

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1651号 2002年09月02日(月)

## 《 prominent worldwide decline of interest rates 》

先週の世界の金融市場で一番目立った動きは、前回(8月26日号)のこのニュースで取り上げた「グローバル・デフレ」のシナリオに合致した金利の動きでした。長期金利は日本、アメリカ、ヨーロッパを中心に世界的に基調的低下傾向(債券相場のジリ高傾向)が明確で、特に日本を見ると指標10年債の利回りはみるみる下がって1.2%をも割り込んだ。

週末30日の日本の新発10年物国債は、利回りで一時前日比0.040%低い1.150%。これは、約1年2ヶ月ぶりの低い水準。先週はまだ1.2%台だったから、その低下ペースは凄まじい。日本の4-6月の国内総生産(GDP)が実質で前期比0.5%増と発表された中でも、債券利回りの低下が大幅に起きていることが重要である。市場が金利の先行きを明確に「下げ」と判断している証拠だ。

価格で見ると、先物9月物は一時中心限月として最高値となる141円61銭に上昇した。木曜日の高値は前日比44銭高の141円32銭だったから、連日の高値更新である。買い方としては、これまでの銀行勢に加えて、最終投資家にまで広がっていた。「株式より債券」という投資スタンスが明確化した週でもあった。日本における今回の債券相場上昇は、今年2月下旬からスタートしている。それがここにきて加速しているのは、先週も書いたとおり先行きの景気、物価の動きがデフレ・シナリオに沿ったものだし、今後もそれが続くと市場が考え始めたからだ。

金利の低下は一人日本での現象にとどまらなかった。米国国債を見ても、ドイツ国債の動きを見ても、連日のように下げが続いている。先々週末(23日)に4.23%だった米10年債の利回りは、4.13%にまで低下した。一週間で0.1%という大幅な低下である。ブンズ(ドイツ国債)も週を通じて下げ続けて、23日の4.65%(10年債)に対して、先週末は4.5%を割ろうかというところまで来ている。世界的な長期金利低下の背景は以下のような要因だと考えられる。

1. 世界の物価構造は、先週も述べたような理由(供給力の増大、テクノロジー面など)でそもそも上昇しにくいし、過去のインフレ期待を含んだ分からの低下によってデフレ仕掛けになっている

- 2 . こうした物価環境は、「主要国経済がプラス成長になった場合でも同じである」という確信が増大している
- 3 . 従来の尺度からすれば利回りベースでは債券は魅力を失ったかのように見えても、高値が追えなくなった株価から見れば債券相場にはまだ上値を追える余地があるとの判断から、資金が集まってきている

など。日本国内の投資環境を見ても、1) 株式相場が引き続き投資対象として魅力を失っているのに対して、債券相場は急落の危険性が喧伝されている割には安定していて、投資対象として安心感がある 2) 日本の土地などの資産価格は全般に下落しており、日本国債よりも魅力のある投資対象に欠ける 3) 企業の資金需要が弱い中では、銀行や機関投資家の手元にたまった資金の行き先としては債券市場が一番受け皿として良いポジションにいるーなどが指摘できる。

世界情勢に眼を転じると、イラクに対するアメリカの攻撃がいつ始まってもおかしくない状況がある。イラクが負けることは明確だが、しかしそれによってイスラム過激派とアメリカの対立構造は一段と明確になるだろうし、その場合に株式市場が抱える不安定感は強いに違いない。それに比べて、債券を保有するリスクはアメリカの対イラク戦争がインフレ惹起的でない分だけ安心感がある。こうした状況は、しばらく続くと考えるのが自然だ。

なお、債券高の一つの要因として挙げることが出来る株式市場の先行きの不透明感に関しては、週末のウォール・ストリート・ジャーナルに以下のような記事があった。過去10年くらいを調べてみると、アメリカの株式市場については「9月が最も株価が弱くなる月」だそうで、今年の場合もそうだろうとの予測。

こうしたことから考えると、株式市場の低迷から判断してもアメリカの債券相場は長期が低下し、ブル・フラットニングの方向が定着すると思われる。この場合、10年債の利回りは今後一ヶ月以内に、4%のレベルを明確に割ってくると考えられる。

また日本の長期債の利回りは1.0%に近づくこともあろう。

「This year, investors have plenty of additional hurdles to clear. The economy is limping ahead, a potentially gory pre-announcement season is just around the corner and talks of a possible invasion in Iraq are growing louder. Toss in the complex Sept. 11 anniversary, and it's clear investors are facing one of the most challenging Septembers in a long, long time.」

### 《 voters give more time to TANAKA 》

話題は変わりますが、この週末は両親の関係で諏訪に居て、むろん私は投票権があ

りませんが、投票に行った知り合いや親戚の話を詳しく聞きました。聞かれた方が嫌がらない範囲で、誰に投票したのか、なぜそうしたのか、別の候補に投票しなかった理由は何か、などを。日本の政治の流れを見る上で、長野県の出直し知事選挙は格好の予測材料だと思ったからです。それはまた、今後のこの国のお金の流れ、公共投資の行方、従って財政赤字の先行きなどを予測する上で参考になる。

日曜日はまず従兄弟と一緒に茅野市のある投票所の様子を見に行きました。そこで従兄弟に聞いてもらったところ、「関心は高い」という投票所関係者の発言があった。投票率が高くなることはこの時点からある程度予測できた。実際に投票率は、前回は4ポイント程度上回った。

次は、誰になぜ投票したか、を出来る限り聞きました。会ったり、で。つまり、サンプル例は少ないが、私だけで一種の世論調査をしたわけです。男性、女性に等しく聞こうと思ったのですが、男性にはあまり聞けなかった。

その理由は、私の年回りの、私の知り合いの男性は、友人にしる親戚にしる大体が「選挙の立会人」になっている。私は立会人をしたことがないので知りませんが、夜8時ごろまで拘束されているに違いない。で、聞き取り調査は大体が知り合いや親戚の「女性」ということになった。

聞いていってまず驚いたのは、女性はほとんどが田中康夫候補に投票している、ということ。長谷川敬子候補は女性で、「女性だから女性票が取れる」という目論見は完全に外れていた。彼女らが田中候補に入れ、同じ女性の長谷川候補に投票しなかった理由は以下のようなものでした。

1. 田中知事はまだ1年8ヶ月しかやっていない。もうちょっとやってもらわねば、彼流の改革から何が出てくるか分からない。だから、もうちょっとやってもら
2. 田中知事の名刺を破った県庁の職員、知事に不信任を突き付けた県議会とも、「恥ずかしい存在」だ。その影が見え隠れする長谷川さんには投票できない

お断りしておくが、田中、長谷川の両候補以外は、選挙広報の板にポスターが張っていないなど、十分な体制が整っていなかった。ということで、実質上一騎打ちでした。私が話を聞いた女性の中には、「就任から4年後が今のような状況だったら長谷川さんに投票しただろうが、今はまだ」という人が多かった。中には「田中さんが好き」という女性もいたが、女性の田中支持は必ずしも積極支持ではなかったように思う。

この間の事情は、以下の読売新聞の投票後の聞き取り調査でも明らかである。2日付けの読売新聞から引用すると

『田中さんに1票を投じた有権者に聞いたところ、過半数の人が今回の知事選のきっかけとなった知事不信任そのものに納得できないことや、任期途中の田中県政に「ノ

ー」を突き付ける材料に乏しいことを理由に挙げ、「積極的な支援者」は少数派だった。

調査は、長野、松本、飯田市など県内10か所の投票所で田中さんに投票した100人を対象に、6項目からの選択式で行った。最も多かったのは、「県議会の不信任に納得できない」の30人。須坂市の主婦(32)は「県議は横暴。弱い者いじめに映る」、飯田市の会社員男性(28)は「議会は不信任で利権を守ろうとしている」と話した。県民への十分な説明を欠いた県議会の姿勢が、田中圧勝を結果的に後押しするという皮肉な結果になった。

「1年8か月では短すぎて(田中県政を)評価できない」は27人。上田市のホームヘルパー女性(52)は「判断するには短すぎる。ダメなら次で変えれば良い」と述べた。「(有力対抗馬の)長谷川(敬子)さんでは県議会のいいなりになってしまう」と答えた佐久市の主婦(40)のように、「旧来型」県政への回帰に対する懸念を示した人も18人いた。」

この記事の見出しは、『田中氏投票の100人、「積極的な支援」は少数派』というものでした。てらいもあったのかもしれないが、長谷川さんという人は、同姓でも支持して面白い人という印象を彼女らは受けなかったようだ。

2日朝の日本のマスコミ報道を聞いていると「田中全面勝利」の印象を受けるが、これは必ずしも当たっていない。やはり「lesser evil」の側面が今回の選挙にもあったということです。長谷川さんが選挙戦の後半になって「県議会の応援」を公に受ける形になったのは、実は敗戦を決定的にしたと言える。県民の県庁アレルギー、県議会アレルギーの強さを長谷川陣営は完全に読み間違った。

私が話を聞いた女性達は大部分が結婚している人だが、それによると、今回の知事選挙に関してはかなり身近に感じ、家族団欒の場でかなり話題に取り上げたらしい。夫婦で意見が割れて、「夫は長谷川さん支持、私は田中さん支持になった」と言う方も多かった。つまり、女性が男性候補の田中さんを圧倒的に支持し、むしろ女性候補の長谷川さんを支持したのは男性」ということ。つまり、ジェンダーがかなり明確に逆転していた。

女性は、田中候補が女性タレントを膝に乗せたり、二人で海外旅行をしたことを問題にしなかったのか。聞いていくと、「どちらが恥ずかしいか」と言えば、県庁の役人や県議会の議員達を恥ずかしい存在と彼女らは判断しているようだ。ではなぜ、一家の主人である男性の中に長谷川さんを支持する人が居たのか。彼らの論理は、「田中では県政が動かない」「県知事に女性になることは、一種の改革になる」などの理由だという。しかし、最終投票結果を見れば明確ですが、女性の田中支持の強さに比べれば、男性の長谷川支持は極めて弱かったということです。

### 《 implication for national politics 》

では今回の長野県知事選挙の国政へのインプリケーションは何か。それは

「従来型政治への強い拒否反応」

「政党、既成組織に対する反発」

と要約できる。田中候補には日本共産党が付いたが、この党は従来型政治の組織ではない。その意味で県民の拒否反応に会わなかった。対して、長谷川候補に付いた県議会議員、市町村町は既成勢力と判断された。選挙民が拒否した。田中康夫は確かに変な人間かもしれないが、過去の引きずりはないというのが良いという選挙民の判断だった。

これは国政でも実は既に見られる図式といえる。小泉首相は既成勢力との対立構造を際立たせることによって、総裁選の党員投票の余勢をかって当選した。党員投票が万がなければ、小泉政権は出来ていなかった。そして既成勢力に歩み寄ると、小泉首相への支持率が下がるという構造の中にある。

長野県の知事選挙で明確になったことは、既成権力の一角を占める政党の凋落であり、一人の人間の個性の勝利であると言える。その意味で、田中康夫の圧倒的勝利は民主党を含めて既成勢力に数えられる日本の政党ほぼすべての敗北だ。大体、今回の知事選挙には政党は顔さえ出すことが出来なかった。顔を出そうとすると、支持候補の足を引っ張るだけだった。

しかしこれは、「政党政治」が大原則の日本にとって、これまでの政治の組み立てが根本から揺らいでいることを意味する。小選挙区制など、正に「政党」が主役。しかし、実際に選挙になると政党は前面に出ることが歓迎されない、という矛盾。長野県知事選挙など、まったく政党の枠外で戦われた。日本の政治は、政党の存在を大前提にしながら、これを前面に出せないという「矛盾」を抱えたまましばらくすることになる。

日本の選挙民が「政党離れ」をしているのは、別に長野県の県知事選挙を見るまでもない。世論調査をすると、支持政党なしが6割近くになる。支持率が一番高い自由民主党で30%弱で、民主党に至ってはほとんどの調査で一桁だ。民主党の党首選挙が盛り上がりがないのも無理はない。

では日本の政治はどうなれば良いのか。答えはない、というのが実体だろう。政党に代わって選挙運度の母胎になっている「勝手連」は思想に固まっているわけでもなく、それこそかつてな人たちの集まり。あくまでもアドホックな存在だ。ということは持続的な力にはなり得ない。しかし一方で、政治が組織で動いていることも確かである。行政にも組織が必要。しかし、その組織は信頼されていない。

恐らく長野県民が田中康夫に、そして自由民主党の党員が党員投票で小泉首相に託したのは

「新しい政治の形を作ってごらん」

というメッセージを出したと言うことです。しかしこの二人がそれに成功した兆しはまだない。従来の勢力との関係は、「水と油」のまま。これらの一風変わった政治家は、旧来政治勢力からはノーを突き付けられているが、国民や県民の支持でモメンタムを保っていると言える。この二人が何を作れるかは分からないし、それほど国民、県民が求めていると思われる「新しい政治」が彼ら自身にとって素晴らしいものかも分からない。しかし、こうした環境の中では、日本の政治は「次なる政治」を求めたまましばらく漂流すると見るのが自然である。

こうした中から見えてくる予算や投資に関するメッセージは以下のようなものだろう。

「公共投資は従来型の橋やダム、道路を中心にもっと減らせ」

「権威的な存在に対するノーの姿勢」

「個性の前面に出た政治歓迎」

これは、予算削減の流れを明確に示していると言える。日本の経済復興の為には「公共投資」という声は政界にも、エコノミストの間でも根強い。しかし、長野県の出直し知事選挙の結果は、もしその「公共投資」が在来型のパターンから抜け出ないものであったら、全く国民の支持が得られないことを示している。

今週の主な予定は以下の通りです。

9月2日(月)	7月勤労統計 8月新車販売 米国市場は Labor Day のため休場 「環境開発サミット」首脳級会議(～4日)
9月3日(火)	米8月ISM製造業景気指数
9月4日(水)	米7月建設支出 英中銀金融政策委員会
9月5日(木)	4-6月法人企業統計 8月財務省景気予測調査 日銀速水総裁講演(大阪) 米4-6月労働生産性確定値 米7月製造業受注 米8月ISM非製造業景気指数 米8月小売主要既存店売上 東証の株式上場説明会(ロンドン)

9月6日(金)

日銀速水総裁講演(名古屋)

7月全世帯家計調査

7月景気動向指数

米8月雇用統計

今週の予定に関しては、以下のようなウォール・ストリート・ジャーナルの予測記事がありました。ISM指数と雇用統計がポイントと指摘している。

「On Tuesday, the Institute of Supply Management index on the strength of manufacturing activity in August is expected to rise to 52; any number over 50 indicates expansion.

But there are reasons to worry the number will fall short, which could hobble the stock market. Last month, the ISM index plummeted from 58.2 to 50.5. And a sharp drop in the latest Philadelphia Fed survey, which offers clues about the broader manufacturing sector, has some investors worried the ISM index will mirror the trend.

On the other hand, Friday's Chicago Purchasing Managers Index for August, which also often foreshadows the ISM report, rose more than expected. So maybe there's hope for the ISM after all.」

「Also on tap next week is the unemployment report for August, released Friday. It's expected to hold steady at 5.9%, but if it doesn't, consumer confidence would suffer.

Economists say they'll be looking at more than just the headline number as an indicator of how the economy might perform for the rest of the year.

"I'll be looking at the index of aggregate hours worked. It fell 0.6% in July, which was pretty large drop, the largest since last fall," said Steve East, chief economist at Friedman, Billings, Ramsey Group in Arlington, Va. "It's hard to get GDP growth when in aggregate, people are working fewer hours.

Work week hours are expected to rise to 34.2 from 34, according to economists surveyed by Thomson Global Markets.」

### 《 have a nice week 》

引き続き暑い週末でした。既に書いたように週末は諏訪に行っていました。諏訪湖の花火大会は8月の中旬にあるのですが、それとは別に日曜日である9月01日は県知事選挙であると同時に、諏訪湖の「新作花火大会」で、湖畔の道はすごい混雑でした。私

も8月の花火をみられなかったので、夜まで居てこの新作花火大会を見たかったのですが、後ろ髪を引かれるように夕方には帰ってきました。

ところで、先週は講演会で大阪にお伺いしました。講演会と言えば、昔は企業の経営者や財務・経理担当の方々を相手にしてしかやらなかったのですが、最近はちょっと幅を広げて個人の比較的裕福な方々に話す機会も、選んで多少増やしている。何が楽しいかというと、専門家を相手にしているときには味わえない、時に非常に大きな「違和感」です。

何かというと、経済や金融の業界での「常識」が必ずしも通じない世界の人々の、時にびっくりするような発想や、質問との出会い、それに世の中一般の投資に関わる知識レベルの再認識ということになる。先週の大阪での講演会は、私が一応一時間以上の話を終えて質問の時間に入ったのですが、質問連発で約1時間それに対応していた。20個近く出たと思う。

質問が多いのは、実は良いことなのです。少なくともその講演会には、「質問できる雰囲気」があったということだし、講師である私に少なくとも聞いている人が親近感を持ってくれたということだし、「聞いたらもっと面白い情報が出てくるかもしれない」という期待を聴衆が持ってくれたことになる。だから実は私は、「質問が出ない講演会は失敗」だと思っていて、時にそう言って会場に質問を促すこともある。

講演はいわば自分の言いたいことを言うわけで、私にとっては知っていることです。つまり既知の事。これだけ喋っているのでは、何回やってもこちらは賢くならない。質問が出ない講演会は、徒労だけの、すごく損した気持ちになる。

質問は、何が飛んでくるのか分からないという点で非常に面白い。いわば筋書きがない。「へえ、この人はこんなことを考えているのか」とびっくりすることもあるし、だから勉強になることが多い。分からない質問が出たら、素直に「知りません」と言えば良いのです。で、質問ですが、質問者がそれを始めた段階から、

「この人の問題意識は何辺にあるのか」

「その周辺のことをどのくらい知っているか」

「会場の他の人はその人の問題意識をどの程度共有しているか」

「どう答えたら、何を例に出したら一番分かってもらえるか」

「ほんじゃ、どう答えるか」

などなど頭を巡らしながら聞いて、「じゃこういう入りで」ということで答え始める。そこで分かるのは、聞きに来ておられる方々の、問題意識の在処と今現在抱えている問題です。これが実に面白い。だって実は専門家というのは、人口にすると僅かなパーセントであって、経済は実は経済知識（必ずしも経済ではない）の専門家でない人々の消費支出や投資（お金の動かし方）で出来ている。聞いていると、聴衆の方々のお金の動かし方、動かすきっかけなどがよく分かる。



今回の大阪での講演会の結果ということではなくて、最近行った数回の個人投資家向けの講演会で強く感じたのは以下の点です。

1. 「薦められて」「ある人に言われて」と言って、投資のきっかけを他動に求めている人が実に多い
2. インフレ時代の「10年で元本2倍」の当時の金利に対する郷愁が今でも非常に強い
3. 何に投資して良いか本当に迷っていて、そもそも難しい投資環境の中で「やられ」がかさんでいる人も多い
4. しかしそのやられにも関わらず、日本には裕福な個人投資家が実にたくさんいる

ということです。「投資は自己責任」は、常套文句です。しかし、実際にはそうはなっていない。私の印象では、最後にお金を動かすときには本人がやっているわけですから、決断を下していないわけではない。しかし、その決断のきっかけを「薦められたから」に求めている人が多い。自分で「選び」のところが欠如しているケースが多い。

二番目について言うと、「実質金利」という考え方が欠如している。目に見える利子を欲しがりたい人が多い。まあそれはそうでしょうが、ハンバーガーの話をするとうまく分かってくれる人もいます。しかし次にはもう、高い金利を求める頭に帰っている。人間の習性はなかなか直らない。パラダイムを変えるのは大変なのです。ありえないような「うまい話」に乗る個人投資家が、後を絶たない背景が分かるような気もする。

で、私が最近非常に感じているのは、日本で圧倒的に不足しているのは「投資家教育」です。まずもって、日本の義務教育課程で「お金の運用」について教えている形跡が全くない。これだけ裕福な個人資産のある国で、それに関する教育がゼロに近い。これは驚異・脅威です。侍の時代からの、「お金にふれることは…」という意識が残っているとすれば、それも驚きです。お金はうまく利用すれば、個人を幸福に出来る。個人が失敗するかなりの理由は「お金」なのに、それに関する教育が日本にないのは不思議だ。だから、日本では皆少しお金が貯まってから独力で勉強する。しかし、基礎がないからおかしな事になる。

今の日本には、「運用」に関する情報はあふれている。しかし、それらは皆細切れだ。だから、その情報の繋ぎ方が悪いと、あらぬ方向に行って、身ぐるみ剥がれるし、そうした悲惨な事件が後を絶たずに起きる。

だいたい講演会をしていると、最後の方には私も知らないような金融商品の名前が出てきて、「やられているが、どうしたら良いか」といった質問が出てくる。こちら、知らないのだから答えようがない。そして重要なことは、お金をつぎ込んだ人も、仕組みからリスクの所在まで何から何まで全く分かっていない、ということである。「薦められたからつぎ込んだ」のだ。

私がこの手の講演会でいつも感じる「違和感」は今後も残るのかもしれませんが、なるべく

そういうものが少なくなって、日本も変な投資話に騙される人が少ない、情報と知恵の溢れる裕福な国でいて欲しいと思うのですが .....

それでは、みなさまには良い一週間をお過ごし下さい。

《当「ニュース」は、住信基礎研究所主席研究員の伊藤（ 03-5410-7657 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》