

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1878号 2007年06月11日(月)

## 《 a WSJ article 》

今週のレポートのポイントは以下の通りです。

1. 先週後半の世界中の市場を大きな波のように襲った「債券売り・長期金利上昇」のきっかけになったか、少なくともトレンドを加速したのは、ウォール・ストリート・ジャーナルに掲載された一つの記事である
2. この世界各地に取材源を置いた記事は、「今の世界ではインフレはなかなか起きない」とのそれまで市場にあった一種の慢心に冷水を浴びせ、債券をロングにしていた向きに心理的動揺を与えた
3. その動揺が、私が呼ぶところの「債券市場の痙攣」を惹起して世界的な長期金利の上昇を招来し、それまで新値を追っていた株価が世界的に調整するきっかけになった。そしてその調整の中で、リスク回避の動きから諸通貨に対する円高の動きが小規模ながら広がった
4. 筆者はウォール・ストリート・ジャーナルの記事の趣旨は理解するし、今の世界経済において静かにインフレ圧力は強まっていると考えるが、それでも依然として70年代、80年代における前回の「世界経済のインフレ期」に比べて、今の世界はインフレ抑制要因が持続的に強いと思っている。従って、先週の債券相場の崩れはややパニック的、行き過ぎであったと考える
5. 先週金曜日のアメリカの債券市場では、一時5.25%にまで上昇した指標10年債の利回りが引けに掛けて大きく低下（債券相場は上昇）し、終わりは5.119%となった。即断は出来ないが、債券売りのピーク、債券市場の極端な動揺の時期は過ぎた可能性がある
6. もっとも市場の不安定な動きは続くだろう。先週のレポートで筆者は、上海市場の動揺を乗り切った世界の市場トレンドが「より株高、より円安」に市場センチメントが傾いたことに対して警告したが、依然として市場ではポジションの偏りがみられるし、資金の動きは素早い

債券相場に対する全般的な売り傾向と長期金利の上昇傾向は、先々週にも見られたものである。先週月曜日のレポートでも筆者は長期金利の上昇トレンドに言及して、アメリカの指標30年債の利回りが5%を上回ったことを指摘しておいた。むろん、日本の長期

金利の上昇傾向も目立っていた。その上での先週の世界的な長期金利の上昇（債券相場の売り）である。

筆者は、先週のパニック的な債券売り、それに伴う長期金利の世界的な上昇に大きなきっかけを与えたのは、ウォール・ストリート・ジャーナルの記事だったと思っている。これはニューヨーク時間の6月6日の朝に新聞となって出たが、サイトにはもっと早くに掲載され、確か筆者は日本時間の6日の日中にはこの記事がサイトで見たと記憶している。全般的なディスインフレ下においても、世界市場におけるインフレ圧力醸成のプロセスや段階についていつも気にしているので、記事のリードに目を通し、USBメモリーに保存措置を取った。

この記事は世界中の物価や賃金の動きを同社の取材網を通じて集め、この新聞が先々週にも取り上げた「インフレ懸念」の根拠を事細かく指摘している点に特徴があった。

### 《 Years of Global Growth Raise Inflation Worries 》

見出しと最初の3パラグラフは以下の通り。

「Years of Global Growth Raise Inflation Worries.

**Chinese, Indian Labor Long Damped Prices, But Effect Is Reversing**

For the past decade, low-priced labor from China, India and Eastern Europe has helped much of the world enjoy economic growth without the sting of inflation. Now that damper on prices is beginning to reverse -- and global inflation pressure is starting to build.

Companies in many countries are operating at close to full capacity, facing shortages of everything from land to equipment. Western workers and their low-cost rivals both are winning higher pay, thanks to rising demand. In some cases, the global links of the economy are increasing costs rather than lowering them, as far-flung businesses compete for the same resources.

Central banks are increasingly worried about spare production capacity running out -- which could force them to raise rates to their highest level in years to stave off inflation. That could puncture the ebullience of stock and bond markets, which have become accustomed to a rare combination of fast growth, low inflation and low interest rates.

「過去10年というもの、中国、インド、東欧の低賃金労働者のおかげで世界はインフ

しなき経済成長を謳歌してきた。しかし今やこうした物価抑制要因は逆転しつつあり、世界的にインフレ圧力は強まりつつある」

「多くの国で企業はフル操業状態となっていて、土地から装置までの不足に直面している。西側諸国でも低賃金国でも労働者は労働力需要増大で賃上げを獲得しつつある。世界経済グローバル化のよりの企業は、同じリソース（資源や労働力）を競って取り合う関係の中にあり、これはコストを引き下げるよりは引き上げる方向に傾きつつある」

「世界各国の中央銀行は余剰生産設備の枯渇に懸念を強めており、インフレ回避の為に数年来の高い水準への金利引き上げを余儀なくされている。これは、高成長・低インフレ、そして低金利という希な組み合わせに慣れた株式市場や債券市場の楽観論を一刺しするだろう」

この記事が出た後の市場の動きを見れば、まさに「一刺し」が起きたわけだ。この記事の詳細を見ると、実に広い視点をもって文章が書かれていることが分かる。世界各地に現象を追っているからだ。そういう意味では説得力がある。例えば以下のような文章もある。

「Even the price of Chinese exports such as furniture and clothing is rising, and provincial authorities there raised long-stagnant -- and still tiny -- minimum wages by an average of 21% last year. Indian outsourcing giant Infosys Technologies recently raised entry-level wages 10% and expects to do so again amid increasing competition for its workers.」

中国やインドでの労働賃金の大幅引き上げにも触れているわけである。またこの記事は他のパラグラフでは、余剰生産施設の減少にも言及している。

むろんこの記事は、これまで世界的なディスインフレの元凶と見られていた要素が残っており、それが世界経済の中でワークしている現実にも触れているし、世界のインフレ率が依然として低いことも指摘。

「To be sure, globalization still is helping contain some price pressures, and growth is still strong. Inflation remains moderate, at around 2% in industrialized countries and not much above 5% in many developing countries. The lack of price pressure has allowed central banks to leave their short-term interest rates 1.25 percentage points lower, on average, than at the peak of the world's 1990s economic boom, J.P. Morgan says -- even though the world economy is growing even faster now.

The flood of cheap imports into the U.S. has benefited consumers there and subtracted about one percentage point a year from U.S. inflation for the past decade,

says the International Monetary Fund. Goldman Sachs economists said in a report last week, "There are pockets where inflation has risen more than expected, but the most recent evidence ... is that inflation is receding," especially in the U.S. and Japan.」

しかし記事はこうした点にも触れながらも、結論への導入部分で次のように指摘する。

「Still, signs are now multiplying that global growth is fueling inflation rather than restraining it, says Richard Fisher, president of the Federal Reserve Bank of Dallas and a nonvoting member of the Fed's policy committee. "More and more, I hear people complain about the rising costs of [hiring] Indian M.B.A.s or the wages paid to Chinese workers," he says. As an inflation-damper, he adds, global capacity has gone from "tailwind to a headwind."」

つまり今まで安かったインドのSEも、中国の労働者も高くなってきてしまった、と言っているのである。それはその通りで、中国の沿岸地方における労働者の賃金が上がってきているのは周知のことだし、筆者が去年インドに行ったときでも、「インドは間もなく50万人ほどのSE不足に陥る」との見方が新聞に載っていた。不足なものの値段は上がる。そういう意味ではかなりまともな記事である。

### 《 still more disinflation pressure 》

ただしこの記事には、私が今の世界におけるディスインフレの一つの大きな要素と考えているポイントに関する指摘はない。それは、デジタル・ネットワーク社会が持つ「経済活動の効率化」「通信の発達をもたらす経済活動効率化」の「ディスインフレ効果」である。筆者は依然としてこれが非常に大きいと考えているので、これは大いに気にかかる。

私はベルリンの壁崩壊後の世界的なディスインフレ傾向の大きな背景は、ウォール・ストリート・ジャーナルが指摘する中国やインド、それに東欧における安い労働力の市場経済への参入に加えて、デジタル・ネットワーク革命が大きいと思っている。ウォール・ストリート・ジャーナルの記事には耳を傾ける価値はあるが、後者に対する記述がないのは今の世界が「インフレ圧力」に晒されていることをやや強調したかったのかも知れない。なぜなら、グリーンスパンなどはネットワーク革命の持つディスインフレ効果を何回も指摘しているから、ウォール・ストリート・ジャーナルの記者がそれを知らないはずはない。あえて触れなかったとも思える。

筆者もウォール・ストリート・ジャーナルの記事がタイムリーだったことは認めるし、既に局地戦として始まっているインフレへの懸念を一気に市場で強めたことは確かである。アメリカの長期金利が大きく、パニック的に上がったのはこの記事が出た後だから、記事の

効果は絶大だった。

しかし記事だけで相場は動かない。ここ数年ずっと、短期金利が上がる割には長期金利が上がらないことに対して、市場の「(なぜだろうという) 疑念」が強まっていたことは確かである。グリーンスパンはこれを「なぞ (conundrum)」と呼んだ。もともとなぞだったわけだから、不思議が重なっていて、時期的にも世界的に債券市場に「痙攣」が来る時期だったとも考えられる。

筆者はこの記事が持つ指摘の鋭さ、それに幅広い材料を集めている記事の厚さを認めながらも、市場に対して「これからは必ずインフレになる」という説得力には欠けるものがある、との見方である。中国やインドの労働者の賃金が上がり始めていると言っても、それは極限られた、優秀な技能も持つ人の話であるし、貧しい民の増加に対処して当局が最低賃金を引き上げているケースも目立つ。中国などについては、企業は工場をベトナムなどに移す動きをしているところもある。としたら、途上国のインフレ懸念はまだ弱い。

そもそも90年代以降の世界経済の非常に顕著な特徴は、「インフレ懸念」と言っても、それは70年代、80年代のそれとは全く質的に違うということである。であるが故に、原油価格が70ドルに接近しようとする今でも、世界的なインフレは起きていない。

筆者は今後の展開をこう予想する。

- 1 . これまでよりはインフレのベースが世界的に上がってきたことは確かであり、その面でのインフレ懸念は残るが、先週のような金利上昇に対しては「行き過ぎだった」との見方が強まる可能性が高い。ニューヨークの金曜日午後の債券相場が、大きく安値から反発（債券利回りの低下）したのはそれを物語っている
- 2 . この結果、米長期金利は10年債で見ると5%近傍で一端落ち着き処を探す動きとなろう。長期金利の上昇が一服した段階で、これを嫌気して下げていたニューヨークの株価は落ち着きを取り戻すはずで、その兆候は先週金曜日におけるダウ平均の150ドル以上の上げに示される
- 3 . しかし、米金融機関の中で「次のFOMCの一手は下げ」を見る向きがなくなったことでも示されるとおり、金融市場は「次の利上げ」の時期やタイミングを探る動きとなり、その観点では新値追いを続けたニューヨークの株価の上げ足は鈍くなる
- 4 . こうした状況の中では、実は利上げサイクルの最後の局面かもしれないが、先進各国中郷銀行は新たな利上げの可能性を探ることになる。先週ニュージーランドは短期金利の誘導目標を8.00%に、ECBは4.00%に引き上げた。日銀も福井さんの本音は「早期利上げ」だろう
- 5 . 為替市場は、こうした世界の金利動向に敏感に反応するだろう。現在の金利差も大きなファクターだが、先行き見通しの変化も重要で、当面の基調は依然として円安だが、既に円安水準が相当進んだ段階であることを勘案すれば、円が大きく反発する局面も今後は出てくる

いずれにせよ、先週一週間の動きは、最近にない急激なものだった。株価も大きく振れた。一番安定していた債券市場の動揺は、他のマーケットに大きく波及した。先週筆者は月曜日のこのニュースで

「しかし筆者は、相場の動きが一方向的に過ぎるなど、今の市場にはやや慎重な注意を払った方が良いと思う。トレンドに逆らうことはないが、原油相場やトウモロコシ相場で起きたことが世界の株式市場で起きてもおかしくないし、ポジションの巻き戻しの中では円相場の反発は大きなものになるだろう。」

と警告したが、相変わらず資金の動きは素早い。こうした不安定な状況は暫く続くだろう。金利の上昇局面には特に特徴的な局面である。

今週の主な予定は以下の通りである。

6月11日(月)	1～3月GDP(2次速報)
6月12日(火)	5月国内企業物価 5月消費動向調査 グリーンスパン前米FRB議長講演
6月13日(水)	4月鉱工業生産(改定値)・設備稼働率 米MBA住宅ローン申請指数 米5月小売売上高 米4月企業在庫 米ベージュブック
6月14日(木)	5月首都圏マンション販売 日銀政策決定会合(～15日) 米5月生産者物価 5月北米半導体製造装置BBレシオ
6月15日(金)	4月第3次産業活動指数 4月景気動向調査(改定値) 日銀金融経済月報 福井日銀総裁記者会見 米5月消費者物価 米6月NY連銀製造業景気指数 米5月鉱工業生産・設備稼働率 米6月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報) バーナンキ米FRB議長講演

今週は、グリーンスパン、バーナンキという旧新の FRB 議長の講演がある。前回はともに「市場の慢心」に対して警告的なものだったが、今回はどうだろう。日銀政策決定会合の後には、福井総裁の会見も予想される。経済指標も多く出る。

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。日曜日は俄にかき曇って雷が鳴るなど、夏を思わせるような天気でしたが、考えてみれば梅雨はこれから。先週ニューデリーから来た友人によると、同地では45度という熱波らしいのですが、それほどでもないにしても日本も暫くは暑い時期になりそうです。

ところで先週は、神戸の下町と言える三宮の込み入った店舗街の中で数時間を過ごしました。驚いたのは、その店の数です。食べる場所、飲む場所、その他。実に多様な店があって、「これは競争が大変だ」と。神戸や三宮にくるのはそれほど珍しいことではないのですが、今まではたいていは用が済んだら直ちに帰るというパターンが多かったので、ちょっと興味深かった。

神戸に詳しい人に聞くと、予想通り店の盛衰も激しいらしい。その中で、「もう35年もフライパン握っている。もうやめたい」という女主人のいる店に連れられて行きました。「蓬莱亭」というのですが、店は狭いし、この女主人は一見愛想がない。

しかし「私のおじいさんが台湾で仕入れた料理を今でも出している。その意味では、100年前の台湾の料理」という今では東京でも、関西でも見かけない料理を食べました。料理というか、鍋料理。鍋物研究会の広報部長ですから。これが塩で味付けしただけなのに、メチャ美味い。サイトに載っている腸詰めなどもいただきましたし、マコモだけでも良かった。火鍋の雰囲気だが、火鍋ほど辛くはない。

一見愛想がないが、暫く話していたらお茶目な方で、「じゃ、やめて何するんですか」と聞いたら、「それがないから困る。だからずっとやっている」と。「じゃ、ずっとおやりになつたら」といった会話になった。ははは、面白かった。

それにしても、あの三宮にある店を探索するのは楽しそうだ、と思いました。なにせ半端じゃない。気が付いたのは、結構「お寿司」の店がある。鮪はもともと関東とされている人間なので、神戸の鮪がどんなにかも後々知りたいと思いました。

*《当「ニュース」は住信基礎研究所首席研究員の伊藤(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。》*