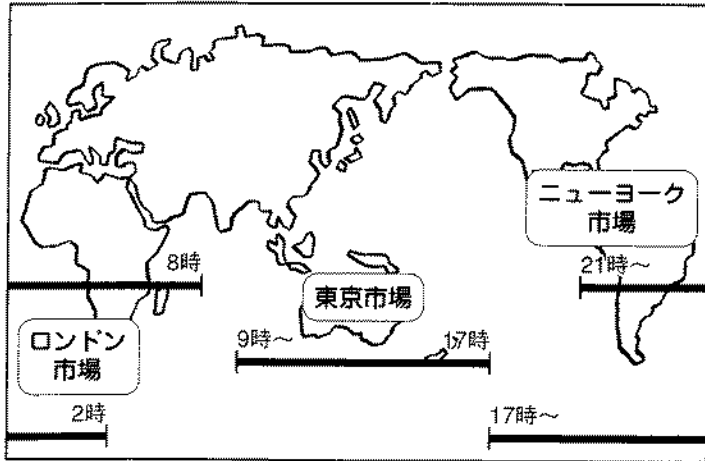


図表2 世界3大市場の営業時間の目安



※時刻は日本時間。3大市場の取引が1日のほとんどをカバーしている

また、今後経済成長が見込める国の通貨が買われることも予想されるでしょう。経済成長が見込める場合には、その国の株価の上昇も期待できるわけですが、外国人投資家が日本の株式を購入するためには、円が必要不可欠です。ドルを売って円を買う動きに

円であれば、日本でハンバーガーを買わずにアメリカで買って輸入すればよいということになります。逆に、実際の為替相場が1ドル1200円なら、日本でハンバーガーを買ってアメリカへ輸出して、アメリカでハンバーガーの消費に充てるという考え方になります。こうして、物価水準の差を埋めるような形で為替レートが変動するというのが、「購買力平価」

という考え方です。これらは、一般的に支持されている、それなりに説得力のある考え方ですが、必ずしも現実の為替相場の動きをうまく説明できるわけではありません。というのも、為替相場を動かす要因が、ほかにも無数に考えられるからです。例えば、お金のものが取引される「資本取引」も為替相場の動きに影響を与えます。2国間の金利が異なる場合には、低い金利の国の通貨を売って、高い金利の国の通貨を買う動きが増えることが予想されます。

つながりません。現在の円ドル相場の水準が円高水準にあるのは、こうした状況が評価されているためだと考えることもできます。これ以外にも、ヘッジ・ファンドや投資ファンドといった大量の投機資金が為替相場に投入されていることもよく知られています。が、これらも短期的には為替相場を大きく動かす要因になるものと考えられます。

現象も、為替相場に影響を与える要因として一般に知られています。このように、1つひとつの動きが為替相場をどちらに動かすかはつきりと決めているわけではなく、また、変動要因があまりにも多いということ、それぞれの要因が組み合わさることによって、為替相場の方向性が読みにくくなっていること、注目される材料がその時々によって異なるといったことが、「為替相場の変動要因は？」という問題に、簡潔に答えられない理由となっているものと考えられます。

第1回 為替相場①

～その変動要因は いったい何なのか？



一般的に為替の変動要因は貿易取引と購買力平価の2つ。為替相場の変動要因は何でしょうか。実は、よく分かっているというのが正解です。もし、変動要因がはっきりと分かっているのであれば、為替相場がどちらに動くかという予想も立てやすくなりますし、そうすると為替取引が成立した時点で、どちらかが損失を被る可能性が高いということになり、結局は為替取引が成立しないことになってしまうでしょう。逆にいうと、為替相場の変動要因がよく分からず、また、どちら

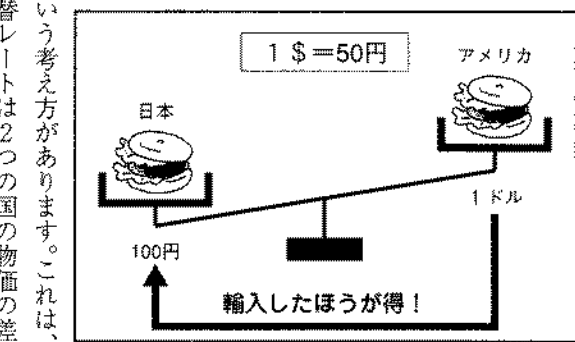
に動くかがはっきりと分からないからこそ、為替取引が成立するということもできます。ここでは、一般的に考えられている為替相場の変動要因について触れてみたいと思います。為替相場は、基本的にモノとお金の流れを仲介するものです。したがって、2国間の経済活動の結果が為替相場に反映されることとなります。

よく取り上げられる例として、ハンバーガーの値段があります。「ハンバーガー1つの値段を見た場合、日本における円建ての値段とアメリカにおけるドル建ての値段は、同じでなければならぬ」という理屈を聞かれたことがあるでしょう。ハンバーガーが日本では1つ100円、アメリカでは1ドルで売られているときには、1ドル1100円が均衡点ですから、実際の為替相場が1ドル150

輸出が増えると、貿易黒字の拡大の要因となります。製品の売却代金をドル建てで受け取った日本企業は、給料の支払いや配当金の支払いを円に交換するために、売却代金のドルを円に交換する動きに出ます。こうした動きが活発化すると、為替相場は円高に動くという仕組みです。もちろん、アメリカからの輸入が増えると、これは逆のプロセスを経て円をドルに交換する動きが活発化するでしょう。このように、モノとお金が取引される結果、為替相場が動くことになるわけですが、こうした動きは「貿易取引」と呼ばれています。これに対して、「購買力平価」

輸出が増えると、貿易黒字の拡大の要因となります。製品の売却代金をドル建てで受け取った日本企業は、給料の支払いや配当金の支払いを円に交換するために、売却代金のドルを円に交換する動きに出ます。こうした動きが活発化すると、為替相場は円高に動くという仕組みです。もちろん、アメリカからの輸入が増えると、これは逆のプロセスを経て円をドルに交換する動きが活発化するでしょう。このように、モノとお金が取引される結果、為替相場が動くことになるわけですが、こうした動きは「貿易取引」と呼ばれています。これに対して、「購買力平価」

図表1 購買力平価



あわせて知りたいキーワード解説

●為替市場●

為替市場には、株式の取引に代表されるような、多くの人が同時に売買をすることのできる「取引所」というものは存在しません。常に、電話や専門端末を通じて、ディーラー間で相対取引されています。これは、「取引所取引」に対して、「相対取引」と呼ばれます。

為替取引は地球上の様々なところで行なわれていますが、中でも東京、ロンドン、ニューヨークが世界の3大市場といわれています。一般的に、東京市場では朝9時ごろから夕方5時ごろまでをカバーしています。



第2回 為替相場②

～円—米ドル—ユーロの基本的な関係は？

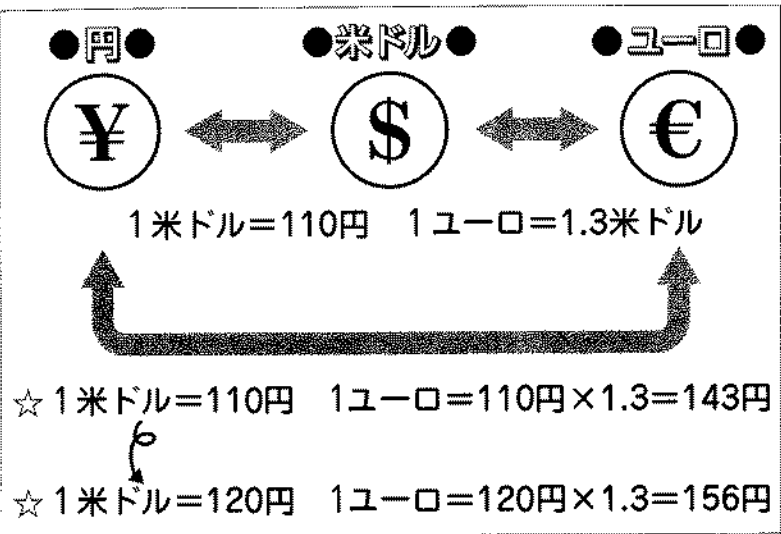
国際社会における米ドルの信認はまだ厚い

前回は、為替相場の変動要因について見てみました。はっきりとした理由は、よく分かっているというよりも、現実ですが、大きく分けて、購買力平価という考え方や貿易取引、資本取引等が密接に関連している、為替相場を決定しているというわけです。

主要通貨ということでは、お馴染みの円、米ドルのほかに、ユーロ（欧州統一通貨）の相場も、最近注目されてきています。今回は、この3つの通貨の関係などについて見ていきます。

井上 義教

●クロスレートの仕組み



レートと実際に取引されるレートが異なることも多いのですが、金融機関のディーリングルームでは、為替ディーラーが目の前のパソコンを巧みに操り、クロスレートを瞬時に計算して他通貨のレート提示を行なうという風景が、日常茶飯事に見られるのです。

例えば、1米ドル＝110円、

1ユーロ＝1.3ドルで同時に取引が行なわれているとすると、1ユーロ＝1.43円くらいで取引が行なわれている「はず」であるとなるわけです（110円×1.3＝143円）。

もしも、そのレートから大きく乖離したレートで取引したい人がいたらどうでしょう。この場合には、他の2つの為替相場から導かれる理論的な為替相場によって、リスクを取ることもなく収益を上げる機会がだれかに提供されてしまうことになりそうです。

極端な話、先の1米ドル＝110円、1ユーロ＝1.3ドルという状況で、1ユーロ＝150円でユーロを買いたい人がいたら、1ユーロを150円で売って、受け取った150円で米ドルを

買おうと150÷110＝1.364ドルが買えます。その米ドルで再度ユーロを買おうと、1.364÷1.3＝1.049ユーロになり、最初の1ユーロがリスクなしで1.049ユーロに変わることにになります（こうした取引を裁定取引という）。

米ドルとユーロ・円相場が様々な為替相場の中心に

あわせて知りたいキーワード解説

●欧州中央銀行●

欧州中央銀行（ECB＝European Central Bank）は、単一通貨ユーロを導入しているヨーロッパ諸国（現在12カ国）の金融政策を一元的に運営するために、1998年に設立されました（本拠地はフランクフルト）。ユーロ圏全体の中央銀行として、ユーロの発行や管理を行なうとともに、為替操作の実施や加盟国の外貨準備の保持・管理、決済制度の円滑な運営や促進等も行なっています。

ECBでは、理事会が毎月開かれ、政策金利の変更等について議論を行なっています。また、ECBの金融政策の最大の目標は、物価の安定であると定められています。

実際のマーケットでは、ここまで極端にレートが理論値から乖離することは多くありませんが、基本的にはこうした仕組みがクロスレートの決定に影響を与えます。

このようにして決まった円・米ドル、米ドル・ユーロという2つの大きな為替相場が中心となり、他の通貨の為替相場が決定されていくこととなります。

これは、他の通貨、例えばポンドや豪ドルなどについても同様で、1ポンド＝1.909米ドルといった表示が行なわれます。為替相場では、米ドルが中心通貨であることが、その表示方法を見ても分かるというわけです。

実際に日本とアメリカの貿易取引を見ても、米ドル建ての取引のほうが輸入・輸出とも円建ての取引より多くなっているという統計

また、1つの通貨に対して大きな買いが入ったような場合、例えば、大きな円売り・米ドル買いが入ったような場合には、円に対して米ドルが買われるだけでなく、一般的に言って、米ドルはユーロに対しても買われることになりま

す。これは、クロスレートの仕組みにより、米ドルの強さが円を通じてユーロにも伝わったということが出来ます。

日本では、1円＝0.0095ドルという言い方をせずに、1ドル＝105円のように「ドルの1単位について、円がどれくらいになるのか」という表示をすることが一般的です。このような表示方法を自国通貨建てといいますが（逆の表示方法を、外国通貨建てという）。

では、ユーロについてはどのような表示がされるのでしょうか。ご存知のとおり、円・ユーロへの交換を行なうときには、1ユーロ＝139円といった形で表示されますが、為替相場の世界では、1ユーロ＝1.323米ドルといった米ドルを使った表現が一般的です。

為替相場が通貨の交換の場である以上は、同時に多数の取引が成立することになるわけですが、例えば、円・米ドルと米ドル・ユーロといった2つの取引が成立すると、円・ユーロの為替相場も自動的に決定されます。これを「クロスレート（あるいはクロスカレンシー）」といいます。

クロスレートを算出するのは、金融機関にいる為替ディーラーの仕事です。これは、あくまで理論上のレートなので、算出されたレ

円と米ドルの相場が決まればユーロと円の相場も決まる!?

為替相場が通貨の交換の場である以上は、同時に多数の取引が成立することになるわけですが、例えば、円・米ドルと米ドル・ユーロといった2つの取引が成立すると、円・ユーロの為替相場も自動的に決定されます。これを「クロスレート（あるいはクロスカレンシー）」といいます。

円は、米ドル・ユーロと並んで主要通貨の1つではあります。流通上の規制が多かったという歴史的な背景もあり、日本以外ではほとんど流通することはありません。一方、米ドルは世界中で流通しており、「基軸通貨」としての役割を果たしていると言えます。



第3回 為替相場③

～その変動が金融商品に与える影響とは？

円高は基本的に国内株式市場の低迷要因

前々回は為替相場の変動要因について、前回は通貨同士の基本的な関係について見てきました。今回は、実際に為替相場が動くことによって、どんな金融商品がどのような影響を受けるのかについて考えてみます。

為替相場が動くと、外貨建ての金融商品が影響を受けることはもちろんですが、その前に、日本の株式市場が為替相場の動きから受ける影響について考えてみましょう。

実は、為替相場と国内の株式市

場には非常に密接な関係があります。つまり、為替相場が企業の業績に影響を及ぼし、間接的に株価に影響を与えることがあるのです。

日本の産業構造を見ると、最近では第3次産業の全産業に占める割合が高まっています。第2次産業が占める割合も大きいといえます。それらのうち、特に製造業の中には輸出企業が多く、日本の株式市場にも輸出比率の高い企業が数多く名前を連ねています。

したがって、為替相場が円高になると、輸出企業の業績悪化を懸念して株価の低迷要因となりやすく、逆に為替相場が円安になると、輸出企業の業績好転を反映して株価の上昇要因となりやすいというわけです。

逆には、株価が為替相場に影響を与えることもあります。日本の株価水準が上がると、「円」という通貨そのものが相対的に評価されやすくなり、海外投資家の円買いニーズが強まって、為替相場が円高に振れやすくなります(ただし、総合的に見ると、やはり円高は企業業績の悪化要因となる傾向が強いため、円高と株価の上昇がつながるケースは実際には少ないといえる)。

為替相場の変動によってはたとえ高金利でも元本割れに

それでは、外貨建ての金融商品が為替相場の動きから受ける影響を見てみます。外貨建ての金融商品の代表選手として、外貨預金について考えてみましょう。

未曾有の低金利状態ともいえる「ゼロ金利」が続いている日本に比べれば、どの国の通貨も非常に金利が高い状態(高金利)に見えます。しかし、外貨預金は国内預金と異なり、元本や利息に対する保証がなく(外貨預金は預金保険の対象外)、それに加えて為替

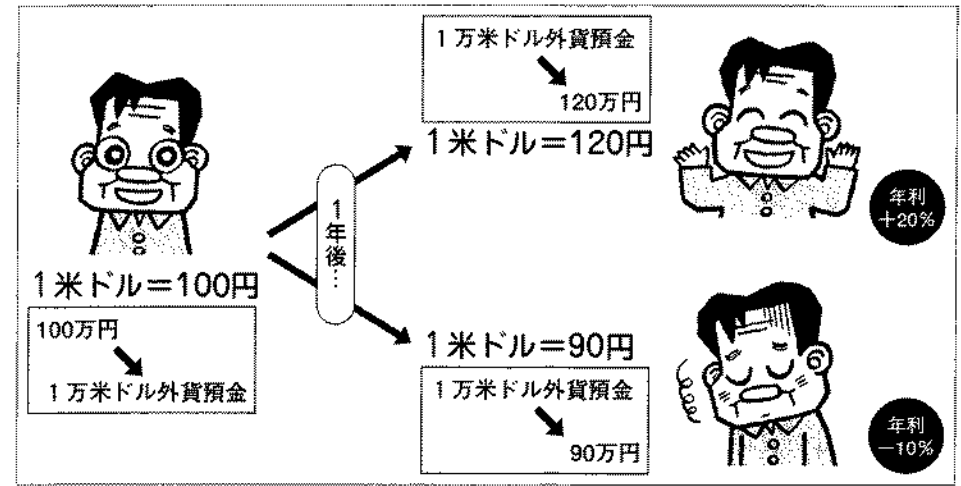
相場の影響を直接受けることになります。

米ドル預金について考えてみると、預入時に比べて円安・米ドル高になると利益に、円高・米ドル

安になると損失になります。米ドル—円の為替相場の動きによって、元本と利息の額が大きく変わってしまうのです。

為替相場の動きは非常に激しい

●為替リスクは大きい!



ものですので、少しくらい高金利だからといっても、必ず円建ての国内預金より有利ということにはなりません。むしろ預入時や払出時のタイミングによっては、為替リスクをまともに受けてしまい、元本割れの可能性も大きくなります。

したがって、為替リスクがあるという点で、外貨預金は国内の円預金商品に比較して非常にリスクが大きい商品であるということがいえます。そうした為替リスクを少しでも減らすためには、米ドル預金については極力、為替相場が円高・米ドル安に振れた局面を選んで預入するべき

ですが、そのタイミングを見極めることは簡単ではありません。

為替相場の影響だけでも小さくはないのに…

かなり専門的な経験や知識が必要となります。また、債券に投資する投資信託等の場合、投資先(国や企業)の信用リスクも投資家が負うこととなりますので、こちらにも注意しなければなりません。

先に見たように、外貨建ての金融商品に投資する場合は為替相場の影響を大きく受けるわけですから、どうしてもこの点だけに目を奪われてしまいがちですが、実際には、為替相場そのものの動き以外にも影響を受ける要因が数多くあるわけです。それらのリスクについて、十分認識したうえで投資を行なう必要があるのです。

あわせて知りたいキーワード解説

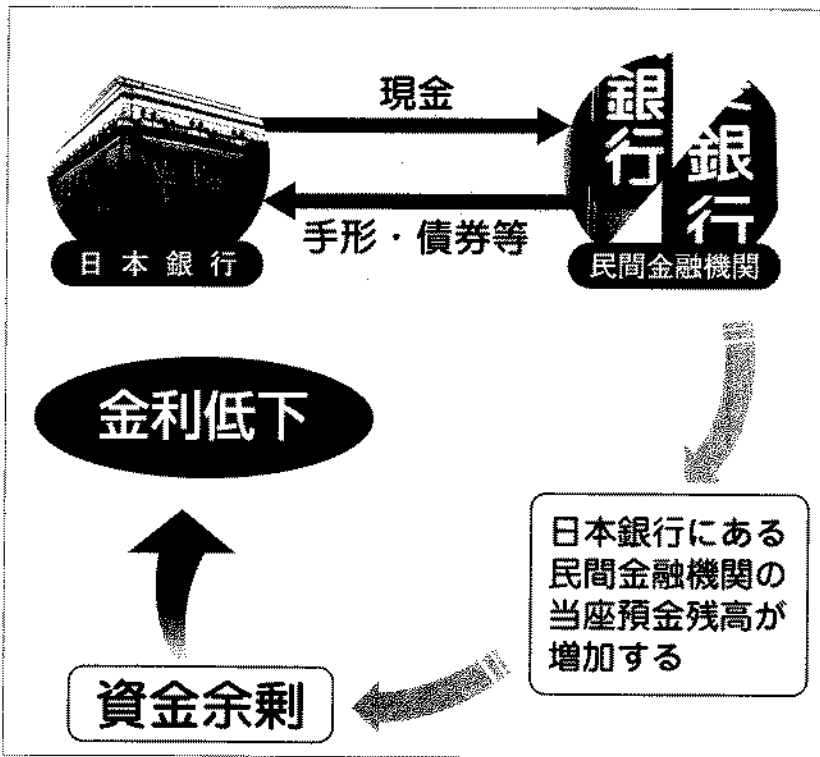
●為替予約●

外貨預金等の為替リスクのある商品に投資している場合、一定期間後に円に戻す必要が生じるわけですが、その場合に、3ヵ月後や6ヵ月後といった取引の時期などの条件を定めて、為替の売買契約を交わすことを「為替予約」といいます。

為替相場は、常に変動していますので、為替予約を入れるか、その時点で決済(円転という)をしなければ、いつまでたっても円での価値が確定しないことになります。

なお、為替予約を入れることによって、将来の為替変動リスクを回避することができますが、取引の期日が来たら、そのときの為替相場の水準にかかわらず、契約時に定めた内容で決済しなければなりません。

●短期金利のコントロールは日本銀行が主役となって実施



方針として掲げています。金融緩和政策は、バブルの崩壊以降、継続的に取られてきたのですが、平成17年の現在に至っても金融緩和局面に打ち止め感が見られないほど、バブルが日本経済に残した傷跡は大きかったということが出来るでしょう。

コントロールされるのは基本的に「コール金利」だけ。ここまで「短期金利は、日本銀行が完全にコントロールできる」という説明を行ないましたが、実をいうと、日本銀行がコントロールできるのは、短期金利の中での

第4回

短期金利

～その意味と決定要因は何か？



金利は「お金の値段」と考えれば分かりやすい!?

前回までの3回で、為替相場の変動要因と主要通貨の基本的な関係、その変動が金融商品に与える影響などについて見てきました。今後しばらくは「金利」について考えてみましょう。今回は、その中でも「短期金利」を取り上げてみたいと思います。短期金利の決定要因等を説明する前に、まず「金利とは何か」ということを考えてみましょう。答えからいうと、金利は「お金の値段」と言い換えることができます。お金を欲しい人が多い(資

金需要が高い)ときには金利(お金の値段)が上がります。お金を欲しい人が少ない(資金需要が低い)ときには金利(お金の値段)が下がるといってわけですね。金融機関に勤務していると、融資を実行する際、あるいは預貯金をお客様に勧める際など、様々な場面で金利という概念に出会いそうですが、皆さんも知らず知らずの間に、お金の値段として「金利」というものを取り扱っていることになりそうです。

日銀が金融調節によってコントロールする短期金利

さて、金利の中でも借入れから返済までの期間が短い(法律的な定義はないが一般的には1年未満を指す)ものを短期金利と呼びます。短期金利の水準そのものは、市場における資金量の多寡によって決定されます。したがって、金融当局(日本銀行)の政策が、その動向に大きな影響を与え、日本銀行が市中にあるお金の量そのものをコントロールすることによって、ほぼ決定されてし

まうといっても過言ではありません。基本的には、日本銀行が金融緩和を行ないたい場合は市中のお金の量を増やし、逆に金融引き締めを行ないたい場合は市中のお金の量を減らすという行動に出ることになります。その具体的な方法ですが、例えば金融緩和は、日本銀行が民間の金融機関から債券や手形を買い取ることで行ないます。この場合、民間の金融機関が保有するお金の量が増えるわけで、間接的に短期金利を下げる要素として働くのです。

お金の量を判断する基準が「日本銀行当座預金残高」と呼ばれるもの(金融機関が日本銀行に有している当座預金の残高の合計額)で、日本銀行は、この金額に目標を設けて日々の金融調節を行なっています。

なお、現在の日本では、「量的緩和」と呼ばれる政策によって超低金利状態が継続されており、日本銀行は、日本銀行当座預金残高が30兆、35兆円となるように金融調節を行なうことを金融市場調節

コール金利と呼ばれる、ごく期間の短いもの(オーバーナイトもの)に限定されます。日本銀行は、このコール金利をコントロールすることによって、政策的に短期金利を誘導しようとしているわけですね。

コール金利で取引されるコール市場は、一般的にインターバンク市場と呼ばれており、金融機関のみが参加することができます。日本銀行が認可した金融機関が短資会社を通じて取引を行なう形態を取っており、金融機関の日常業務における一時的な資金の余剰や不足を埋め合わせるために使われま

す。一口に短期金利といっても、期間が1年ともなると、短期金利と長期金利の橋渡しのような役割を果たすこととなります。日本銀行がいくら短期金利をコントロールできるといっても、期間の長い金利になると、どうしても長期金利の影響を受けてしまいます。

長期金利については、次回詳しく見ていきますが、お客様に対する金利のアドバイスは、短期金利と長期金利に分け、それぞれの状況を把握したうえで行なうことが求められます。

あわせて知りたいキーワード解説

●短期金融市場●

日本銀行が認可した金融機関のみが参加できる市場として「コール市場」があり、金融機関が日々の資金のやり取りを行なう場であるとともに、日本銀行の政策金利の誘導対象ともなっています。

また、日本銀行の認可を受けることなく一般的に参加できるマーケットが「オープン市場」と呼ばれるものです。オープン市場で取引される商品としては、CD(譲渡性預金)や政府の発行した債券(TBと呼ばれる割引短期国債やFBと呼ばれる政府短期国債)が代表的で、オープン市場の代表的な金利はCD金利とされています。

一般的に、「短期金融市場」といった場合には、このコール市場とオープン市場を合わせたものになります。

投資アドバイスに自信がつく

マーケット入門

マーケットがわかる！

井止義教

第5回 長期金利

～その意味と決定要因は何か？

長期金利のコントロールは日銀でもできない！

今回は、短期金利の決定要因について考えてみました。今回は、長期金利の決定要因について見てみましょう。

前回の短期金利の説明で、金利は「お金の値段」と言い換えることができますと述べましたが、実はお金の値段といっても、いくつもの種類があります。

例えば、発行体の信用力によっても金利は異なってきますし、期間によっても異なってきます。皆さんも、だれかにお金を貸そうとするときには相手の信用力を金利

に反映させたり、資金が投資される期間によって金利を変えてみたという行動を取ると思いますが、一般的にはマーケットでも、これらと同じような行動が取られているといっても過言ではありません。さて、長期金利は、一般的に期間1年以上の金利のことを指し、その指標となっているのは、信用力の最も高い国債の利回りです。短期金利が事実上、日本銀行のコントロール下に置かれているのは、対照的に、長期金利については、金融当局がその水準をコントロールすることは不可能だといわれています。

それは、長期金利が理論的には現在の短期金利の水準と将来の予想によって決定されるということと、指標である国債の発行残高があまりにも大きいことから理解できるのではないかと思います。

「長期金利は、現在の短期金利の水準と将来の予想によって決定される」という考え方を「純粋期待仮説」といいます。

短期金利で何度も資金を転がして運用した結果と長期金利で運用

を与えることもあります。株価の上昇は、将来の景気上昇を見込んでいますので、心理的にも長期金利の上昇バイアスがかりやすくなります。一方、株価の下落は景況感の低迷につながりやすいため、長期金利が下落基調になることが多いといえます。

また、純粋期待仮説を考えた場合、長期金利は、通貨当局が行なう短期金利の誘導水準にも影響を受けます。金融緩和は短期金利の低下を促し、間接的に長期金利の低下にも寄与することになる可能性が高い

した結果が等しくなるように金利が決められている「はず」というのが純粋期待仮説の根拠です。また、資金の出し手（運用サイド）にとっては、運用期間が長いとそれだけ流動性に欠けるわけですから、期間が長ければ長いほどその分プレミアムを要求する結果として利回りが高くなるという考え方があります。これを「流動性プレミアム仮説」といいます。金利は、最終的には需給（需要と供給）で決定されますので、どちらの理論が正しい、誤っているという議論は不適切なのですが、一般的にはこうした2つの考え方が作用して金利形成に影響を与えていると考えられています。

なぜ物価の上昇が金利の上昇につながるのか

さて、金利は「お金の値段」ですから、景気と密接な関係があります。景気が良くなると、資金需要が活発化して、お金の値段である金利が上昇することになり、逆に景気が悪くなると、金利が低下する

といえます。もちろん、金融引締めが行なわれた場合には、短期金利の上昇が期待されることから、長期金利にも間接的に上昇圧力がかかることになりやすくなります。

このように、一口に長期金利の変動要因といっても、景気、物価、為替、短期金利など、要因となるものはいくつもあります。それぞれが今どんな状況にあって、今後どのような動きをする可能性があるのか——ということをしつかりと把握したうえで、長期金利の今後の動向を予想することが重要といえるでしょう。

あわせてキーワード解説

●国債市場●

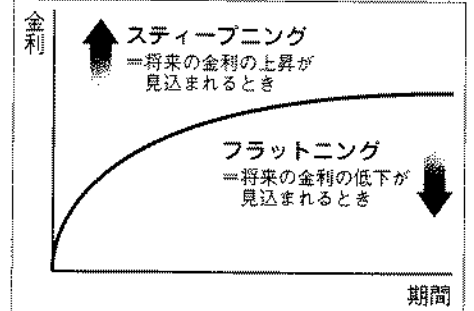
日本の国債市場は、発行市場と流通市場に分けることができます。

発行市場は、新しく国債が発行される市場のことで、シンジケート団（国債等の募集・売出しに際して、リスクの分散や販売網の拡大を目的に、複数の金融機関が共同で引受けを行なうときの金融機関の集まり。「シ団」ともいう）が行なう引受けと公募による競争入札の制度が併用されています。以前は、シンジケート団による引受けが主流でしたが、現在では10年の長期国債にのみ、その制度が残されています。

発行された後、売買が行なわれる市場が流通市場です。株式とは異なり、ほとんどの国債は店頭市場といって、電話による相対売買が行なわれています。

取引されている水準を残存期間ごとにプロットしたものが「イールドカーブ」と呼ばれるもので、イールドカーブの形状を見ることによって、現在の市場の予想を確認することができます。また、その形状の変化を観察することによって、市場がどのような予想を織り込もうとしているのかが分かるのです。

●イールドカーブの例●



純粋期待仮説には、将来に対する予想が含まれているわけですから、マーケット参加者が将来景気が悪くなると予想すれば金利が低下し、将来景気が良くなると予想すれば金利は上昇することになります。景気の良し悪しで金利水準が変わってくるということは、長期金利の決定要因には景気に関連するものがすべて含まれてくるということを意味します。

例えば、物価の上昇は金利の上昇につながります。一般的に物価の上昇は景気の拡大を意味して、物価の上昇は金利の上昇につながります。一般的に物価の上昇は景気の拡大を意味して、物価の上昇は金利の上昇につながります。一般的に物価の上昇は景気の拡大を意味して、物価の上昇は金利の上昇につながります。

各変動要因の現状と今後の動きを考えれば、株式市場の動きが長期金利に影響を与えることもあります。株価の上昇は、将来の景気上昇を見込んでいますので、心理的にも長期金利の上昇バイアスがかりやすくなります。一方、株価の下落は景況感の低迷につながりやすいため、長期金利が下落基調になることが多いといえます。

また、純粋期待仮説を考えた場合、長期金利は、通貨当局が行なう短期金利の誘導水準にも影響を受けます。金融緩和は短期金利の低下を促し、間接的に長期金利の低下にも寄与することになる可能性が高い



第6回 長期金利②

～その変動が金融商品に与える影響とは？

ほとんどの商品が何らかの影響を受ける！

前回は、長期金利の持つ意味や決定要因などについて考えてみました。長期金利は、最も信用力の高い国債の利回りが指標となっていること、短期金利と異なり、金融当局が水準をコントロールすることが不可能であること、将来の金利に対するマーケット全体の予想が債券価格に織り込まれ、長期金利すなわち市場金利が形成されていることなどを学びました。今回は、市場金利の変動によって、どのような金融商品がどのよう

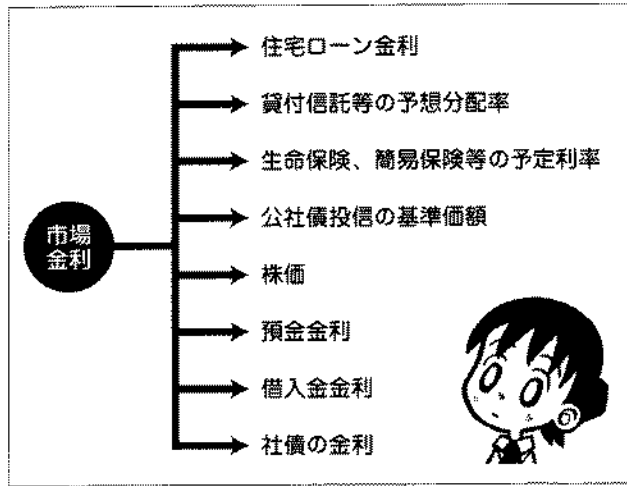
うな影響を受けるのかという点を整理してみよう。実は、金融機関で取り扱っている預金・貸出金（企業や個人から見ると借入金になる）のほとんどすべてが、市場金利と密接な関係を持っているといえます。金融機関は、企業や個人を含む「市場」から資金を集めて（調達して）企業や個人に貸し付けると同時に、資金で余っているものを市場に放出しています。金融機関の運用・調達のもととなる金利が市場金利である以上、取り扱う商品の金利水準も、市場金利の動きの影響をモロに受けることとなります。そして、市場金利に対して国債市場が影響を与えているという形になっているわけ

です。例えば、住宅ローン金利。今のところ日本では、日本銀行による「超」のつく低金利状態が維持されていることから、市場金利についても大変落ち着いた状態にあります。しかし、将来的に金利が上昇する局面を迎えた場合には、住宅ローン金利もそれに合わせて上昇する形になります（多くの金融機関が取り扱っている「固定金利選択型」では、当初の特約期間を経過した時点で「短期プライムレート」に連動する。ここでいう住宅ローン金利の上昇とは、一般的にこの特約期間を経過した後の話ということになる）。金利水準の低い今のうちに固定金利で借りてしまおうというのは、実は将来の金利上昇を見越し、その際に受ける不利益をヘッジしようとする意味があるのです。預金商品も市場金利の影響を受けます。

かつて、国債市場が1990年代初頭に暴落して8%台の利回りとなったときに、10%近い利回りをつけた商品も登場し、この高い利回りを求めて証券会社の店頭で個人投資家の行列ができたという話もあります。同様の仕組みで、生命保険や簡易保険、貸付信託の予定利率といったものもゆるやかに市場金利の影響を受けることとなります。債券投資に関する知識もアドバイス時には不可欠

市場金利は、債券価格によって低下は株価の上昇要因、金利の上昇は株価の下落要因になります。ただし、これはあくまで理論的な話であって、株価は企業業績そのものの予想を市場が評価することとで、その大部分が決定されてしまっています。株価の決定要因が企業業績と金利であることに変わりはないのですが、業績の悪化している企業の将来の予想収益を現在価値に引き直す際の割引率がいくらか低くなつたとしても、理論的な株価が上昇するわけではないというのは、直感的にも理解できるのではないのでしょうか。

●市場金利は多くの金融商品に影響を与える！



決定されますので、債券に投資を行なうような金融商品についても市場金利の影響を受けることとなります。例えば、公社債投信の場合、元本保証はありませんが、投資対象が国債、地方債、電力債といった公社債ですので、その基準価額は市場金利の動きに敏感に連動します。一般的にいつて、個人が国債をはじめとする債券（あるいは公社債投信のような商品）を購入する

場合、満期まで持ち切るか中期長期で保有するケースが大半だと思えますので、途中の金利情勢の変化はあまり影響がないかもしれませんが、こうした商品は、市場金利の影響を直接受けますので、基準価額が1万円を割り込み、元本割れするといった状況がみられることがあります。もちろん、「債券そのもの」に投資を行なう場合についても、市場金利の影響を直接受けます。最近では、国債投資が個人のレベルに至るまで浸透してきていますので、金融商品のセールズを行なう際には、債券投資についての知識も必要になってくるということができます。

現在の状況を正確に把握し、将来の予想をしっかりと立てたうえで、的確なセールズを行なうことが求められるわけです。なお、個人向け国債は変動利付債の範疇に入りますが、従来型の

あわせて知りたいキーワード解説

●プライムレート●

プライムレートとは、金融機関が企業に融資する際に基準となる金利のこと、最優遇金利のことを意味します。一般的に、返済期間が1年以内の場合には短期プライムレート、1年を超える場合には長期プライムレートが基準となり、金融機関は独自に企業の格付けを行ない、これに上乘せした金利で融資をします。ただ、長期プライムレートは事実上意味を持たず、新長期プライムレート（新長プラ）が基準として使われることが多いようです。この新長プラは、貸付期間の長さに応じて短期プライムレートに上乘せするという単純な方法で決められています。金融機関が行なう長期融資の水準は、実は長期金利よりも短期金利の影響を強く受けていると言えるわけです。



第7回

株式相場

～その変動要因とは？

基本的な変動要因は
企業業績と金利の二つ！

株価の変動要因については、細かいものを挙げていくとキリがないのですが、主要なものは、実は2つしかありません。それは「企業業績」と「金利」です。

多くの金融商品の場合、一般的に景気や為替、政治状況や財政政策、税制といった要因が変動要因として挙げられていますが、株式では、こうした様々な要因が企業業績と金利に集約され、その2つによって株価が決定されているといっても過言ではないでしょう。

「会社は誰のものか」という古く

で新しい問題がクローズアップされていますが、資本市場としての企業の目的は「収益の向上を通じて株主の満足度を高めること」にあります。経済的に見た場合には、「会社は株主のものである」ということになるのです。

企業の貸借対照表を大雑把に見てみると、「資産＝負債＋資本」という図式が成り立ちます。

収益の向上によって得られた追加資本は、配当という形で株主に還元されるか、次期の資本勘定に積み増されるかのどちらかになります。

株主は配当が増える喜びますが、配当が増えなくても収益が資本勘定に残れば、それは将来の配当の原資となります。いずれにしても、この資本勘定を切り分けたものが株式なのです。企業収益の向上は株価の上昇を直接支援する形になります。

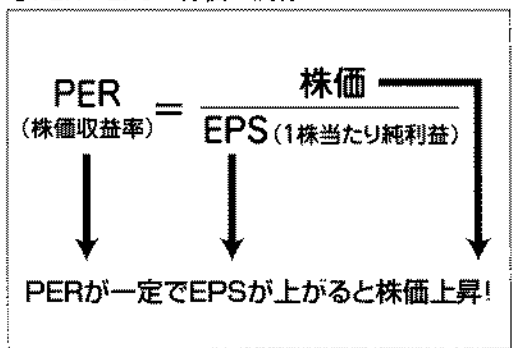
前提を置くならば、株式は、経済的には永久債に限りなく近い性質を持つ。

債券価格は、「将来の受取り収入であるクーポンを、それぞれの期の金利で現在価値に割り引いたものの合計額」といえます。永久債に非常に近い性質を持つ株価についても、同様の性質を持ち合わせているといえます。金利の低下（債券価格は上昇）が株価の上昇要因になるといわれます。

企業業績によつては
元本が回収不能になることも

では、企業業績と金利のうち、どちらが株価の決定要因として大きいかというと、これは圧倒的に企業業績のほうが大きいでしょう。非常に大雑把に言えば、「株価は企業業績によつて決定される」としても、そ

●PER・EPS・株価の関係



もちろん、PERが高ければ株価は割高、低ければ割安ということになるのですが、実際のところの水準が妥当なのかは、理論的に示せるものではありません。

結局、同業他社やマーケット全体のPERと比較することによって、相対的な尺度として使う必要がありますが、EPSを引きますから、株価が変わらなるとすると、結果的にPERが下がる（株価は割安になる）ことになります。

またPERは、市場におけるその企業に対する期待値ともいえるのですが、PERの水準に変化がないと仮定すれば、企業収益の向上はEPSの向上につながりますから、さらには株価の上昇につながるといえることが期待されるわけです（図表）。

株式を満期のない「永久債」として捉えれば……

前面も少し触れましたが、金利の動向も株価の決定要因として知られています。

株式は、一般的に半年に1回配当が行われますが、これを債券

として考えると、株式は、①満期がない、②半年ごとに支払われるクーポンが企業業績によつて変化するという2つの側面を持つ債券であることが分かります。

先ほど述べた企業業績の向上による株価の上昇は、②の要因にも影響します。つまり、金利水準が同じなら、クーポン（この場合は企業業績）が上昇すれば、理論的には価格（株価）が上昇するということになるわけです。

そして、①の要因については、超長期債よりもさらに満期の長い「永久債」として考えることができます（企業が倒産しないという

前提を置くならば、株式は、経済的には永久債に限りなく近い性質を持つ）。

債券価格は、「将来の受取り収入であるクーポンを、それぞれの期の金利で現在価値に割り引いたものの合計額」といえます。永久債に非常に近い性質を持つ株価についても、同様の性質を持ち合わせているといえます。金利の低下（債券価格は上昇）が株価の上昇要因になるといわれます。

企業業績によつては
元本が回収不能になることも

では、企業業績と金利のうち、どちらが株価の決定要因として大きいかというと、これは圧倒的に企業業績のほうが大きいでしょう。非常に大雑把に言えば、「株価は企業業績によつて決定される」としても、そ

もちろん、PERが高ければ株価は割高、低ければ割安ということになるのですが、実際のところの水準が妥当なのかは、理論的に示せるものではありません。

結局、同業他社やマーケット全体のPERと比較することによって、相対的な尺度として使う必要がありますが、EPSを引きますから、株価が変わらなるとすると、結果的にPERが下がる（株価は割安になる）ことになります。

あわせて知りたいキーワード解説

●日経平均&TOPIX●

日経平均株価（日経平均）は、東京証券取引所の第1部に上場されている銘柄の中から選ばれた流動性の高い代表的な225銘柄の単純平均です。除数（分母）を調整することによって株式分割や銘柄の入れ替えに伴う要因をなくし、指数の連続性を保っています。単純平均ですので、値段の高い株式の影響を大きく受けません。

TOPIX（東証株価指数）は、文字どおり東京証券取引所が算出・公表を行っている株価指数です。日経平均とは異なり、東京証券取引所の第1部に上場されているすべての株式について、その時価総額を指数化したものです。時価総額ベースで算出されますので、時価総額の大きな銘柄（大型株）の影響を受けやすいこととなります。

一般に、株価指数といった場合には、TOPIXよりも日経平均のほうがなじみがあると思われます。しかし、その性質を比較すると明らかのように、市場全体の動きを見る場合には、TOPIXを使用したほうがよいといえます。

「株価は企業業績によつて決定される」としても、その

もちろん、PERが高ければ株価は割高、低ければ割安ということになるのですが、実際のところの水準が妥当なのかは、理論的に示せるものではありません。

結局、同業他社やマーケット全体のPERと比較することによって、相対的な尺度として使う必要がありますが、EPSを引きますから、株価が変わらなるとすると、結果的にPERが下がる（株価は割安になる）ことになります。



投資アドバイザーに自信がつく

マーケット入門

井上義教

第8回 貿易統計

～経常収支と貿易収支が及ぼす影響とは？

経常収支を構成する要素は貿易収支を含めて4つ

マーケットでは、毎月発表されるアメリカの貿易統計が非常に重要視されています。今回は、いわゆる外部要因として知られる「貿易収支」と「経常収支」について考えてみましょう。

貿易収支は、端的にいうと輸出から輸入を差し引いたもので、海外との輸出入によって生じる収支を意味します。そして、経常収支は、貿易収支、サービス収支、所得収支、経常移転収支の4つから成り立っています。

貿易収支は、経常収支の重要な

構成要素であり、純粋に輸出の数字の動きを知りたい場合には、アメリカの貿易収支における対日本の数字を見ればよいということになります。アメリカの統計数字を見ると、貿易収支が経常収支の大部分を占めていますから、マーケットに対する影響を考えると、マーケットには経常収支よりも貿易収支を見ておけばよいでしょう。

なお、国際収支という言葉もありますが、これは経常収支と資本収支を合わせたものです。ある国の「外国との一定期間内における経済取引に関するすべての収支」と言い換えることができ、貿易収支や経常収支よりも広い意味で使われます。経常収支は、モノやサービスを取引することによって生じるもので、資本収支には証券投資や直接投資といったものが含まれています。

日米間には常にドル安・円高の圧力が：
アメリカは、財政赤字と貿易赤字という双子の赤字を抱えていることで知られています。

このうちの貿易赤字を解消する

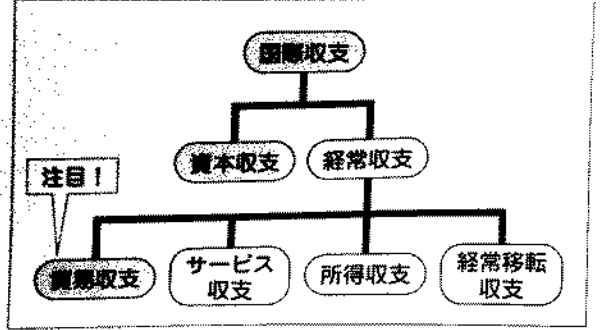
ために取られたのが1985年の「プラザ合意」です。これをきっかけにドル高が一気に是正される動きとなりました。1998年には一度財政赤字まで赤字に転じる場面もありましたが、今では再び赤字となっています。

アメリカの貿易収支は、アメリカ商務省によって毎月発表されるわけですが、全体の貿易収支とともに国別の貿易収支も発表されています。対日本の赤字がどのよう

に動くか——これが為替市場に影響を与えることがあるわけです。そして、周知のとおり、日本は恒常的に貿易収支が黒字となつていますが、これはどういうことを意味しているのでしょうか。

日本は「貿易立国」といわれるほど、貿易に依存している度合いが強い国家です。日本にとって貿易黒字が恒常的に計上されているということは、輸出が輸入よりも常に多い、外貨の受取り超過の状態が続いていることを意味しています。つまり、潜在的に外貨売りの需要が発生しやすい状況にあるわけです。

●国際収支・経常収支・貿易収支の関係



によって日本企業が得たドルを売って円に換える動きが活発化しますので、一般的には貿易黒字の拡大は円高要因となります。

一方、アメリカは恒常的に貿易赤字を抱えていますので、反対のプロセスを経て、常にドル安に対する圧力がかかっている状況であるということが出来ます。

いずれにしても日本とアメリカとの間には、「ドル安・円高」の圧力が常にかかっているといえます。

前回までに見てきたように、円

高は一般的に金利低下、株安の要因となります。様々な金融商品の価格決定に貿易統計が影響を与える可能性があるとすることが理解できると思います。

貿易統計の数値自体が持つ影響力は小さくなってきている!?

ただし、月次で発表される貿易収支の数値は、数ある統計数値の中にあつて、とりわけ変動が大きいことで知られています。

金利や株式相場、為替相場そのものが短期的に貿易収支の数値に大きく反応することもあります。が、やはり統計値の傾向を見る場合には、発表された数字そのものを見て一喜一憂するのではなく、何ヵ月かの平均値を見て、大まかな基調はどのようなものかを判断するといった慎重な姿勢が求められることとなります。

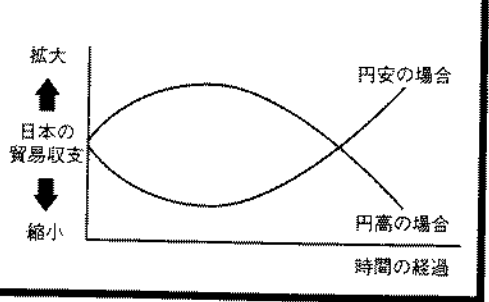
また、アメリカの貿易統計の数値は、発表された時点から見て2ヵ月前の数字となります。

あわせてキーワード解説

●Jカーブ効果●

為替相場が円安に振れた場合は、輸入価格が輸出価格よりも大きくなります。ところが、円安に伴って輸出数量が増加するまでには時間的なギャップがありますから、本来であれば、円安に伴って貿易黒字の金額が拡大するはずなのに、一時的に黒字幅が縮小することがあります。

これは、為替レートの変動と実際の輸出入の動きに違いがあることから見られる現象で、Jカーブ効果と呼ばれます(円高の際に、一時的に貿易収支が拡大するケースも同様)。



すので、必ずしも発表された時点の実態を表しているものではありません。

さらに、貿易統計として発表される数値のいかんにかかわらず、輸出業者は、普段から為替予約を使ってほとんどドル売り契約を締結していきますし、輸出企業は為替リスクに恒常的にさらされているわけですから、海外で現地生産を行なうことで、そうしたリスクをできるだけ排除しようという動きも当然のように見えています。

そうした意味では、以前ほど貿易統計の数値そのものが注目されなくなつてきているともいえません。

時には、企業が輸出で稼いだドルを円に換えようとする動きに対して、政府(日本銀行)自身が買い向かう(円売り介入を行なう)こともありまますので、単純に貿易収支の数値の動きだけで為替相場に与える影響を決めつけることはできないわけです。

す。正確なデータはありませんが、以前に比べるとマーケットに対するインパクトは確実に小さなものとなつてきています。

もちろん、貿易黒字で稼いだドルを使って外債投資を行ない、対外資産を増加させるような動きも一方では見られます。

時には、企業が輸出で稼いだドルを円に換えようとする動きに対して、政府(日本銀行)自身が買い向かう(円売り介入を行なう)こともありまますので、単純に貿易収支の数値の動きだけで為替相場に与える影響を決めつけることはできないわけです。



第9回

経済統計

～注目統計とその見方

投資アドバイスに自信がつく

マーケット入門

マーケットがわかる!

井上義教

最も注目の指標は
やはり「業況判断DI」?

前回は、貿易統計について考えてみました。本連載では、これまで金利や株式市場などがどんな要因で動くのか等を述べてきましたが、具体的な経済指標については詳しく触れてきませんでした。そこで今回は、経済統計そのものにスポットライトを当てて、それぞれの数値の見方を解説していくことにします。

実際に利用されている商品によって注目度合いが異なるため、「一般的に、どの経済統計が最も重要か」という問題には答えにく

いのですが、やはり日本の経済統計の中で最も重要だと考えられているものは、日本銀行が発表している「全国企業短期経済観測調査」でしょう。

これは、一般に「日銀短観」と呼ばれる指標で、日本銀行が3ヵ月に1度、企業の経営者を対象に行なっている景気動向や金融情勢に関するアンケートをまとめたものです。

政府当局がこうしたアンケート形式の回答をまとめて発表するということは、全世界的に見ても珍しいことではないかと思うのですが、マーケットがこの数字を非常に重要視していることが何とも「皮肉な現象」といえます。

その理由は後述しますが、日銀短観で発表される項目は、極めて多岐にわたり、中でも注目されているのは「業況判断DI」と呼ばれるものです。業況判断は、回答企業の収益を中心とした業況に関する全般的な判断で、「良い」「さほど悪くない」「悪い」の中から選ぶことになっていきます。そしてDI(デیفュージョン・インデックス)は、単純に「良い」と答

えた企業数から「悪い」と答えた企業数を引いて算出されます。

数字が大きければ、先行きに楽観的な経営者が多いということになります。中でも、日本の産業構造を反映して、製造業・大企業の業況判断DIが代表的な指数として注目を集めています。

マーケットの事前予想に反してDIが高い数字を示すと、景気回復期待を反映したものととしてマーケットが捉え、債券売り・株式買といった形の動きが見られるようなこともあります。

先ほど「皮肉な現象」と書きましたが、企業の経営者というのは、言うまでもなく経済活動の中心となる主体であるはずですが、ところが、その経営者の先行き予想を総括したアンケートの数字に対して、マーケットのほうが発言してしまふことが、実に皮肉な現象であるといえるのです。

経済情勢を「後追い」する

統計の注目度は相対的に低い
日銀短観以外に景気の動向そのものを示す統計としては、「鉱工業生産指数」を挙げる事ができ

ます。鉱工業生産の動向は、景気の動向を占ううえで非常に重要なものであることから、市場での注目度も高くなっています。

同様の数値として景気動向指数というものも発表されますが、こちらは鉱工業生産指数ほどの注目は集めていません。数字が経済情勢を「後追い」する傾向が強いことから注目されないのです。

このように、マーケットは「いち早く」「経済がどちらの方向へ向かっているのか」を敏感に表す指標・統計の発表に注目しているということが出来ます。

また、景気動向と密接に関連する経済統計として、「国内総生産」(GDP)を挙げる事が出来ます。これは、国内で一定期間内に生み出される付加価値の総額を意味します。「経済成長率」といった場合、通常はこのGDPの伸び率を意味します。

通貨の動向を見極めるための経済統計が「マネーサプライ」です。世の中に流通している通貨の量そのものを分析することによって、金融市場を分析することが出来るのです。

現在、日本は「超」のつく低金利となつているため、マネーサプライの持つ意味合いは小さいといえますが、本来、短期金利(政策金利)が大きく動くにあたって、非常に重要な経済統計です。

物価の動向を示す経済統計としては、「消費者物価指数」(CPI)を挙げる事が出来ます。この数値も、本来的にはインフレの動向を占うものですが、非常に大きな意味を持つものです。しかし、現在の日本では、物価は極めて安定した動きをしていますので、マーケットがCPIの数字で大きく動くようなことはありません。その他では、設備投資の水準を

占う経済統計である機械受注や雇用情勢を占う労働力調査などが挙げられますが、いずれも市場を大きく動かすほどの要因にはなかなかありません。

アメリカでは、雇用統計が最も注目される経済統計であることと比較すると、日本とアメリカでは、かなり事情が異なることがよく分かると思えます。

その時々によって 注目統計は変わってくる

このほか、細かい経済統計の発表も意外に行なわれていて、例えば、地価に関する数字も立派な経済統計といえるでしょう。あるい

は、人口調査や住宅着工件数といった数値も経済統計に含まれます。ただし、市場に与える影響という点では非常に小さなものであるので、実質的に無視してしまつてよいものが大半です。

ここまでの記述で理解できるところなのですが、経済統計というものは、その時その時によって注目されるものが大きく異なります。

例えば、日本の貿易黒字は、今も昔も状況としては変わらないものの、経済統計の一つとして見た場合の「貿易統計」に対する注目度は、明らかに昔のほうが今よりも高かったといえます。意外な経済統計によって市場が大きく動くことがあります。逆に、「その経済統計に市場が注目しているからこそ、市場が動きやすい」ということもいえると思います。

経済統計を見る場合は、「今、市場ではどの経済統計に注目が集まっているのか」という点を事前に調査することが重要です。事前の予想と実際に発表された数値との差、発表後の市場の反応を見て、その後の予想を行なうようにするとよいでしょう。

●主な経済統計と一般的な注目度

注目度の高い経済統計

- ①日銀短観
- ②GDP
- ③鉱工業生産指数 等

やや注目度の高い経済統計

- ①マネーサプライ
- ②CPI
- ③機械受注 等

あまり注目度の高くない経済統計

- ①貿易収支関連
- ②雇用統計
- ③住宅着工件数 等



投資アドバイザーに自信がつく

マーケット入門

井上義教

日銀による金融政策の最大目標は「物価の安定」

第10回 金融政策

～代表的な手法と金融商品に与える影響とは？

前回は、市場の動きに直接影響を与える経済指標について考えてみました。今回は、金融商品の金利等に大きな影響を与える金融当局（日本銀行）の金融政策について見ていきます。

日本銀行の目的は、一般にはあまり知られていませんが、「日本銀行法」という法律に明記されています。それによると、第1条1項で「日本銀行は、我が国の中央銀行として、銀行券を発行するとともに、通貨及び金融の調節を行うことを目的とする」、第2条で

「日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもち、その理念とする」とされています。

これを要約すると、日本銀行の金融政策の最大目標は「物価の安定」であることが分かります。

第2次世界大戦後のドイツや日本のハイパーインフレの話は、皆さんもご存知でしょう。ドイツの有名な逸話では「ランチを食べている最中に、ランチの値段がどんどん上がっていった」などがあります。

物価の安定が経済の安定的な成長の前提となっていることは理解できると思います。

消費者物価指数を市場が重視するようになれば……

金融政策の実際のオペレーション（公開市場操作という）は、短期の金融市場における資金の総量を調整することによって行なわれますが、この調整は、実際に民間

●日本銀行のオペレーション（オペ）の種類

- ①資金供給
(手形、短期国債、ABCP等、ABS等)
買入オペ、(GP、国債)買現先オペ
- ②資金吸収
手形売出オペ、国債売現先オペ、
短期売却オペ

*短期＝短期国債、ABCP＝資産担保コマーシャル・ペーパー、ABS＝資産担保債券

かつては、公定歩合（日本銀行が民間の金融機関に直接資金を融資するときの金利）を操作することが金融調節の中心的手段とされましたが、現在、公定歩合は形式的な意味しか持っていない。したがって、現在の日本の金融調節は、公開市場操作によって資金量や金利水準を調整することが中心となっています。

また、短期金利の誘導水準についても、かつては無担保コールの

オーバーナイト物を対象としていましたが、平成13年3月以降はそれが日本銀行の当座預金残高に変更されました。例えば「日本銀行当座預金残高が〇兆円となるように金融市場調節を行なう」といった形で、調節方針が打ち出されることになったのです。

今、「超」のつく低金利状態にある日本において、この方法は短期金利がほとんどゼロの中で行なわれるものであることから、「量的緩和」と呼ばれています。この新しい金融調節は、消費者物価指数が安定的にゼロ以上となるまで継続されることとされました。

現在、マーケットにおける消費者物価指数の注目度はそれほど高くないのですが、ここから、市場参加者全体としては「短期金利の誘導水準が変更される可能性はほとんどない」と見込んでいることが分かります。逆に言うと、マーケットが消費者物価指数をこれまで以上に重要視するようになってきたら、短期金利の誘導水準の変更の前触れかもしれません。

日本銀行の金融政策については、毎月2回行なわれる金融政策

決定会合で討議されます。会合の終了後、直ちに決定内容がアナウンスされますので、非常に透明性の高いものとなっています。

長短金利の動きも
常日頃から確認しておこう

さて、日本銀行の行なう金融政策が各種金融商品に与える影響としては、どのようなものが考えられるでしょうか。

日本銀行は、短期金利のコントロールを行なっていますので、直接的には、まず短期金利系の商品が影響を受けます。例えば、普通預金や定期預金がその代表です。

長期金利は、日本銀行のコントロールできない分野ですが、短期金利が上昇すればその影響を受けて長期金利も上昇することになります。住宅ローンの金利も影響を受けることになりま

その他、生命保

あわせてキーワード解説

●マネーサプライ●

マネーサプライは、「経済全体に供給されている通貨の総量」を意味しています。この統計を見ることによって、金融や実体経済の動きを数字として把握することができます。好景気のときは経済活動が活発になるため、資金取引が全体として増加し、その結果、マネーサプライが上昇します。

マネーサプライには、M1、M2+CD、M3+CD、広義流動性という4つの定義があり、この中では、M2+CDが最も実体経済との相関関係が高くなっています。注目度合いが高いのも、このM2+CDです。

- M1 = 現金通貨
- M2+CD = M1 + 準通貨（定期預金等）+ CD（譲渡性預金）
- M3+CD = M2 + 郵便貯金 + 信金等の預貯金 + 金銭信託 + CD
- 広義流動性 = M3 + CD + 何らかの流動性を有すると考えられる金融商品（投資信託、金融債等）

陰の予定利率も変更されるでしょうし、国債の流通利回りも上昇するでしょうから、公社債投資信託等の債券が組み込まれている商品にも大きな影響が及ぶと考えられます。

以前も説明しましたが、金利の上昇は、理論的には株価の下落要因となります。もちろん、金利が上昇することによって景気の過熱状態が冷やされることにもなり得るので、そのメカニズムを通じた業績の悪化懸念も株価の下落材料となるでしょう。

平成13年に日本銀行の当座預金残高が金融調節の対象・目標とされるようになってから、すでに4年以上が経過していますので、「日本の金利は上昇しない」という固定観念にとらわれている方も多いと思います。

しかし、本来、金利は景気実態を反映する形で決められるものであり、未来永劫、今の低金利が続く保証はどこにもありません。

また、市場は金融当局の動きを先取りして動く傾向がありますので、お客様に対して的確なアドバイスを行なうためには、長短金利の動きを常日頃からウォッチしておく必要があるといえるでしょう。

投資アドバイスに自信がつく

マーケット入門

わかる！

井上義教

第11回

インフレ・デフレ

～そのメカニズムと
金融商品への影響とは？

過去の歴史を見ても
多くのインフレやデフレが：

前回は、日本銀行の金融政策とそれが金融商品に与える影響について考えました。その中で第2次世界大戦後のインフレにも少し触れましたが、今回は、このインフレと近年日本で話題になってきているデフレについて、基本的なメカニズムや金融商品に与える影響などを見ていきましょう。

そもそも、インフレやデフレとは、どのように定義されているものなのでしょうか。

単純に言えば、インフレはインフレーションの略でモノの値段が

お金の量が増減することで
相対的にモノの値段が動く

インフレのメカニズムは、マネーサプライの動きを考えてみるとよく分かります。例えば、現在の日本では、日本銀行による国債の新規引き受けは法律によって禁止されていますが、これが可能となると、どのような動きに派生するのでしょうか。

極端な例ですが、世の中にあるお金（マネーサプライ）とまったく同じ量の国債を発行して、それすべてを日本銀行が引き受けた場合には、世の中に出回っているお金の量が倍になります。そうすると、お金の価値が半分になりますので、単純に物価が倍になってしまいうわけです。これがインフレです。

もちろん、通貨当局による国債の新規引き受けだけがインフレにつながるわけではありません。何らかの理由によってマネーサプライが上昇した場合に、他の要素が変わらなければ、物価がその分上昇するという仕組みになっています。

世の中を単純にモデル化した場合、そこには「お金」と「モノ」しかありません。つまり、お金の量が増えたり減ったりすることによって、相対的にモノの値段が動いてしまうわけです。これが、インフレやデフレの根源的なメカニズムであるといえるのです（デフレの仕組みは、インフレの逆を考えればよい）。

「金利上昇はない」という意識が蔓延しているが…

では、インフレが起きることによって、具体的にどのような現象が起きるのでしょうか。

一般的に、インフレ期には物価が上昇します。そうした状況にあつては、早めにモノを購入しておこうという意識が働きますから、資金需要も活発になります。「お金の値段」＝「金利」ですから、資金需要が増大すると、金利の上昇につながります。

また、現預金の価値が低下するので、貯蓄に対する意欲が減退します。金融機関側から見ると、旺盛な資金需要に 대응するため、多少金利を引き上げても資金を集めよ

上がり続けること、デフレはデフレーションの略でモノの値段が下がり続けることをいいます。

一般的に、その国の通貨当局は自国の通貨安定のために存在しているといえるのですが、何らかの原因で、その国の通貨に対する信任が揺らいでしまうと、その国の通貨が売られることを通じて輸入インフレが生じ、最悪の場合、物価が一気に何倍にも上昇してしまいます。これが「ハイパーインフレ」です。

歴史的に見ると、第2次世界大戦後のドイツや日本におけるハイパーインフレが有名です。特に、ドイツのハイパーインフレは強烈で、何と物価が1兆倍になってしまったそうです。

逆にデフレの例としては、日本における昭和恐慌とバブル崩壊後の動きを挙げることができます。

景気が低迷して物価が下落する状況がデフレですから、デフレ期には企業業績が悪化し、失業者が多く出て、それが景気の悪化につながります。

また、物価が下落しても、それに見合った需要がない場合、物価

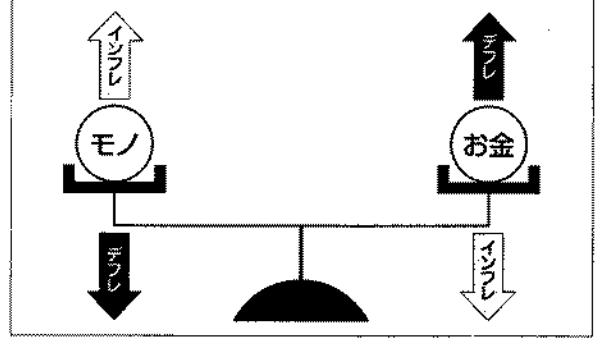
うとします。この点でも、物価が上昇すると、金利が上昇する方向に力が働くこととなります。

インフレによって金利が上昇することというのは、各種預金関係の金利や融資利率の上昇につながるようになるわけです。

最近の日本の状況では、継続的に日本銀行が量的緩和策を取り、短期金利を極端に押し込んでいますから、長短金利ともに「上がるはずがない」という意識が蔓延しています。

しかし、株の堅調な推移が今後も続いたり、企業業績のさらなる向上が見込まれた場合には、日

●インフレ・デフレのイメージ



の下落と景気の悪化がお互いの要因となり、両方が順番に進行してしまうことがあります。この悪循環のことをデフレスパイラルと呼びます。

ご存知の方も多いでしょうが、数年前の日本は、デフレスパイラルに陥っていたのではないかと、う危険がありました。

最近も物価の下落傾向は続いているのですが、一方で堅調な株の推移や景気の回復基調が見られるため、デフレスパイラルを説く人は減ってきています。

本銀行が量的緩和策の解除や短期金利の引上げに動く可能性も出てくるものと考えられます。日本では、久しく金利の上昇という場面がなかったため、大きな混乱が生じる可能性もあります。

住宅ローンの利率についても、変動金利（固定金利選択型も最終的には変動金利になる）型の場合は、金利の上昇によって大きな影響を受けますので、今後の株式市場、国債市場、物価動向や為替市場といったマーケットの動向に注目し、お客様に対して適切なアドバイスを行なっていきたいものです。

あわせて知りたいキーワード解説

●インフレヘッジ●

インフレになったときに、保有資産の価値が減少しないように不動産や株式といった資産に投資を行なうことを「インフレヘッジ」といいます。

日本の場合、バブルの崩壊によって、地価などが3分の1になるという大変な資産デフレを経験しました。

そのため、インフレヘッジという言葉は久しく語られない状況が続いていましたが、ここに来て株の堅調な推移を背景として、インフレヘッジが注目されてきています。

一般に、インフレ時には貨幣の価値が低下しますので、現金や預金、債券といった形で資産を保有していると資産価値が低下してしまいます。そうした状況を避けるために取られる行動がインフレヘッジというわけです。



最終回 将来予想の立て方

～為替・金利・株価動向の見極め方とは？

最も重要なのは「流れ」を捉えること

これまでは、為替相場や長短金利、株式市場、貿易収支、経済指標、金融政策、インフレ・デフレといった個別の要素について、かなり細かく見てきました。今回は最終回ということで、全体としての「将来予想の立て方」について触れてみたいと思います。

市場の将来の動きというのは、もちろん、だれも正確に予想することはできません。しかし、実は多くの場合、その予想は簡単だともいえます。重要なのは「流れ」を捉えることなのです。

「まだ」は「もう」なり、「もう」は「まだ」なり——こんな株式市場の格言を聞いたことがあるでしょう。また、これは直感的に理解できると思うのですが、いわゆる「傾向」というものは、意外に長く続くことが多いのです。

例えば、身近なところで題材を探してみると、昭和63年の大納会を最後に日本の株価は下落基調をたどることになりました。俗にいう「バブルの崩壊」という言葉が、「バブルの崩壊」という言葉が、一体いつころから使われ始めたのか筆者の記憶にはありませんが、平成2年ごろにはすでに使われていたと思います。

それまでの過剰な流動性の供給が土地価格の大変な上昇を招き、その反省から「総量規制」が行なわれ、資金繰りがどうにも手当てできずに黒字倒産する企業が不動産業を中心に相次ぎました。若手の銀行マンだった筆者は「黒字でも企業が倒産することがある」という事実を目の当たりにして、非常に驚いたことを今でもはつきりと覚えていています。

資産価格の下落が一気に始まる

一方で、債務はそのまま残っているわけですから、どのような事態が待ち受けているのかは容易に想像できませんでした。過剰な債務を抱えている企業や個人は、資産の圧縮を急ぐしか手がなかったのです。

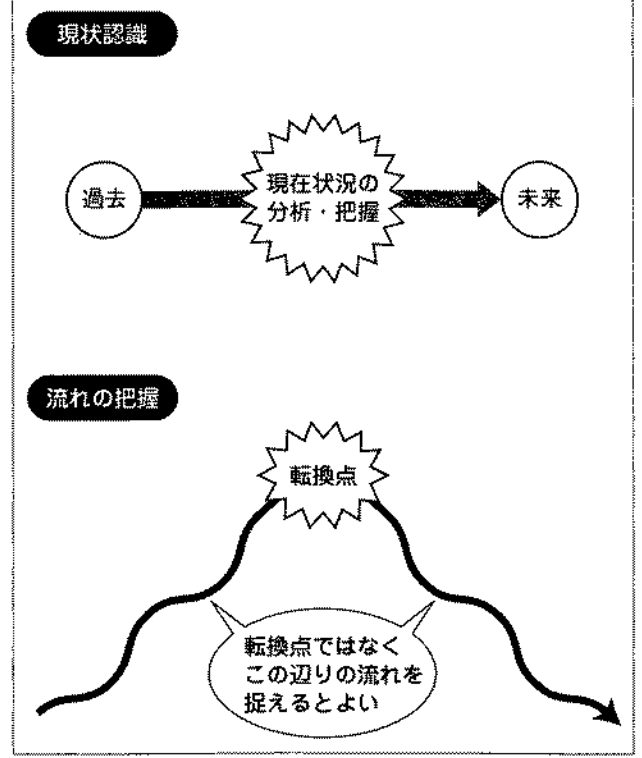
最終的に、株価は5分の1に下落し、担保主義に偏っていた金融機関の経営基盤も揺るがし、金融システムが崩壊する一歩手前のところまでいってしまいました。土地神話、不良債権、雇用不安、デフレスパイラル——様々な用語が流行し、現在に至るといってわけです。

動きの「傾向」は簡単に変わることはない!?

では、こうした現象を考えた場合、「昭和63年の年末に株価が高値をつける」と予想することは、可能だったのでしょうか。

これは、やはり大変難しいことです。しかし、その後の動きについて予想を立てるのは、それほど難しくはありません。例えば、株価が5分の1になるまで13年という年月を要しているわけですから、その間、ずっと株価の下落基

●将来予想には「現状認識」と「流れの把握」が必要



調が続くという予想は当たっているわけです。いわゆる「ターニングポイント」をピンポイントで捉えるのは極めて難しいといえますが、「傾向」は非常に長く続きますので、それを捉えることは比較的容易だといえるのです。

特徴的な例としてバブル崩壊後の株価の動きを挙げましたが、その後の動きも同様です。

日本の株価は、平成15年4月を底に、ここ2年ほど回復基調にあります。企業の涙ぐましいリスト

ラが契機になっていくといった皮肉な見方もありますが、企業業績の回復を背景として、株価が回復基調にあることは間違いないとされています。

こうした傾向は、急に止まってしまうものではありません。今から思えば、平成15年の4月が底値だったわけですが、昭和63年末に多くの人が「株価はさらに上昇する」と予想したのと同様に、その時点では、多くの人が「もっと株価は下落する」という予想をして

将来予想を立てるには
これまでの動きをまず把握

金融機関の行職員としても、金利が上昇するというシナリオが立てられれば、それに伴ってリスクを抱えている企業や個人にセールの機会が生じます。

変動金利の債務を多く抱えている企業の場合、将来の金利上昇による支払い金利の増大がリスクとして顕在化します。変動金利の債務を固定化することによって、そうしたリスクの排除が可能となり

いたのではないのでしょうか。

それでは、今の状況はどうでしょう。企業業績は好調、株価は回復基調にあります。長期金利や物価は落ち着いており、雇用情勢は若干ですが逼迫しています。中期債は、将来の金利上昇を織り込むような形で多少利回りが上昇してきています。

したがって、実際どのような市場が動くは分かりませんが、大まかな状況としては、景気回復→金利上昇(量的緩和策の解除)というシナリオを立てることも可能となるわけですね。

経済統計については、時にプレの大きな数字が発表されることもあります。あくまで「ある程度の長期間の傾向」を見るように心がけるとよいでしょう。

「市場の動きは市場に聞け」という格言もあるほどです。将来予想の原点は「これまでの動きの延長にある」ということを忘れずに、お客様へのアドバイスに役立てましょう。