投資のツボ データの読み方

その3

急変する為替、債券、株式相場間の関係

為替相場が読みにくくなってきたという。だが、読みにくくなってきたのは為替相場だけではない。「相場が読みにくい」ということは、現象的には「マーケット間の関係がこれまでとは異なってきた」ということなのだから、これは直ちに投資環境全般の読み方が難しくなってきた、と言うべきだろう。

そのうちの1つが前回ご紹介した、昨年末から今年1月下旬以降急激に変化した外債ファンドを取り巻く投資環境の変化だ。

従来は、たとえば「ユーロ債利回りの低下」と「ユーロの対円レートの低下」が同時に起きることが多かった。ということは「ユーロ債の価格上昇」と「ユーロ相場の下落」が同時に起こったということであり、ユーロ債を組み入れている外債ファンドにおける「債券」と「為替」という2大収益要因が、互いに逆に動いていたということだ。

昨今の投資環境を振り返った場合、従来、大きく変容してきた点が多くある。その1つが「株式」と「債券」の関係だ。

株価の下落は基本的に債券価格の上昇＝債券利回りの低下を招くというように、株価と債券利回りの変化の方向は基本的に同じになることが多い。しかし、この関係が昨年末あたりから変化し始めている。

昨年10～11月頃までは米国市場においては、おおむね株価と債券利回りは同じ方向で動いていた。ということは、「株価が上がれば→債券利回りが上がり→債券価格は下落する」というように、株価と債券価格は逆に動いていた。だからこそ、株と債券を組み合わせることによってリスク分散が可能だったのだ。

ところがその後、このような関係が崩れてきている。

急変する国債の内部要因

理由はいくつかあるが、最も重要なのは、米国の債券利回りに影響を及ぼす要因のうち、株価の動向以上に「米国の緊急経済対策に絡んだ国債の増発」や「国債の買いオペレーション」といった、国債を巡る市場内部要因が急速に表面化してきたことだ。

たとえば、図1でみる通り、政策金利（FFレート）の引き下げ断行を受けて、昨年12月中旬まで一気に下がった10年国債利回りは、その後2月中旬まで逆に急上昇している。この間、株価からの影響はとても希薄だったことが分かる。さらには2月中旬以降3月下旬入りまでは株価が上がっているにもかかわらず、債券利回りは下落している。これは、米連邦準備制度理事会（FRB）が金融政策の一環として「（国債利回りの上昇を抑制するための）国債の買いオペ」を行うと決めたことなどが材料になった。

日本の場合も昨年秋から、債券利回りと株価の関係はそれ以前とは明らかに異なっている（図2）。今年に入ってからも3月上旬まで株価は下落傾向をたどったにもかかわらず、10年国債利回りは上昇してきている。米国のみならず、日本でも景気対策に伴う巨額の赤字国債発行が必至であるとの思惑が徐々に強くなってきたためだ。

図1 昨年秋から急速に変化してきた株式と債券相場の関係（米国）

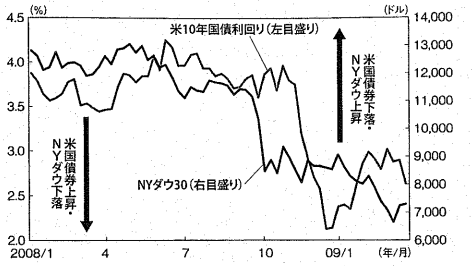


図2 昨年秋から急変した株式と債券相場の関係（日本）

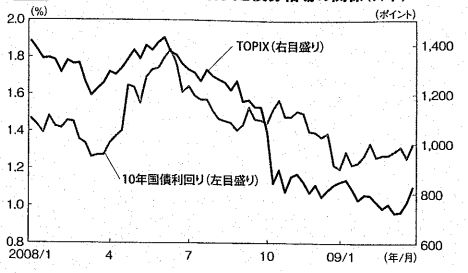
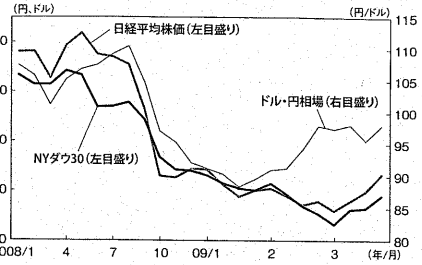


図3 ドル・円相場とNYダウと日経平均株価の関係にも変調



さらには、この間はほぼドル高・円安が進行していたことを踏まえれば、「株価」と「債券」の間に働いていた関係をみるに際しては、「円安」がキーワードであったと言える。すなわち円安が進行するなかで資本が海外に流出、この過程において日本株が売られるだけではなく、日本国債も売られて下落した可能性が高い。つまり、株価と債券が逆相関ではなくなったのだ。

以上のことから、株式と債券を組み合わせた、バランス型ファンドのリスク分散機能が、一時的には薄まってきているとみるべきだろう。

「ドル高・円安は日米株高」は過去の話に

図3で分かる通り、ドル・円相場と日米株価の関係も今年2月以降、明らかに変わってきた。それ以前は「ドル高・円安＝日米株高」のような関係が極めて濃厚だった。

すなわち、ドル安時には日米株価は下落、逆にドルが円に対して上昇している時期には日米とも株価は上昇していた。ところが、その関係が明らかに変化してきている。

今年1月までは円キャリー取引、ならびにその巻き戻しがグローバル市場でのマネーの流れを決めていたと言っていいだろう。このため、投資・投機マネーのリスク許容度が高くなるときには、再び円が売られ（円のショートポジション）、いったん米ドルに移転（ドルのロングポジション）し、これが最近だとロシア、中国などの株式市場に流入するという動きを示していた。この過程で米株式も買われて高くなっていった。さらにこれを受けて、日本株も高くなるという流れが支配的だった。

しかし、日米欧の金利差がほとんどなくなった2月からは、明らかに流れが変わった。日本の貿易赤字が昨年12月以降急増しているのとは対照的に、米国の貿易赤字が昨年11月以降急減していることが明らかになり、日米の株安とともに円安・ドル高が進んでいる。もちろんその裏には、日米欧の実体経済の損傷があまりにも大きくなってきたことで、日本の輸出が急減するとともに、GDP（国内総生産）の7割を個人消費に依存している米国で輸入が急減したことがある。つまり、昨今の為替市場では、世界的な実体経済悪化が深刻化すればするほど、日本の貿易収支の赤字が拡大、米国のそれが縮小するという構造になっている。もちろんこれは円安・ドル高をもたらす。

逆に、実体経済危機が底打ちし始めたと期待される指標が出たときには、株価は上昇するとともに、日米の貿易赤字の変化の方向が上記とは逆になるとの思惑から、円高が進みがちとなる。3月下旬以降はこの種のメカニズムが働いている可能性がある。

さらには、日本株を持つ外国人投資家が「日本株が下がると損失回避のための円売りを行う」というリスクヘッジ行動をとり始めているため、との見方も根強い。これにより、日本株下落と円安が同時に進行しているというわけだ。つまり、相当程度おっかなびっくりの日本株投資なのだ。

市場の変化はいつまで続く？

2月頃からみられるこれらのマーケットの変化がいつまで続くのかは、予断を許さない。

現在、米国の住宅価格下落がどこで底打ちし始めるのか、それに応じてサブプライムを中心とした住宅の差し押さえ、抵当権設定がどう進むのか。さらには、これに起因する中古住宅の供給がどの程度増えるのか、金融機関の不良債権がどこまで増大するのか、さらに60日のモラトリアム期間が設けられたゼネラル・モーターズ（GM）の経営再建の行方など、マーケット環境に影響を与える要因はあまりにも多い。

（角川 総一）