

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1767号 2005年02月21日(月)

## 《 higher stock prices and lower yen 》

今週のレポートの主な内容は以下の通りです。

1. 日本の株価が7ヶ月ぶりに高値を更新する中での円相場の各国通貨に対する安値進行は、停滞していた日本の国内資金の胎動を示すものかもしれない。日本株の上昇については、これまで一貫して「外人買い」が主役と言われてきた。最近よく言われるのは、米投資家にとって代わっての欧州からの買い。しかし、最近のユーロ・円の動きは、円買いの動きよりも、ユーロ買いの強さを示す
2. 円はユーロばかりでなく、対ドル、対オーストラリア・ドルやニュージーランド・ドルに対して下がっている。巨額の対外黒字を出す国の通貨が下落するには、それに見合った資本の流出がなければならない。株高の現状を考えると、日本の資金があり場所を変えつつある、という印象が強い
3. 今の市場環境から見て、この株高・円安の動きは、調整局面を織り込みながらしばらく続く可能性がある。低金利の日本から資金が出ているとしても、それは十分に経済原則に沿った動きだ。株高と併せて考えると、低金利で満足できなくなった日本国内の資金の胎動だと理解できる。二十四節気で言えば「啓蟄」現象が起きているとも表現できる
4. グリーンスパンが先週の議会証言で取り上げた「短期金利上昇下における長期金利の低下」は、彼が「conundrum」(なぞ、判じ物、難問)と指摘しているとおり、理解に苦しむところがある。しかし、何故かは考えておく必要があるし、最近はそのに関する意見も多い
5. 筆者は、世界的な労働力供給量の潤沢さ、ITを利用した生産性向上の持続、年金運用に伴う長期債需要の増大などの要因に加えて、インフレが終わった後でも人々の心に長くインフレ心理(または期待)が残ったように、一種のデフレ心理(期待)の持続が長期金利の上昇抑制の大きな要因ではないか、と見ている
6. しかし、「資材不足、資源不足」の方は徐々に生産性の向上では吸収しきれない状態になっており、先週金曜日発表の米生産者物価が予想外の上昇になったことや、それに伴う長期金利の上昇が今後も頻繁に起きる環境が整いつつある、と筆者は予想する。日本の金利にも徐々に上昇圧力が強まる

先週末の日経平均の引け値 11660 円 12 銭は、昨年 7 月 2 日以来の約 7 ヶ月ぶりの高値である。かつ金曜日の午後の値動きは、午前中に低調な BB レシオ統計などが発表されてダレていたあとの大幅上昇。午前中に小安かった指数は、大型株指数である日経平均を中心に上値を追って高値引けとなった。

過去の例だと、日本の株の強い動きはしばしば円高を誘発した。「外国人の買いが入っている」という連想に繋がり、これは外貨売り・円買いを連想させたからだ。しかし、先週金曜日の円の動きは全く逆で、むしろ午後を通じて円は各国通貨に対して軟調に推移した。例えばポンドの動きで見ると、円は G7 を控えた人民元切り上げ圧力観測の中で今年に入って 1 ポンド当たり 189 円台に落ちていたが、先週の金曜日は一日を通じて円はポンドに対して軟調に推移し、週末のニューヨーク市場では 200 円台に入った。

円相場の各国通貨に対する今年に入ってから値動きをチャートにしてみると、年初の一時期を除いて、軒並み大幅な円安・諸外国通貨高になっているのが分かる。急傾斜の右肩上がりなのだ。オセアニア通貨に対しても円は安い。一番値動きが鈍いのは米ドルで、円に対する上げ幅は小さい。これは、諸外国通貨の中で一番ベア心理を抱かれているのが米ドルだからだと思われるが、その他の通貨に対する円の弱さこそ実は特筆すべきだろう。

なぜ円が弱いのか。よく喧伝される日本を取り巻く資本の動きとしては、「外国人の日本株買い」がある。事実、株式市場の人に聞くと入っているといい、また東京市場で毎日朝に囁かれる外人売買状況なども、基調は買い越しである。財務省の統計もそうだ。

買い越しということは、基本的には彼らは円を買い、外貨を売っているはずだ。それなのに、円は諸外国通貨に対して高くなる。高くなるばかりか、急傾斜で安くなっている。

### 《 more active asset management by Japanese investors 》

一つの図式として、外国人は株を中心に買っていて、そのために円買いを行っているが、その円買い圧力を相殺してあまりある、つまり円安を惹起するに十分なほどに日本から資本が海外に出ている、と想定することが可能だ。主役は臆病な機関投資家ではない。個人投資家だ。無論、魅力は高い金利。

昔からの市場の知恵は、「高金利通貨はじりじりと上げ、落ちるときは一気」というものだ。年初の高金利通貨の対円での値動きにはこれを想起させる動きがあった。しかし、その後の円安は「ジリジリ」という言葉の範疇を超えている。かなり確信的な外貨買いが入っている。ロスカット・ルールのある機関投資家に対して、個人の投資は一端確信すれば資金の続く限り出来る。そういう雰囲気をも今の相場には感じることもある。

何が起きているかと言えば、円安を絶好の好機と捕らえて日本から金利の高い海外に資本を出す個人の動きが機敏になってきているのだ。日本の銀行が顧客にオセアニア通貨な

ど金利の高い通貨への預金を推奨していることはよく知られている。高金利通貨と言って昔のように経済の不健全からの高金利ではなく、むしろ経済が健全であることから来る妥当な金利水準の国が多い。

かつ重要なのは、今の世界で比較的高い金利を持つ国は、イギリス、オーストラリアなどなど比較的資源を豊かに持つ国である。筆者がかねて主張している「資源不足・人余り」の今の世界経済では、これらの国の経済運営は比較的うまくいっている。

一事が万事と言う言葉がある。「一つの事を見るだけで、他のすべての事が推し量る事が出来る」という意味だが、筆者の身の回りには円高の機会を捉えては外貨を個人的な資産として積み増している人が多い。その投資金額は小さい。「それでも一事」と言える可能性がある。小さいが、しかし「チリも積もれば……」ということもある。金利が異常に低い国である日本から、また少子高齢化が進み長期的に見れば不安が残る日本から、そして資産のほとんどを不均衡に円でしか持たない資産家が多い日本から、資金が流出しても不思議ではない。

筆者は、こうした資金の流出、別の言い方をすれば「(滞留資金の)啓蟄」が、今の日本株高・円安の共存を説明できるもっとも妥当な説明だと思っている。日本の投資資金を取り巻く環境も変わりつつある。一つには、極めて慎重と言われていた日本の投資家の徐々なる入れ替わりである。

まず、定年を迎えている団塊の世代には、比較的まとまった資金である退職金が入りつつある。団塊の世代とは、生年月日で昭和22、23、24年生まれを指す。今の日本の出生児数である年間120万弱の二倍近い人数を誇る。その中の一部かも知れないが、主に大企業を退職する彼らには徐々に退職金が入りつつあり、その一部は住宅ローンの返済などに消えるにしても、それでも彼らの手元にはまとまった資金が残る。それが投資先を探している。

加えて、彼らの親は鬼籍に入る人も多い。資産がある場合には、この世代に遺産が入る。筆者は大局観から言って、日本の超慎重だった資金の持ち手が徐々により活発な団塊の世代に移りつつあると見ている。「活発な」という意味は、より積極的に利回りやキャピタル・ゲインを狙う、という意味である。

かつ、この時期にペイオフが解禁される。日本人は今過去におけるいかなる時期よりも、自分の資金をどこに置けば良いかを真剣に考えていると思う。年金もあまり頼りにならない時代だ。その結果が、「株高と円安の共存」という今までの金融の常識とは相容れない状態を招来したとしても、あまり予想外ではない。

株高と円安が共存する状態は、日本経済にとってどういう意味合いがあるのか。それは、経済活動を活発にするという意味で歓迎すべき事態である。活発化すれば税収が上がり、日本を悩ます巨額の財政の赤字にも多少は展望が見えるようになる。また、輸出企業は依然と

して円高になるよりは円安になった方が景況が改善する体質になっているから、企業体質を強めるという意味でも歓迎すべき事態だ。

また円安は日本のデフレ圧力を緩和する。長期金利の最近の低水準維持はグリーンспанが「不可思議」と認めるとおりの面があるが、円安は日本の長期債利回りの上昇を促す要因となりうる。

### 《 conundrum 》

先週の米議会でグリーンспан証言で一番興味があったのは、短期金利（FF金利）連続引き上げの最中であって、長期にわたって長期金利がむしろ低下気味に推移していることを議長が初めて取り上げたことだ。グリーンспанのアメリカ経済に対する見方などは、それ依然の彼の講演などで方向が分かっていたし、あまり驚く内容はなかった。アメリカ経済に関しては、彼の見方は以下の文章に要約される。

「All told, the economy seems to have entered 2005 expanding at a reasonably good pace, with inflation and inflation expectations well anchored. On the whole, financial markets appear to share this view.」

つまり、アメリカ経済は今いい形だよ、ということ。「soft patch」は終わって、再拡大期に入った、と言っているのである。ちょっと持ち上げすぎの印象はするが、株式市場の動きを見れば、確かに言っていることは正しい。

それよりも面白かったのは、グリーンспанもなぜこの局面、つまり短期金利の上昇が続いている局面において、長期金利が上がらないかについて自分ながらに解説している後半部分。私もずっとこの問題に興味を持っていた。先日日経金融新聞に水野日本銀行審議委員の寄稿がこの問題を扱っていたのも興味深く読んだ。彼は2月9日の日経金融新聞で

1. 「インフレ対応型」から「ディスインフレ対応型」金融政策運営に絶妙なタイミングで転換したFRBに対する信頼の高さを背景に、インフレ率が低位安定していること
2. 歴史的な低金利政策と流動性供給が国債や社債への選考を高めていること
3. 日本や中国を含めたアジアの政府・中央銀行が巨額なドル買い介入を行った資金で米国債を購入している
4. FRBの金融引き締めがいずれ米国景気をオーバー・キルするとの期待があること
5. 国際会計基準の採用に動き始めたヨーロッパの年金基金、米国民年金改革を受けて年金運用が長期・超長期債を大量に購入していること

を挙げていた。これは「米国長期金利の低位安定」を解説したもの。「短期金利引き上げ下の長期金利の低下」に関しては、過去にも例がある。引き上げはインフレ抑制に対する

中央銀行の決意の表れであるから、「それなら将来にインフレは生じない」と市場が理解すれば、長期債利回りは下がる。しかし重要なのは、FRB 自体は今の一連の利上げは「引き締め」ではなく、「中立水準への戻し」であるという理解だから、FRB の持続的引き上げであっても、市場がそこに「FRB のインフレ抑制への決意」を見るのは、時期尚早のような気もする。

グリーンSPANは、この問題に関しては比較的時間を割いて証言した。彼は自らの疑問を次のように投げる。

**「In this environment, long-term interest rates have trended lower in recent months even as the Federal Reserve has raised the level of the target federal funds rate by 150 basis points. This development contrasts with most experience, which suggests that, other things being equal, increasing short-term interest rates are normally accompanied by a rise in longer-term yields.」**

そしてこの疑問に対しては、原油価格上昇による期待成長率の低下説、全般的な資金需要の低下説、日本銀行など外国銀行による米債購入説、モーゲージ投資家による長期債購入説など。グリーンSPAN議長らしく、自ら反論を交えながらの説開陳となっている。その文章は以下の通りである。

**「Some analysts have worried that the dip in forward real interest rates since last June may indicate that market participants have marked down their view of economic growth going forward, perhaps because of the rise in oil prices. But this interpretation does not mesh seamlessly with the rise in stock prices and the narrowing of credit spreads observed over the same interval. Others have emphasized the subdued overall business demand for credit in the United States and the apparent eagerness of lenders, including foreign investors, to provide financing. In particular, heavy purchases of longer-term Treasury securities by foreign central banks have often been cited as a factor boosting bond prices and pulling down longer-term yields. Thirty-year fixed-rate mortgage rates have dropped to a level only a little higher than the record lows touched in 2003 and, as a consequence, the estimated average duration of outstanding mortgage-backed securities has shortened appreciably over recent months. Attempts by mortgage investors to offset this decline in duration by purchasing longer-term securities may be yet another contributor to the recent downward pressure on longer-term yields.」**

しかし、重要なことはグリーンSPAN議長も言っているように、「長期債の低利回り化」

はアメリカだけの現象ではない。グリーンSPAN議長はドイツの例を挙げているが、日本もそうである。彼はこう続ける。

「There is little doubt that, with the breakup of the Soviet Union and the integration of China and India into the global trading market, more of the world's productive capacity is being tapped to satisfy global demands for goods and services. Concurrently, greater integration of financial markets has meant that a larger share of the world's pool of savings is being deployed in cross-border financing of investment. The favorable inflation performance across a broad range of countries resulting from enlarged global goods, services and financial capacity has doubtless contributed to expectations of lower inflation in the years ahead and lower inflation risk premiums. But none of this is new and hence it is difficult to attribute the long-term interest rate declines of the last nine months to glacially increasing globalization. For the moment, the broadly unanticipated behavior of world bond markets remains a conundrum. Bond price movements may be a short-term aberration, but it will be some time before we are able to better judge the forces underlying recent experience.

「conundrum」とは「なぞ、判じ物、難問」という意味である。彼にして、「わからん」と言っているのである。そりゃそうだ。過去9ヶ月に特徴的な長期金利の低下局面を、1989年から始まっている「glacially increasing globalization」(ソ連や中国の市場経済への参入、金融市場のグローバル化など)に帰結することは出来ない。「より良い判断には時間がかかる…」と議長。

筆者はこの問題に関して、水野委員が指摘したことも興味深いが、

1. 世界的な労働力供給量の潤沢さ
2. ITを利用した生産性向上の持続
3. 年金運用に伴う長期債需要の増大
4. インフレが終わった後でも人々の心に長くインフレ心理が残ったように、一種のデフレ心理の持続

などが世界的に見た場合の長期金利上昇抑制の大きな要因ではないか、と見ている。たかが「心理」というかもしれないが、経済活動ではこの「心理」が大きな役割を果たす。10年以上に渡って続いた現象というのは、その客観的情勢が変わっても経済に参加する人々の気持ちを一気に変えない。時間がかかる。

90年代の初めにデフレが始まったのに、筆者は身の回り的人々が家などの資産の購入

で「インフレ時代の想念」を引きずっているのを印象深く眺めていた。だから、経済に携わる人々が今度は、「デフレ時代の想念」を引きずってもおかしくない。

グリーンスパンは彼らしく警告も忘れていない。「Yet history cautions that people experiencing long periods of relative stability are prone to excess. We must thus remain vigilant against complacency, especially since several important economic challenges confront policymakers in the years ahead.」と。

つまり、安定した時期が続くと、人は excess に走る。それが危ないというのである。

### 《 largest since a 1% rise in December 1998 》

もっとも、物価を巡る状況は変わりつつあるのかも知れない。グリーンスパンの証言の後、週末に発表になった米1月の生産者物価指数はエネルギーや食料品など変動の激しい品目を除いたコアで0.8%も上昇した。予想が僅かに0.2%の上昇だったから、それを大きく上回る。全体でも、0.3%の上昇で、これも比較的高い。コアの0.8%という上昇率は、1998年12月の1.0%以来の高さ。

生産者段階の物価の上昇が消費者段階にそのまま降りていくのかどうかは、まだ分からない。しかし少なくともメーカーにとってはコスト増要因となっているはずで、そうした思惑から、金曜日のニューヨークの債券市場では長期債は1000ドル当たり6.25ドルから10ドル以上も値下がりして、長期債利回りは上昇した。10年債は4.27%、30年債は4.65%の引け。最近になく高い水準だ。

皆が「おかしい」と頭をひねり出す頃には、その現象そのものが消える、ということは現実の世界では良くある。今回はどうだろうか。しかしいずれにせよ、筆者は、アメリカでも日本でも長期金利は上げる確率の方が、下がる確率より遙かに高いと思っている。

今週の主な予定は以下の通り。

2月21日(月)	1月コンビニエンスストア売上高 米株式市場休場(プレジデント・デー) 米クリーブランド連銀総裁講演 米仏首脳会議(ブリュッセル)
2月22日(火)	月例経済報告 米2月コンファレンスボード消費者信頼感指数 ブッシュ米大統領、NATO本部訪問
2月23日(水)	12月第3次産業活動指数 1月企業向けサービス価格指数 米1月消費者物価指数 FOMC議事録公開(2月2日分)

	ブッシュ大統領がドイツを訪問しシュレーダー ー首相と会談
	独2月I F O企業景況感指数
	アトランタ連銀総裁講演(「米経済見通しにつ いて」)
2月24日(木)	米1月耐久在受注
	ブッシュ大統領がスロバキアを訪問し、プー チン露大統領と会談
	セントルイス連銀総裁講演
2月25日(金)	2月都区部・1月全国消費者物価指数
	米10~12月GDP(改定値)
	米10~12月個人消費(改定値)

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。土曜日は寒かった。加えて、日曜日は雨でした。ろくな週末ではなかった印象。それにしても風邪が流行っている。街に出れば、マスクのオンパレード。読者の皆様もお気を付けて。

さて、この一週間ほどの間に映画を二本見ました。「火火」と「Ray」。どちらも短いタイトルの映画でしたが、中味は詰まっていて濃かった。火火を見て思ったのは、「ああ、日本の映画もこういう作り方が出来るようになったんだ....」と。昔の日本映画というのは、何か重くてじっとりしていた。しかし、「パッチギ」を見たときも思ったのですが、深刻なテーマの中に笑いを持ち込むのがうまくなっている。「火火」もそうです。明確なテーマがあるが、あまりそれに偏った臭さがない。田中裕子が面白い存在感を出していた。

「Ray」はまあ、予想通りの映画でした。でも彼が若い頃にあんなに苦しんでいたなんて知りませんでした。目が見えないつらさというのはそれはそれは大きいものなのでしょう。それに薬。俳優がうまい。なにか人々の気持ちを捕まえる、ワクワクさせる歌声には、そういう経験した苦しさが生きているのだ、と思いました。ちょっと長いですが、良い映画でした。

ジョージア州と彼との確執はどこかで読んだような。しかし、改めて「そういうことだったのか」と。それが、今は「Georgia of my mind」は州の歌だそう。そう言えば、彼は去年亡くなったんでしたよね。映画の中には、当然ながら一杯彼の

歌が出てくる。「unchain my heart.....」とか「set you free」とか。口ずさびながら見ることが出来る映画です。

それでは、皆様には良い一週間を。

《当「ニュース」は、住信基礎研究所主席研究員の伊藤(E-mail ycaster@gol.com)が

作成したものです。許可なき複製、転送、引用はご遠慮下さい。また内容は表記日時に作成された当面の分析・見通しで一つの見方を示したものであり、売買を推奨するものではありません。最終的な判断は、御自身で下されますようお願い申し上げます》