

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1856号 2006年12月18日(月)

《 unconventional year 》

今年は金融市場を見ている人間として、非常に面白い、興味深い年でした。なぜ興味深かったかと言えば、従来の常識がこれほど通用しなかった年はなかったと言えるからです。いくつか思い浮かべるだけでよい。

1. 原油価格が急激に上がったにもかかわらず、世界経済はインフレにもならず、従って各国共通の政策金利の大幅引き上げもなく、経済成長はどの国際機関の予測でも5%弱の高いレベルを維持しているし、当面その状態が続きそうだ
2. 石油を含めて資材価格の上方を背景にインフレ懸念はあるものの、長期金利は世界的に安定した水準を続けており、それは先進国であるアメリカ、欧州それに日本で顕著である
3. アメリカのように金利がインバージョン（長短金利が通常の順鞘でなく逆転した状態）になって、通常なら「リセッション」を予感させるような状況なのに、来年のアメリカ経済も2%を上回る成長が続きそうで、「弱い」と言われている割にはしっかりしている

過去の世界経済にとって石油価格が衝撃的に上がったのは1973年であり1979年でした。両方とも世界経済の大きな変調をもたらした。インフレ率は急上昇し、それに対処するために中央銀行は政策金利を大幅に引き上げた。その結果はインフレのあとの景気後退です。ともに長期金利は大幅に上昇した。80年代にアメリカのプライムレートが20%前後に上がったのは、私にとっては記憶に新しい。

しかし今年の世界経済は原油価格の大幅上昇があったにもかかわらず、世界各国のインフレ率をそれほど極端に押し上げることもなく、よって長期金利は世界的に安定し、よって資材価格の大幅上昇によってインフレ要因を抱え込んだものの、世界的な経済活動の大幅鈍化は避けられた。今年、来年の世界経済予測は、ほぼすべての国際機関で「戦後も例のないような高い成長」を予測している。

注目されるのは、70年代、90年代までは原油価格の上昇に非常に弱かったはずの途上国経済が非常にしっかりしていたことだ。特に途上国の代表選手である中国とインドの経済成長率は、ともに原油輸入国であるにもかかわらず少しも落ちなかった。両国とも対外

収支が黒字（特に中国の貿易黒字は巨額である）で、外貨準備（中国は1兆ドルに届いている）も潤沢にあるから過去の貧しい途上国とは厚みが違うが、それにしても原油価格の上昇に対する世界経済の耐性向上には驚く。世界経済は、70年代、80年代の我々の記憶を遠いものとし、新たな原因や理論を打ち立てる時期に差し掛かりつつある。

《 several reasons for the abnormality 》

なぜそうなったかについては、いろいろな理由が挙げられる。

- 1 . 市場経済のスパンが共産主義経済体制の崩壊の中で大きく拡大し、物価上昇要因も容易に吸収できる環境が出来た（冷戦前の10億人の市場経済では出来なかったことが出来るようになった）
- 2 . 特に今の世界経済は労働力供給やデジタルネットワーク革命の拡大に伴う諸コスト低廉化の中で、非常に大きなデフレ要因を内包していて、インフレ要因を相殺していると考えられる
- 3 . 90年代に見られた世界的なデフレ現象の中で、人々のインフレ期待や特に企業のインフレ期待が低いままに推移しているし、企業の価格行動も極めて慎重になっている

それぞれについて細かくは説明しない。今までの分析の中でこれらについては何回も書いてきている。

一つ付け加えておきたいのは、それを二極化というのが良いのかどうかは別にして、世界を回るとしっかりお金が回っていて「好況」と呼べる状態を保っている経済セクター、地域（主に都市）と、ほとんどどん底状態（主に途上国の農村）という状態が続いているセクターが共存していることだ。一つの国、一つの地域でもそういう状態があまり距離を置かず併存しているのである。経済統計のほぼすべてが「全体像」を描こうとして平均値を示すものになっている現実を考えるならば、今の世界経済は数字だけでは読み切れない状態になっている可能性がある。日本の経済統計にも我々の生活実感と違う現実が出てきているのはその影響だろう。

お金が回っているセクターや地域が拡大していくのかは、議論のあるところだ。少しは行くだろう。しかし、「格差拡大」の声を止めるほどには平準化が進むとは思えず、お金が安全なところを目指す性格が強いことを考えれば、買われるものはもっと買われるという状況も生まれる可能性が高い。お金が富を生むとすれば、二極化は来年も続くだろう。

こうした中で目立ったのは、原油価格の上昇や中国やインドなど途上国経済の大幅拡大が、世界に新たな流動性を付与しているということである。原油価格の上昇は、ロシアの財力を高め、また中国とインドの力強い経済成長は、両国に新たな富を生み出した。彼等を「ニュー・リッチ」と呼ぶかどうかは別にして、彼等の跳梁跋扈があちこちから聞こえてきた

のも今年の特徴だった。

例えば、企業の日本人駐在員さえ住めなくなるほど家賃が急騰しているニューヨークのマンハッタンで「ビルを買っている」と噂された投資家は、ロシアとインドのお金持ちだった。一方「外貨準備を多様化する」と言っている、1兆ドルにまで達した外貨準備の大部分を、中国はドルで運用しているのだろう。その大部分は、流動性の高い長期債に投資しているはずだ。

原油価格の上昇や資源価格の上昇は、80年代の後半から90年代にかけては全く存在しなかった投資家を生み出していると言えるし、インドや中国の高度成長も富の偏りを生みつつも、先進国の投資家から見ても見劣りしない投資家（公的、私的 動かせる資金の規模で）を生み出していると言える。

その結果は、当該国の成長率、成長率見通しからは想像できない資金の世界的循環が生じているのであり、そのプロセスでの株式市場と資源市場の基調的上昇傾向の強まりである。貯まった資金をゼロ金利で寝かしておく投資家はいない。なにがしかの運用を狙うのが自然であり、流動性の高い債券が買われたと考えるならば、世界で一番流動性を最後まで保証しそうなアメリカの長期債が買われたのは理解できる。彼等は短期金利で資金を調達して長期債を買っている投資家ではない。

つまり市場経済には、非常に大きな資金の、そして新たな海が出来たのであり、このお金が時に商品相場に、時に株式市場に行き、格付けが高くて金利の高い債券に流れていると言える。この資金の新たな動きをどう考えるのが来年を見通す上の非常に大きなポイントになると思う。

今週の主な予定は以下の通り。

12月18日(月)	11月東京地区百貨店売上高 日銀金融政策決定会合(～19日) 米12月NAHB住宅市場指数 6カ国協議開催(北京)
12月19日(火)	福井日銀総裁記者会見 米11月生産者物価 米11月住宅着工 11月北米半導体製造装置BBレシオ 日中経済パートナーシップ協議(北京)
12月20日(水)	11月コンビニエンスストア売上高 米MBA住宅ローン申請指数 WTO総会(～21日、ジュネーブ)
12月21日(木)	11月貿易収支 10月全産業活動指数

12月22日(金)

ECB理事会

米7~9月GDP(確報値)

米11月コンファランスボード景気先行指標総合指数

米12月フィラデルフィア連銀指数

11月全国スーパー売上高

米11月個人所得・消費

米11月耐久財受注

米12月ミシガン大学消費者信頼感指数(改定値)

米債券市場短縮取引(25日クリスマスの前営業日で)

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。日曜日にちょっとデパートに行ったのですが、それはそれは凄い人出でした。ボーナスサンデーとか言うらしいのですが、最終的な12月の小売売上高統計はどう出るのでしょうか。たまたま私が行った店が人気のデパートであっただけかも知れない。

今年と来年の金融市場の動向を考えていて、やっぱり「70年代、80年代の市場の方が長い人類の歴史を考えれば異常な時期だったのかも知れないな」とも考えています。高金利、高インフレ。人間は自分が育った、そして過ごした時代からすべての時代を推測する。しかし、今の金融市場の動きを見ていると、逆に70年代、80年代の過敏過ぎる市場が目立つ。まあこの問題は来年も考えていきたいと思います。

多分、今年はこの号が最後です。皆様には一年間お世話になりました。皆様にとっては2006年はどうだったでしょうか。来年も第二週からお届けできると思いますが、良い年末・年始をお過ごし下さい。

《当「ニュース」は住信基礎研究所主席研究員の伊藤(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。》