

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1822号 2006年04月10日(月)

## 《 how far and how fast 》

世界的に経済活動の拡大が進み、株式市場の上値追いが常態になるにつれて、世界各国で長期金利に「上げの兆し」が見えてきている。日本では先週10年債の利回りが1.9%を付けた。アメリカでも先週10年債の利回りが4.98%と、2002年6月以来の水準に達した。GDPで世界第一位と第二位の経済国で長期金利が上がり始めれば、それは世界的な傾向になると考えることができる。問題は

1. この長期金利の久しぶりの上げ基調は、どのようなペースで、どこまで進むのか
2. その過程で今の拡大基調にある各国経済にどのような影響を与えるのか、具体的には拡大にとって足枷にまでなるのか
3. さらに、金利の上昇で債券投資が魅力的になり、今の株式市場の上げペースを崩すところまで行くのか

世界的な金利の上昇傾向については、この週末にウィーンで開かれたアジア欧州会議(ASEM)の財務相会合でも、金利上昇の高止まりを原油価格高とともに世界経済の主要な下振れリスクに挙げている。声明は「現在予想している以上に速い金融引き締め」という言葉を使い、性急な引き締めによる金利上昇が特に新興国の資金調達を難しくするなどの悪影響への警戒姿勢を示した。

もっとも、従来からこのニュースでは「世界が抱えるデフレ圧力は強いし、我々のインフレ期待心理もまだ低い。よって、長期金利の上げは限定的になる」という見方をとってきたし、最近のバーナンキFRB議長の見解を聞いても、福井総裁の発言を聞いても「管理された長期金利の上昇」を前提としているように思う。バーナンキ議長は、インフレ心理が低調であることを前回の発言で強調していた。

しかし、金融市場というのは常に理性的な展開を示す存在ではない。時に極めて意外性のある、予測不可能性の中で展開する。特に特定の一時期をとってみればそういう意味合いが強い。「管理された状態の上昇」という予想が揃えば揃うほど、私のように市場に長く関わってきた人間は、「本当にそう展開するだろうか」と考える。そこから、上の三つの問題意識をもっているのである。

最初に、世界的な長期金利の上昇の背景は何か？ 一つは歓迎すべき景気拡大そのもの

であるという認識が重要だ。長期金利の上昇は、それが異常なインフレのない景気の拡大を伴っており、企業の投資活動を阻害しない範囲のもので緩やかなものならば、そもそもは歓迎できるものである。その範囲なら株価も上昇する。

しかし、常に静かに長期金利の上昇が進むかと言えばそうはならない。その良い例は先週金曜日のニューヨークの株式市場である。7日のニューヨーク市場は、同日朝に発表された3月の、予想を上回る良好な雇用統計発表をきっかけに金利先高観が強まり、債券相場が大幅続落した。長期金利の指標である10年物国債の利回りは、既に述べたように2002年6月以来の水準に達した。つまり、景気の拡大を素直に喜べない心理が株式市場で現れたわけである。この金利急上昇を嫌気して株式が売られ、ダウ工業株30種平均は前日比96ドル46セント安の1万1120ドル04セントで引けた。

雇用統計の中身は良い。3月の非農業部門就業者の増加数は21万1000人で、2月の22万5000人をわずかに下回ったものの、20万人を割っていた市場予想を上回ったし、失業率も2月の4.8%から4.7%に低下した。アメリカ経済においては毎月20万人の雇用の増加があれば、「景気拡大は順調」と見なされる。雇用が増えれば所得も増えるから消費は下支えされ、住宅建設の息切れが言われる中で「次の景気拡大の柱」との期待も見られる。

債券相場が売られて利回りが上昇しそれに伴い株価が落ちたのは、非農業部門の雇用者数の増加幅が市場予測を上回ったことから、労働需給の引き締め観測が出たためである。その結果、賃金インフレが起きてFRBが利上げの停止を遅らせるとの観測が強まったため。むしろ株価の下落はこのところ上げすぎている反動の側面があるが、株価が債券相場の5%越えを懸念し始めたが故に調整したとも考えられる。

もっとも、日本ではまだ長期金利の上昇が株価に影響を与えている兆候はない。というより、まだ依然として2%を下回っている段階では、上げ基調が強い株価と比べると、債券は競合商品とは見なされていないと考えられる。昨年半ば以来の株価の大幅な上げを考えれば、多少長期債の利回りが上がってきても「投資先として魅力に欠ける」と日本の債券は見られても仕方がない。

しかし、例えば2%を超えて2.5%といったレベルになったときに、その時の株価レベルと上下サイクルとの関係で、債券が株にとっての競合商品になる可能性は日本でもある。

### 《 the situation as a conundrum 》

世界的な長期金利の上昇傾向には、いくつかの要因があると考えられる。

1. 日米を中心に中央銀行の政策が「中立への戻し」であるにせよ、大きな方向として金利を引き上げる方向の金融政策に向かっている
2. 大きな視点から見るとアジアを中心に世界経済の成長率が極めて良く、形として

は「世界的な好況」の中であって、物価の先行きに対する見方も徐々に変わりつつあると考えられる

3. 石油を初めとして非鉄金属など一次産品、それに貴金属などの相場が上昇しており、これも「インフレの局地戦」の様相を強めている

など。しかし一方で長期金利の上げを抑制するような要因もある。

1. IT革命の世界取り入れの中で FOMC 声明が繰り返し指摘しているように生産性の向上があつて、それが（特に最終製品の）物価の上げを抑制しているし、世界市場での厳しい競争条件も最終製品の価格上昇を抑制している
2. 労働賃金が世界的には「下方圧力」の中にあり、インドや中国でも徐々に顕現化してきた賃金の上昇傾向は依然として局地戦の様相に過ぎない
3. 世界的な過剰流動性が存在すること、かつ年金運用の必要性もあつて長期債への投資需要が非常に強く、これが長期債の値崩れを防いでいる

などの要因がある。長期債利回りの上昇傾向については、先週はアメリカの新聞も興味を示し始めていた。筆者が一番面白いと思った記事は、ウォール・ストリート・ジャーナルの「Long-Term Rates Creep Higher After Years of Resisting the Fed」という記事です。グリーンズパンが「conundrum」（なぞ）言った問題も、徐々に状況変化の中にある。

筆者は金利の上昇を誘引する要因、上昇を抑制する誘因は色々あるが、基本的にはまだ「世界的なインフレ それを予感した長期金利の持続的な急騰」は起きないと考えている。70年代、80年代の世界的なインフレは、世界の主要経済参加国が先進国のみの時代に起きた。それぞれの国の物価は共鳴しやすかった。

しかし今は中国、インドという大きな途上国二つを抱えていて、依然として世界的に競争条件が極めて厳しい。賃金格差が非常に大きい二つの経済（先進国経済と途上国経済）が併走していることから来るこの競争条件の厳しさは、物価情勢に影響を与える。インドや中国で多少人手不足が生じていても、賃金の相対的な水準は低く、世界的なコスト（賃金）プッシュのインフレはなかなか起きないと考えることが可能だからだ。

加えて、生産性の伸びがどの国でも今は著しい。それに乗れた企業と乗れなかった企業では格差がついて、業界の中で入れ替わりも激しい。かつ、従業員の間でも競争条件は厳しくなっている。こうしたときにはかつてだったら直ぐに製品価格に跳ね返ってきていたコストプッシュ要因も全体の中に直ぐに吸収される。今の一次産品価格の上昇がどの国でも最終製品の価格にはなかなか反映されない構造がそれを物語っていると言える。繰り返すが、長期債に対する需要が非常に強いということも改めて強調する必要があるだろう。

以上の考え方から、筆者は依然として「長期金利は長い目で見ればゆっくりしか上がらない」という見方を取っている。よって、今の世界的な長期金利の上昇は株価の上げにと

っての大きな障害にはならないし、かつ世界的な景気回復を阻害するものにはならないだろう。

しかし筆者は、ジワジワと世界的に売られている今の状況の中で、債券相場がいつか大きく、そして一気に売られる状況がいつ起きてもおかしくないとも思っている。市場は長期的な見方が一定の方向に向いているときには、ある時突然その先の動きを今起こしてしまおうとする。具体的には、長期金利の徐々なる上昇が予想されるときには、後時突然その先の長期金利の上げ、債券相場の下げを一気にとりに行こうとする。その時は、債券相場は急落し、そして利回りは大きく上昇することになる。

それが何時起こるは分からない。しかし、いつそういう事態が起こってもおかしくないと考えておくことは必要だ。私はこれを「市場の痙攣」と呼んでいる。その一種の「痙攣」があっても、長期金利の大幅上昇が長期にわたって持続する可能性は薄い。痙攣が強いものであればあるほど、その後の金利の下げ、長期債の買い戻しは大きくなるだろう。そうした何回かの波を作りながら、世界の長期金利はここ当分ゆっくりと上げていく可能性もある。

今週の予定は以下の通り。

4月10日(月)	2月機械受注(速報) 2月特定サービス産業動態 3月景気ウォッチャー調査 日銀金融政策決定会合(～11日)
4月11日(火)	福井日銀総裁記者会見 石原都知事が台湾訪問(～15日)
4月12日(水)	2月国際収支 3月首都圏マンション販売 米2月貿易収支
4月13日(木)	3月国内企業物価指数 米3月小売売上高 米2月企業在庫 米4月ミシガン大学消費者信頼感指数
4月14日(金)	ライブドア上場廃止 米株式市場休場(GoodFriday) 米3月鉱工業生産・設備稼働率

今週分は以上の通りだが、今月はワシントンで21日にG7会議が開かれ、人民元改革などを協議する予定。これは、フラット米財務省報道官が3日の記者会見で明らかにした

もの。この場で議長を務めるスノー米財務長官は20日の米中首脳会談の結果を踏まえ、一段の人民元改革を中国に促すよう主要国の協力を要請する見通しだ。しかし恐らくその時点では、人民元は1ドル=8元の水準を突破しているだろう。

同報道官はそのG7の際に、中国の金人慶財政相や中国人民銀行（中央銀行）の周小川総裁をゲストとして招待するかどうかについては「現時点では未定」としている。ただしスノー長官は人民元の変動幅拡大を主張すると見られる。

またこのG7会議では、日米欧の金融引き締めが世界経済に与える影響や、米国の財政と貿易の「双子の赤字」の削減などについても協議する見込み。

### 《 have a nice week 》

だいぶ暖かくなりました。今年の桜は長持ちしていますが、特に東京では桜は今週が見納めとなるでしょう。最近気が付いたのは、東京の桜の開花の方が関西より早いと言うことです。これはなんでしょうね。通常は西から咲いてくると思うのですが。

ところで、先週は経団連の昼食会で講演しました。確か二回目。さすがに色々なところでお見かけした方々がいらっして、話にもつい力が入りました。「日本力」(講談社)のエッセンスを話そうと思ったのですが、ちょっともう出版から時間がたっているので、その後に気が付いた色々な話をいたしました。皆さん熱心に聞いて下さって、普段は質問が出ないそうですが、講演が終わったら直ぐに質問が出てなかなかこちらとしても面白かった。

私は講演をしたら必ず質問を受けるようにしています。自分の知っていることだけを喋って帰ってくるのでは面白くも何ともない。聞いていた人が何に疑問を残したのか、どこに興味があるのかをこちらとしては知りたいのです。質問が出ないときには、「質問が出ない講演は失敗だっと思ってしまいますから……」と脅す。そうすると出ます。

日本人は引っ込み思案ですから、こちらからきっかけを作ってやらないと質問はなかなか出ないケースがある。まあ会場が和やかにしておくという手はありますが。質問がいくつか出てやっと「講演をして良かった」と思う。質問は、私にとって「ああ、そんなことをお考えでしたか……」という一つの情報になる。

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)の相場見解を記したものであり、住友信託銀行の見通しとは必ずしも一致しません。本ニュースのデータは各種の情報源から入手したものです。正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。》*