

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2256号 2015年04月13日（月曜日）

《 first government in history 》

先週一週間を振り返って、「熱を持っている」と思えたマーケットは世界の株式市場だった。私がこの表現を使ったのは日経ヴェリタスに由来する。この日曜日の同紙のちょうど真ん中、32～33ページには毎週のことではあるが「世界市場往来」という世界地図があり、過去一週間の世界の主要市場がどう動いたかを色で示してある。3%以上上がったところが「赤」、1～3%上がったところが「橙」、マイナス1～プラスの持ち合い圏が「黄色」、マイナス1～マイナス3%の小幅下落が「薄いブルー」、そして3%以上の下落が「濃いブルー」なのだが、先週はブルー系の色の主要マーケットが一切なし。かつ驚くことに「黄色」のもちあい市場もゼロ。すべての市場が「橙」か「赤」なのだ。筆者はここを毎週ちらっと見るのだが、これは結構珍しい。

なぜそれほど世界の株式市場が熱を持つのか。先進国もそうだし、途上国もそうだが、総じて世界経済の成長率は低迷していて、それほど良くない。ということは、世界経済全体を見れば株がこれほど上がる理由はない、ということになる。それをもって今の世界の株式市場の活況は「ファンダメンタルズから見れば行き過ぎ」と主張する人がいる。確かにそうなのだが、実際問題として世界中の株式市場が上げを演じている現実はあるし、特に先週の後半のマーケットでは韓国などこれまで総じて動意なく停滞していたマーケットも活況に転じている。中国、韓国の経済を見ると、株価が上がる理由は「まずない」と思えるのだが。

それにはやはり善し悪しの問題は別として、世界の金融情勢があると思う。今世界の中央銀行の中で「利上げ」をしている国はごくごく少数である。中国を含めて圧倒的な国は利下げを繰り返しているし、場合によっては非伝統的な量的緩和を行っている。かつ世界で最も早期に「利上げ」に乗り出すと見られるアメリカでも、

「年内に一度出来るのかどうか」

「できても、最初の利上げの刻みは通常の0.25ではなく0.125になるのでは」

「その後も、利上げのペースは緩慢なのではないか」

と見られている。主要国ではECBと日銀が過去に例を見ない“超緩和状態”の金融市場調整を続けているし、「もっと深化させるのではないか」とも思われている。その結果生じ

ているのが、「欧州各国政府が発行している国債全体の四分の一がマイナス利回りになった」(フィナンシャル・タイムズ)という現実である。筆者が先週驚いたのは、スイスが10年債をマイナスの利回りで発行したことだ。FTにはこう書いてあった。「They bought SFr232.51m of Swiss debt that will not be repaid until 2025 at a yield of -0.055 per cent — and the issue was comfortably oversubscribed.」。この文章で重要なのは comfortably oversubscribed とあることだ。10年債の発行利回りがマイナスでも、「買いたい人は山ほどいた」ということだ。世界的に信頼度が高いスイスの国債であるにしても、いかに世界のお金が行き場を失っているのかが鮮明である。

そのFTの記事(見出しは「Switzerland becomes first to sell 10-year debt at negative yield」)の最初のパラグラフには「Switzerland has become the first government in history to sell benchmark 10-year debt at a negative interest rate, as falling prices and unprecedented action by the world's major central banks send global markets further into unknown terrain.」と書いてあった。

「マイナス金利で10年債を売った歴史上最初の政府」と。そうでしょう。なぜそんなことが生じたのかについてこのFTの記事は理由を二つ挙げている。「falling prices and unprecedented action by the world's major central banks」(下落する物価と世界主要中銀による前例のない措置)と。「前例のない措置」は「一連の利下げ、さらには量的金融緩和」を指す。

《 bond proxy 》

さらにこの記事には非常に面白い事が書いてある。HSBCのfixed incomeリサーチのグローバル・ヘッドの言葉を借りる形で、「“We have unconventional central bank policies at work so you have to expect unconventional outcomes,” said Steven Major, global head of fixed income research at HSBC. “One is that bonds are no longer trading like bonds. They now trade like commodities — with investors speculating on the price.”」と指摘。「unconventional outcomes」としての「債券らしくなく、あたかも商品として取引される存在としての債券」。それが結末だと。債券が債券ではなく、もっぱら価格変動に応じて取引される商品相場のような存在になった、と。

考えてみればそうだ。「金は買わない。なぜなら付利されないからだ」という人は多い。そういう人が買って来たのが債券だ。債券には世界の過去を見れば「利子」が付き、「利回り」が計算できた。債券の利子は年利で計算できるし、発行元が確かなら最後まで持てばいくらになって戻ってくるか計算できる。だから世界中の安心できる政府の国債は、大規模な資金を運用する機関投資家から個人までの「コアとしての投資対象」となっていた。しかし今の世界で生じているのは「債券の商品化」ということだ。利回りがなく「価格依存」なので「(利回りを計算できる)安心な投資対象」ではなくなった。

生じているのは「ボンド・プロキシ (bond proxy)」という考え方だ。もう利回りが付

かなくなった債券に代替するものを探す動きだ。そんなものがあれば投資したくなる。投資家が目を付けたのが、債券市場に負けず劣らず市場規模の大きい株式市場。中でも債券のような安定した値動きを過去に示し、かつ配当利回りがある株だ。これらの株は言ってみれば「疑似債券」であり、今の世界のマーケットではこうした株式をポートフォリオに組み込む動きが顕著になっている。特に欧州を中心に広がっており、日本の株式市場の“内需株”と呼ばれるセクターなどに機関投資家の規模の大きい資金が入り、信じられない PER に達している銘柄がある。こうした動きが関係していると思われる。

既にスイスが10年債をマイナス利回りで発行したことは取り上げた。また世界で最初に緩和政策からの「出口戦略」に入っているアメリカも、長引く低インフレ環境下で足早な金利引き上げは出来ない。今まで強いと思われてきた雇用でも、アメリカ経済には黄色信号が点灯する形となっている。今年3月の雇用者数の伸びは予想の半分だった。こうした中では「ボンド・プロキシ」の動きは続き、世界的に株の投資魅力が強くと残ると思われる。

日本の株式市場に関して言えることは、アメリカの株価が6年近くも「上値追い」を続けたあとに、中銀（FRB）が「出口戦略」を模索する中では、そうそう上値を追えない状況にあること。一方欧州ではすでに DAX が新値を連日のように付けている。史上最高値を更新し続けている現状だ。こうした中では、世界の投資家から「（日本は先進国の中で）最後の魅力ある市場」と写っている可能性がある。先進国でなくても、「魅力ある市場」という意味では長く低迷を続けていた中国や韓国の市場についても言える。「アジアは出遅れている」という一般的な見方が今はあると思う。

アジアの投資環境も変わりつつある。日本では政府・民間機関投資家を含めて「債券離れ」が進み、株への投資に意欲を持つ向きが多い。日本の株は欧米の株式市場から見ると PER（株価収益率）などの尺度面でまだ出遅れている。また日本企業の姿勢も、随分と投資家を念頭に置いた、投資家に優しいものになってきている。配当を上げたり、自社株買いを発表したり。繰り返すが、善し悪しの問題は別にして機関投資家も個人も運用を真剣に考えざるを得ない状況が厳にあり、債券は過去のように魅力的な対象ではなくなっている。お金はどこかに流れ込まねばならない、という点では「株」は注目される存在だ。

今週の主な予定は以下の通り。

04月13日（月曜日）	金融政策決定会合の議事要旨(3月16・17日分)
	2月機械受注
	3月マネーストック
	3月企業物価
	日銀支店長会議
	3月発受電力量
	中国3月貿易統計

	4月日銀地域経済報告
	3月投信概況
	休場=タイ、ギリシャ
04月14日（火曜日）	シンガポール金融通貨庁の金融政策決定会合 シンガポール1～3月期GDP速報値 インドネシア中央銀行の金融政策決定会合 英3月消費者物価 ユーロ圏2月鉱工業生産 米3月小売売上高 米3月卸売物価 米2月企業在庫 休場=タイ、インド
04月15日（水曜日）	OECDが対日経済審査報告書を公表 中国1～3月期GDP 中国3月工業生産高・小売売上高 中国1～3月都市部固定資産投資 中国3月不動産投資 13日時点の給油所の石油製品価格 ユーロ圏2月貿易収支 欧州中央銀行理事会 欧州中央銀行のドラギ総裁が会見 カナダ中央銀行が政策金利を発表 米4月ニューヨーク連銀景気指数 米3月鉱工業生産 米4月NAHB住宅市場指数 米バージュブック 休場=タイ
04月16日（木曜日）	3月マンション市場動向 オーストラリア3月雇用統計 米3月住宅着工 米4月フィラデルフィア連銀景気指数 G20財務相・中央銀行総裁会議（～17 ワシントン）
04月17日（金曜日）	3月電力需要実績 3月消費動向調査 英12～2月失業率 米3月消費者物価

米4月ミシガン大学消費者態度指数速報値
IMF・世界銀行春季総会(～19 ワシントン)

今週も数多くの経済指標が出る。日本の景気指標に関しては「2月の機械受注」などが注目だし、アメリカと中国からは小売売上高など消費関連指標が出る。過去一週間の市場では、一時強かったユーロの“息切れ”が目立った。依然としてすっきりしないギリシャの「改革と融資継続」の綱引き問題、ロシアに接近するギリシャの思惑、イギリスで接近する総選挙など。ユーロは依然として「問題山積」なのだ。一方のアメリカでは「ドル高の行き過ぎ」に対する懸念が強い。しかし世界の為替市場は気迷いながらも、もう一度ユーロ安を試す動きだ。一方の円は「もちあい圏」の動きで、筆者はこうした状況がしばらく続くのではないかと考えている。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。東京は土曜日が酷い午前中でしたが、午後から日曜日に書けては良い天気。しかしちょっと肌寒かった。だから「もうそろそろ温かくなって欲しい」という気分になりました。

大統領選挙を来年に控えてアメリカでは、日本時間の今朝方ヒラリー前国務長官が立候補を表明。日経のサイトによると「一般の米国民はチャンピオンを必要としている。私はそのチャンピオンになりたい」と述べたという。チャンピオンですか。確かにオバマにはその雰囲気がないので、まずは的を射たポイントかも知れない。人気はあるが、本当にアメリカの大統領が「黒人→女性」という順番で行くのか。私は「あり」だと思うが、選挙戦は長い。

日経のこの記事に、ヒラリー女史が「立候補に伴いサイトも立ち上げた」と書いてあったので調べたら「<https://www.readyforhillary.com/splash/hillary>」があった。もしかしたらこれかも知れない。

ところで先週、アップルウォッチの予約が始まった。10日かな。筆者はたまたま所用があったし、放送でも取り上げると約束していたので、伊勢丹にも銀座のアップルにも日中行きましたが、「新ジャンルの商品に、皆戸惑っている」という印象だった。伊勢丹は一階の売り場正面入り口の右側が店。カルティエの奥。凄い人波でしたが、なんだか真っ黒。デパートサイドの人がそろいもそろって皆黒服だったし、アップルの店員風の人も黒だったような気がする。店の内装もそのように見えた。

お店を見て「まるで人が押し寄せた高級チョコレート屋さんみたいだ」と思いました。出た人の数だけ入れる。店の中に入るのには並ぶか、それとも会員権限で予約するか。そんな面倒なことをしている暇はなかった。「伊勢丹の店員では、ウォッチの機能に関する質問にはなかなか答えられないだろうな」と思いました。アップルのウォッチはIT製品です

から。銀座のアップルショップは人が多かったが、見ようと思ったら一階の真ん中のショーケースにずらっと入っていた。誰何されることもない。「sports」「watch」「edition」の三種が画面サイズ 38 ミリと 42 ミリに分けて並んでいて、ベルトは大方のものに「S」「M」「L」がある。

店員も慣れていない印象。EDITION は高いですから。一番高いのは 218 万円する。アップルの店員が今まで扱ったことがないような高額商品です。店の方の方が緊張しているし、肝心な部屋にはこれも慣れない風情のガードマンが見張っている。ブランドショップの雰囲気を出そうとしているが、あの格好の店員の対応ですから、こちらの方が「大丈夫かな」と思う。アップルウォッチは、アップルにとっても、アップルの店員にとっても「一種のカルチャーショック」だったような気がする。

しかし他のブランド時計のメーカーの心中は穏やかではないでしょう。「高級時計を買うような人は実は何個も買える」という現実があるにせよ、今まで全く視界に入っていなかったところから競争相手が出てきたわけですから。産業の形が変わる。それは消費者にとっても興味深い。

それでは皆様には良い一週間を。

《当「ニュース」は三井住友トラスト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、三井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のですが、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。》