投資のツボ

マネーメカニズム入門講座 第3回

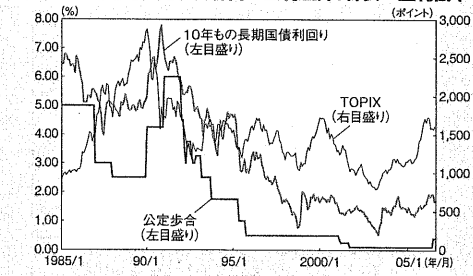
金利、債券相場に関する章 その1

8月29日、国内銀行の雄である三菱東京UFJ銀行が、9月から中長期の住宅ローン金利を引き下げると発表しました。期間15年ものは0・15%引き下げて年4・1%に、20年ものは0・2%引き下げて4・35%になりました。一方では、1年ものは0・15%引き上げて2・2%に、2年ものは0・05%上げて2・5%です。

ちょっと不思議に思われるかもしれませんが、これは市場の金利が「長期金利は下がっている」一方で、「短期金利は上昇している」からなのです。

一見すると、ねじれているように思えますが、こうしたことは珍しいことではありません。この理由を一言で説明すると「目先半年～1年程度は金利は上がるだろうが、2年、3年あるいはそれ以上先に向かってどんどん金利が上昇するとは思えない」という市場のセンチメント（思惑）によるものです。

図2　長期的に見れば株高→金利上昇、株安→金利低下



ともあれ、7月14日にゼロ金利が解除されたにもかかわらず、長期金利はむしろ下がってきているのです。ここでいう「長期金利」とは期間10年で毎月発行されている長期国債の市場での売買利回りのことです。主要銀行、証券会社、農林中央金庫などの機関投資家によって100億円単位で日常的に売買されているこの長期国債の利回りが図2に見るとおり、どんどん下がってきているのです。

金利と株価の関係は？

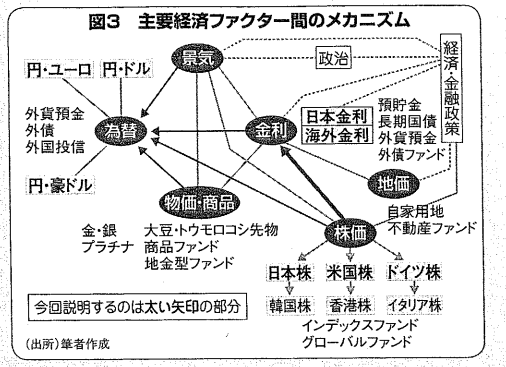
さて、この現象をどう見ればいいのでしょうか。あるいは、そもそも金利はなぜ動くのでしょうか。

そう言えば6月下旬に至るまで連続して17回も政策金利を引き上げてきた米国の連邦準備制度理事会（FRB）は、8月8日の米連邦公開市場委員会（FOMC）では利上げを見送っています。そして次回9月20日のFOMCで利上げが再開されるかどうかが、世界中の関係者の注目を集めていることはご承知のとおりです。

なぜなら、ここでさらに利上げを行えば、米国株式に対してはマイナス、住宅、不動産等、景気に対してもマイナスの影響を与えると懸念されているからです。あるいは利上げが行われそうだとなれば「日米の金利差が拡大する可能性が高いので、ドルが買われてドル高になる」と市場は反応するのが常です。

つまり、米国が金利を上げるかどうかは、為替相場なり米国の株式市況なりに対して相当の影響力を持つわけです。ということはこうした投資環境の変化を正しく把握するためにも、「そもそも金利ってなぜ動くのか」という問題の基本をしっかりと押さえておく必要があるわけです。当然、多くの個人が保有している外債ファンドの基準価額に対するインパクトも生半可なものではありません。

図3　主要経済ファクター間のメカニズム



（出所）筆者作成

図3をご覧ください。私はどんな場合でも、何かを説明するときには「そのものを含む全体像をまず最初に見ていただくこと」が重要であると考えています。細部（1本の木）をご覧に入れる前に、全体（森全体）を俯瞰することから始めるほうが分かりやすいと思うからです。

この図は主に「景気（実体経済、つまり思い切って簡単に言うと景気がいいか悪いか）」「株価（株式市況）」「金利（長短金利の動向）」「為替相場」「物価ならびに商品市況」の間にどのような関係が働いているかを明らかにするために作成したものです。もちろん、これらの自律的な動きだけではなく現実には、「政治情勢」「金融政策の方向性」なども複雑に絡んできます。

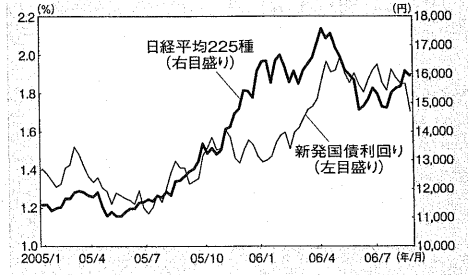
さて、この図に即して金利はどのような経済ファクターからどのような影響を受けるのでしょうか。ここではとりあえず、とても大事な一つのことだけを説明しておくことにします。

株価下落→債券価格上昇→金利下落

この原稿を書いている8月30日現在での10年物長期国債利回りは1・645%です。この利回りは今年に入ってからほとんど最低水準に近いのです。これは、「株価が低いときには金利も低い」ことを端的に示しています。もちろん「株高のときは金利は上がる」こともよく読み取れます。

図4は05年からの日経平均株価と10年物長期国債の利回りの推移を示したものです。ここで分かるとおり、株価の動きと10年物国債利回りはとてもよく似た動きをしています。これは当然なのです。なぜなら、株安のときには以下のようなメカニズムが働くからです。

図4　短期的にも株高→金利高、株安→金利安



第1ステップ　株が安くなると株式の売りが増える。つまり、株式市場から資金が流出する。

第2ステップ　株式市場から流出した資金の一部が多くの場合、（株式市場と双璧を成す）債券市場に流入する。つまり債券が買われる。

第3ステップ　債券が買われると債券価格が上がり、逆に利回りは下がる。

もちろん株式市場と債券利回りとの関係はこれだけではありません。しかし以上のメカニズムが最も重要なのです。

つまり、これから米国の金利政策を見ていく場合には、「株高だと利上げしやすい」「株安だと利上げしにくい」となるわけです。なぜなら「株高」は「金利を上げる」のですから、自然に金利が上がっていくのと同じ方向で金利を引き上げることには不自然さがないからです。ところが「株安」は本来「債券利回りを引き下げる圧力」として働くわけですから、これに抗して利上げを行うことには無理があるのです。言い換えてみましょう。株安が進行している時期に利上げを行えば、まず間違いなく株安に拍車がかかります。企業の金融収支悪化→業績悪化という連想を生むからです。

つまり、これからの日米の金利を見ていくうえでの最大の条件の一つが株式市場の動向であることが分かりました。ではこの他に金利に影響を与えるファクターには何があるのでしょうか。次回はこのテーマにチャレンジすることにします。（角川総一）