

# 物価変動はなぜ起こる？

## —効果的資産運用のための、価格変動論の試み

平山賢一

運用を行う上で意識しなければいけないのは、「お金」を「絶対的価値」よりも「相対的価値」で把握すること。

一定のお金でどれだけの「モノ」が買えるか、「お金」と「モノ」の関係は、常に変動しているからだ。

だから投資家は常に、物価の変動に負けない運用を考えなければならない。

そして、物価変動を意識するところから、金利、コモディティ（商品価格）、株価の関係も分かってくる。

効果的な資産運用のための、価格変動論を試みてみた。

### 物価とは何か？

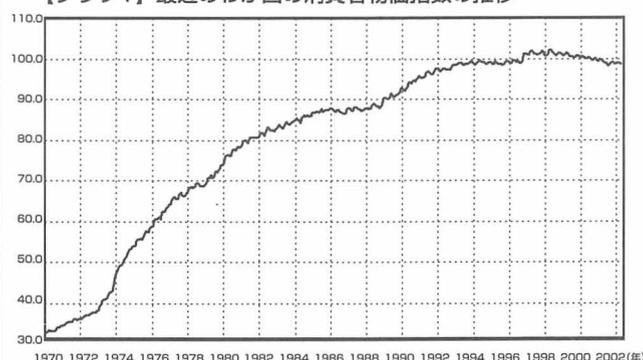
物価は、資産運用にとって非常に大きな影響を与える。いや、むしろ、物価を考えずして資産運用を考えるべきではないだろう。物価は、貨幣価値と表裏一体の関係にあるから、当然といえば当然の話。

数限りなく存在する「モノ」や「サービス」は、1円玉何枚分の価値があるのか（「モノ」「サービス」などを貨幣という尺度で計った値）を表現した数字が物価。それだけに、生鮮食料品の物価、輸入品の物価、エネルギー価格の物価……、たくさんのカテゴリーで物価をとらえることができる。

特に、私たちの生活に密着する「モノ」などの変化を、総合して把握するために作られた指標が、消費者物価指数だ。

この指数は、最近の30年をとってみても、おおむね上昇している（⇒グラフ1）。

【グラフ1】最近のわが国の消費者物価指数の推移



### 「物価変化率」を車の運転にたとえてみよう

この物価が上昇している期間が「インフレ期」、下落している時期が「デフレ期」だ。

その状態をもう少しわかりやすく説明するため、物価の変動は、前年同月よりも上がったのか下がったのかという変化率、「物価変化率（注1）」で示すことが多

（注1）本稿の読者は、「物価の上昇」と「物価変化率の上昇」を明確に区分して考える必要がある。

「物価の上昇」といった場合には、「昨年の物価」よりも「今年の物価」が上昇しているという絶対値を示す。

一方、「物価変化率」は相対値である。たとえば今年の物価の上昇は+1%で、去年の物価の上昇が+2%だった場合を考えてみる。

今年の物価は「上昇」しているが、去年からの「物価の変化率」が+2%から+1%に低下していることから、「物価変化率は低下」していることになる。

資産運用にとって重要なポイントは、「物価」の上昇下落よりも「物価変化率」の上昇下落を重視する点といえるだろう。

い。物価変化率がプラスのときはインフレ期。物価変化率がマイナスのときはデフレ期という具合。

物価変化率というのはなじみがないから、車の運転にたとえてみよう。経済政策は、車の運転にたとえられることが多い。

快適なドライブといえば、巡航速度でのクルージングだが、これと同様に、好況時の物価も、大概上昇する方向に2%とか3%、一定の比率で変動することが多い。

しかし景気が加熱してくると、物価の上昇率自体が5%や10%へと急上昇していくことが、しばしば発生する。

これはドライブ中、つい気分がハイになってアクセルをふかしてしまい、制限速度を超えてしまうのに似ている。

経済でいえば、このような時は、期待感から景気が過熱しているときであり、政策当局者により金利が急速に引き上げられることがある。

スピード違反で、警官に警告や罰金を受けるようなものといってもいいだろう。

逆に景気が悪い時は、物価の上昇率自体も1%やゼロ%に低下してしまうが、これは路面に不安があったり、考え事で気が散っている時にアクセルを踏み力が弱まり減速し、時には車が止まってしまうのに似ている。

また、さらにひどい時には、物価は下落してしまうが、これはバックギアに入れて、後方に車が進んでしまうようなもの、といってもいいだろう。

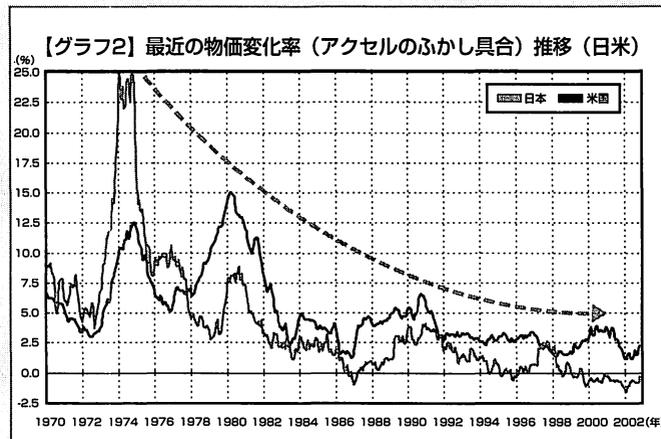
このように物価の年変化率とは、2~3%の巡航速度に対してアクセルをふかして加速しているのか、それともアクセルを放して減速しているのかを表現する尺度と言い替えることもできよう。

グラフ2は、過去30年間の物価変化率（アクセルのふかし具合）の推移（注2）。気をつけなければいけないのは、物価ではなく、物価変化率である点だ。

このグラフで見ると、物価の変化が、把握しやすい。現在は、マイナスの領域（デフレ期・バックギアに入れている状態）に突入していることがわかる。

米国の同比率と比較してみても、米国はマイナス（デフレ）になっている期間がグラフで見る限り存在し

（注2）以下、物価変化率（アクセルのふかし具合）とする。



ていないことと、そしてほとんどの期間で、わが国の物価変化率は、米国よりも低いことが理解できるだろう。

物価変化率が高かった1970年代以降、持続的に物価変化率は、低下している（アクセルを放している）。もちろん、変化率が低下しているだけで、全期間を通してみると、平均的にモノの値段が下がっている期間は、短期間だ。

一方、最近では、物価変化率はマイナスになっている（バックギアに入っている）。大概、物価変動は、プラスであることが多いから、最近の物価下落は、異常ということもできる。私たちの多くの人が記憶している、もしくは学んだことのある物価変動は、経済成長率の高い時代の物価変動や、70年代の狂乱物価、そして80年代の資産価格上昇（地価上昇など）であるだけに、異常に見えてしまうのである。

## なぜ物価変動が発生するのか？

さて、物価の変動は、なぜ発生するのだろうか？

一般的な理解は次のようなものだろう。

モノやサービスの値段は、需要と供給が一致するところで決定する。モノなどの値段の変化は、需要と供給が一致しない場合に、一致するところまで変化する時に生じるわけだ。具体的には、供給が多ければ、「この水準でならば買ってもよい」という需要が追加的に生じるまで価格が下落する。

逆に需要が多ければ、値段が上昇することで需要が減少し、供給に一致するまで価格が調整することにな

る。

基本的な理解は、需給の調整が物価変動につながるということだが、これでは、ある商品の価格が変動する理由の説明としては理解できても、社会全体の物価変動のメカニズムのマクロベースでの説明としては無理があるようだ。

それでは経済学の教科書では、どのように社会全体の物価水準の変動を説明しているのだろうか？

物価は、購入意欲（需要）と売却意欲（供給）の変化に応じて変動する。経済学では、「物価変動は、長い目で見た時の買い手と売り手が共に納得する物価水準が存在していて、その水準に徐々に変動していく過程」と説く。

しかし現実には、みんなが納得する水準自体、期待感に応じて変化していることから、物価変動の説明をするという点では、なかなかフィット感がないだろう。そのため、資産運用をするにあたっては、大雑把に物価変動のイメージを捉えることのほうが、より現実的なかもしれない。



## 物価変動と資産運用

ここで次に、資産運用の視点から物価変動を考えてみよう。

一般に、物価が上昇するという事は、貨幣価値が下がるということ。同じ値段で同じモノなどを買えなくなり、貨幣の価値がモノなどに対して低下する状態だ。

その時、貨幣で表記されている株式や債券などの有価証券の評価額も、同じく、もしくはそれ以上に上昇しない限り、想定通りモノを買うことはできなくなる。

物価が上昇している時には、その上昇率以上に、株や債券の価格も上昇しなければ、投資家の購買力は後退することになるわけだ。

逆に物価が下落しているにもかかわらず、株や債券の価格が変化していなければ、それだけ購買力が上昇することになる。

このような関係性があるため、株式や債券を運用す

る場合、物価変動の影響を注視しなければならない。

物価が大幅に上昇している時は、有価証券の価格もそれ以上の収益率で成長しなければ購買力が上昇したことにはならないからである。

たとえば株式投資で10%の収益を得ることができても、消費者物価変化率が+15%であれば、5%分だけ購買力が後退したことになる。逆に、株式投資での収益率が0%であったとしても、消費者物価指数がマイナス1%前後の現在の様な状態であれば、購買力は増したことになる。

以上のように、資産運用にあつては、物価の変動を予想すること、もしくは予想するまでもなく大きなイメージをつかむ事が必要になってくるわけだ。物価の趨勢がどうなるのか？ 低下するのか？ 上昇するのか？ もしくは急上昇するのか？

そのためには、大づかみに物価変動の歴史的な推移を見直してみることが、ますます必要になる。



## 長期の物価変動をイメージしてみよう

物価の予想は、株価の予想と同じく容易ではない。だが長期的には、大きな物価変動の推移をイメージすることは可能だろう。その際、物価変動の変化を局面分けして考えてみると、より現状を把握しやすくなる。

景気の循環には短期、中期、長期といった時間軸で、それぞれ異なる波が存在することが説明されている。

この中で長期の波は、特に物価の波と関係の深い「コンドラチェフ・サイクル」と銘名されている。

このサイクルは、おおむね50~60年単位の物価変動が、長期にわたる景気のサイクルと一致するというもの（注3）。

この50~60年単位の物価や景気の波を把握するために、データを過去までさかのぼることのできる英国の物価変化率を見てもみることにしよう（⇒グラフ3）。

このグラフは18世紀半ばからの約250年間の英国物価変化率の推移を、把握しやすいように10年間の移動平均で調整して表現している。この長期にわたるグラフを見ると、面白いことに気がつく。

（注3）ロシアの経済学者ニコライ・コンドラチェフ（1892~1938）が提唱した学説のためこう呼ばれる。

コンドラチェフはケレンスキー政府の食糧大臣、「景気研究所」の創設、農業発展五ヵ年計画案の作成に携わるなど草創期のソビエトで活躍するが、スターリンによって粛正されるという悲劇的な最後を遂げている。

まず、政治的な混乱期には、物価変化率が急速に上昇する傾向があること。フランス革命、南北戦争、第一次世界大戦、第二次世界大戦の時期には、総じて物価変化率が急速に上昇している。

また、物価変化率が大幅にマイナスになる時期は、戦争などにより急速に上昇した物価変化期の後であることが確認される。これらは、戦争による軍需物資の需要が急速に拡大することにより発生したものである。1980年代にかけては、米ソの冷戦が過激化し、両国陣営における軍需の拡大が発生したことから、物価変化率の上昇の一部を支えたと考えることもでき、興味深い。

次に、物価変化率の急速な上昇期は、経済の成長率が高まり、石油などのエネルギーの需要が高まる時期。1860年前後の「木炭ショック」、1920年前後の「石炭ショック」、1970～80年の「石油ショック」は、経済の中心的な原動力であるエネルギーの価格が上昇し、それが一般的な消費者物価指数の変化率にも波及したといえよう。これは、産業社会の原材料費の根幹であるエネルギー価格が急速に上昇したことにより発生した物価変化率の上昇である。

長期の物価変動のメカニズムが、戦争と平和、もしくはエネルギーの需給に大きく影響を受けていることが理解できよう。この観点から、今後の物価変化率の推移をイメージするならば、次のようになるかもしれない。

第一に、世界の大国を二分するような大規模な戦争は避けられるものの、局地的な戦闘（対テロ戦争など）が発生する時には、価格が上昇しようとする力が生じる（軍需物資などのニーズも高まるため）。

しかしながらその規模は、19世紀以降、我々が経験した物価変化率の上昇ほどにはならないであろう。

第二に、エネルギー需要が拡大したとしても、20世紀に発生した石炭や石油の値上がりに伴うような高い物価上昇率といった事態は、起こりにくいとイメージすることも可能だろう。

その理由としては、産業社会が情報化され、エネル

ギー消費が効率化すること、「モノ」中心社会がサービス・ソフト化していること、そして環境問題に対する関心が高まっていることなどが挙げられる。



## 物価変動に対する具体的な対応

特にわが国では、金融データの不整備などから、物価や金利が異常に高かった時期を前提に、資産運用を考えてしまうきらいがある。

しかし、より物価変動の大局的な立場に立って——つまり長期的な推移を把握しながら、自らの資産運用やライフプランを考える必要がある。より長期の物価水準の変化が、株式や債券の収益率に大きな影響を与えるからだ。

一般に次のようなことがいわれている（物価の変化ではなく、物価変化率の変化＝アクセルのふかし具合であることに注意）。

① 物価変化率の急上昇期（アクセルを急にふかし加速している時期）には、コモディティ（原油や金といった商品など）投資が最も収益率が優れている（注4）

② 物価変化率の低下期（アクセルを放して減速している時期）には、株式の収益率が優れている（注5）

しかし、長期の物価変動をしてみるならば、物価変化率の急上昇期と物価変化率の低下期は、循環的に繰り返して発生しているわけではない。おおむね物価変化率低下期の後には、物価安定期（ゆるやかな物価変化率の推移期）が訪れるケースが多いのである。

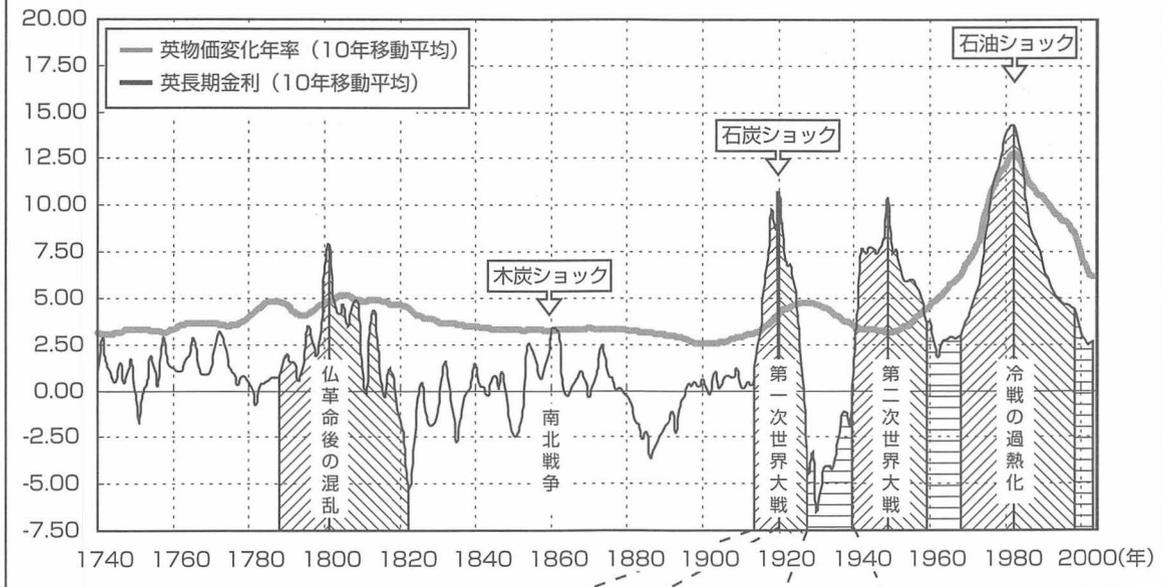
つまり、「物価変化率急上昇期→物価変化率低下期→物価安定期（巡航速度での運転）」というサイクルが繰り返す、一種の「心電図型」（右図参照⇒）の形状となっているのである。

資産運用にあたっては、この物価安定期の運用をどのようにとらえたら良いのだろうか？ 仮に、長期の

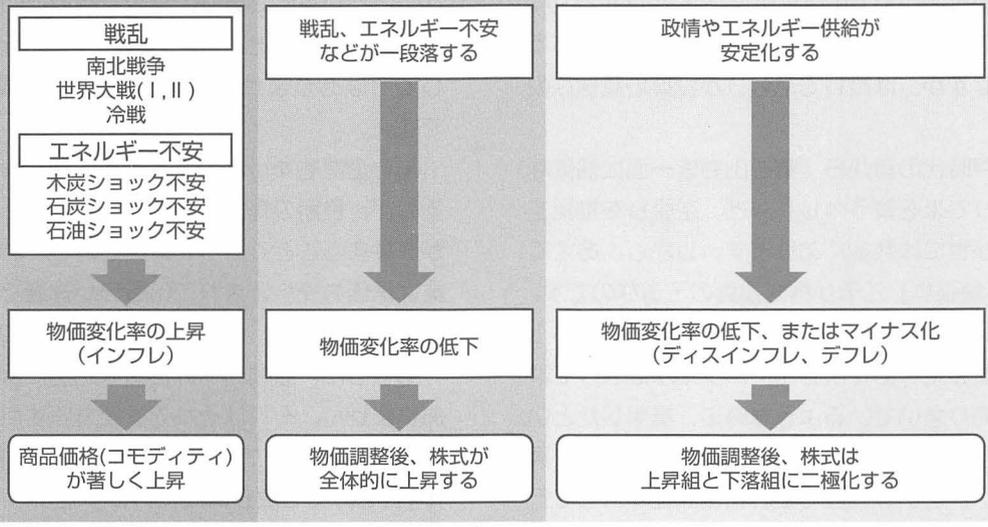
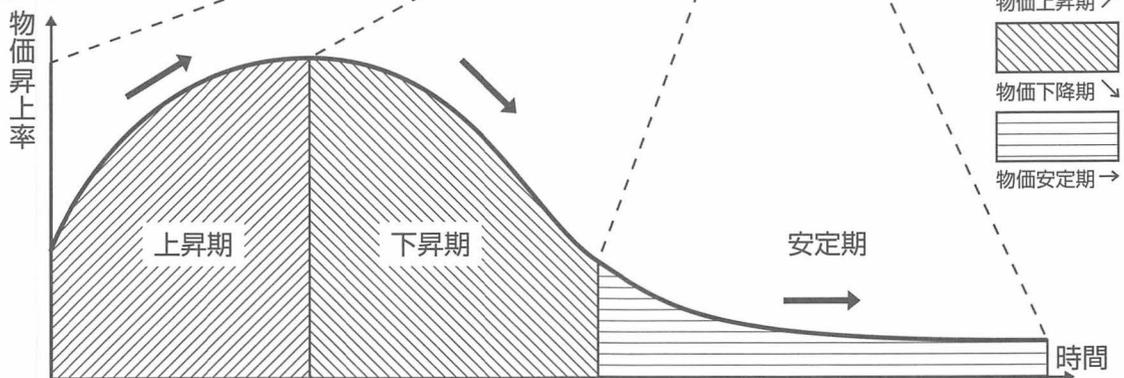
(注4) オイルショックの時に、株式よりも格段に値上がりしたのはオイル価格。

(注5) 日銀などの中央銀行は、物価変化率が低下する局面では公定歩合を引き下げるなどし、金融を緩和する。そのため社会全体の金利水準も低下する傾向にある。金利が低下傾向で推移する時には、企業の金利負担も減り、業績の将来価値が高まるため株価が上昇する傾向にある。

【グラフ3】 イギリスの物価変化率と長期金利の推移



心電図型の物価上昇率の変動パターン



物価変動のイメージを「物価安定期」ととらえるならば、最も重要なポイントになってくるだろう。

一般にいわれるデフレ期も含めた「物価安定期（デイスインフレ期）」には、物価変化率の低下期に見られたような株式市場全体が趨勢的に上昇していく現象は弱まる。物価変化率が低下していく局面では、金利が低下することにより、大部分の株式の価値が高まっていたが、物価変化率が安定し、金利も安定してくると、株式の価値は個別銘柄によりバラツキが鮮明になるからだ。それだけに、本当に業績を高めることができる企業なのか、それとも金利低下に頼らないといけない企業なのか、といった選別が必要になってくるわけだ。

③ 物価変化率の安定期（巡航速度での運転時）には、株

式の収益率は銘柄に応じてバラツキが大きくなる

つまり、株式市場全体が趨勢的に上昇することを期待するよりも、個別銘柄選択によって利益を持続的に稼ぎ出す株式をセレクションすることが求められる。

従来から市場全体（市場インデックス）の動きに追随するパッシブ運用が、運用報酬を調整しても個別銘柄を選択するアクティブ運用よりもパフォーマンスが優れていると言われ続けてきた。

しかし、この根拠になるデータは、大部分の物価変化率が低下してくる1980～90年代のデータであることに気をつけなければならない。物価が安定し始めたときこそ、銘柄選択が重要になってくるわけだ。

（ひらやま けんいち アセットアロケーター）

## Investor's View

### 人の行く裏に道あり……

人の行く裏に道あり…… この後は「花の山」と続きます。あまりにも有名な相場格言ですね。長期での売りポジションは取り難いので、「株は暴落時に買い」といったところですか。長期投資を目指す皆さんの中には、座右の銘とされている方もいるのでは。

ご存知のように『逆張り』という言葉があって、とにかく大勢の行動の逆をする事をいいます。“Buy when others sell; Sell when others buy.”というわけです。

冒頭の言葉も、こうした逆張りを推奨するものであると思われがちですが、はたして逆張りが投資の真髄なのでしょうか？

たしかに江戸時代の昔から「野も山も皆一面に弱気なら、阿呆になりて米をかうべし」など、逆張りを推奨するような格言が世には数多くあります。しかし、あえて言いますが、『順張り』こそが株式投資の王道なのです。

とはいえ、「バブル期には群衆の熱狂に乗って買い上げられ」などと煽る気はありません。バブルがはじけて群衆が逃げ惑い売り急いでいるような時に、暴落したという理由だけで（単純な逆張りなら買い場でしょうが）買ってはいけない、ということです。相場は往々にして行き過ぎるもの、ただ大勢の反対だけをやっていては、果

実を得る前に逆へ振られる分の損失が大きくなりすぎます。

「それなら、逆張りも場を読んで慎重にやれというだけで、順張りとは違うのじゃないか」

そうでした。本論はここからです。

一般に「順張り」「逆張り」というのは所詮は値動きに対しての行動ですが、長期投資においては値動きを見ないことが基本であり、理想であるということです。先ほど「順張り」といったのは、大勢の行動、値動きに対してではありません。それは、「企業成長への順張り」です。

ある企業をずっと応援する気持ちで株式を保有し続けるのが、長期の株式投資の基本です。そして、その企業が成長することで自らも果実を得る。衰退しつつある企業は株価も売り込まれているのが普通ですが、逆張りという発想だけで、これを買っては絶対にダメなのです。

もちろん、値動きへの投資を完全に否定するつもりもありません。それはそれで行き方ですが、長期投資向きではないと思うだけです。ちなみに、冒頭の格言には「何れを行くも散らぬ間に付け」という下の句があります……。（岡大 ファンドマネジャー）