨供給量を絞り込む」→「中央銀行は政策金利を引き上げる」というのが一般的な（教科書的な）説明だ。

しかし原油価格の引上げがインフレにはつながらないという説明も可能だ。それは「貨幣の量が一定である中で原油価格が引き上げられると、原油以外のものへの購入が減る。つまり、原油以外のものの価格は需給バランスの原則のもとで下がる。したがって全体としてはインフレではなく、むしろデフレ要因をも抱え込むことになる」というものだ。これはノーベル経済学賞受賞者のフリードマン氏が、30年以上前に指摘した考え方だ。

さらには、原油価格の上昇がむしろ金利を引き下げるのではないかとの考え方も成り立つ。原油価格上昇は産油国の貿易黒字を拡大させる。そして原油輸出で受け入れた膨大な資金が運用先を求めて世界各国の債券の買いに回る。つまり、原油価格の引上げによって原油消費国から産油国へ移転したお金は、再び消費国（その多くは先進国）の債券の購入に回るため、債券価格上昇＝債券利回り低下という力として働くというわけだ。

図表2　日米金利差と円ドル相場の推移（3ヵ月短期金利）



実際、原油価格は2004年から上げ足を速めたにもかかわらず、例えば、米国の中長期債の金利はほとんど上がっていない。

今回でマーケットメカニズムの基本についての説明を終えることにする。次回からのテーマは「まだ未定」につき、乞うご期待！　（11月8日）