

情報 報道になるためのコツってありますか？とセミナーや講演会などで問われたとき、必ず披露するエピソードがある。以下、思い出すままに...

**疑問が生じたら
まずは電話で質問を**

相当前の話だが、世界的なチェロ奏者のヨーヨー・マが、あるインスタントコーヒーのCMに出演。とても魅惑的な独奏曲を奏でていた。私は、どうしてもその曲が録音されているCDが欲しくなった。そこで、ためらわずテレビ局に電話をかけたのだ。

質問の意図を伝えると、すぐさま「視聴者相談コーナー」に回された。そして曲目を問うと、わずか十数秒後に「お客様のおっしゃっている曲は、コダーイ作曲の無伴奏チェロソナタ3番の最初の部分です」と教えてくれたのだ。

早速その曲名と「ヨーヨー・マ」をキーワードに、銀座のY楽器に出向いて目当てのCDを買い求めることができた。

また別の日のこと。事務所から

見える窓外の風景をぼんやり眺めていて、ふと思い立った。

「東京都下で一番高い地点はたしか雲取山。2000メートルをちょっと越したくらいだっけ。じゃあ、東京23区内では？」

取り急ぎ東京都庁へ電話。趣旨を話すと、電話交換者はいささか戸惑いながらも「とりあえず統計課におつなぎします」と。その先に件の質問をぶつけてみる。

「ちょっと待って下さい」に続いて約十秒で「はい、地面で一番高い地点は練馬区関町北4丁目32番地で、標高、そう海拔ですね、54・0メートルです。」「どうもつかぬことを聞いて、すみません」と電話を切ろうとすると「あ、ちなみに一番低いところも申し上げますようか。江東区北砂4丁目3・0メートルですね。」「4丁目何番地なのでしょうかね?」「番地の記載はありませんね。多分河川敷か何かではないでしょうか。」

そこで思う。そうか、高低差は57メートルか。57メートルって言えば大きなオフィスビルの1階分

「はい。では国債課におつなぎします」
「10月半ばに発行される個人向け10年、5年国債の発行条件、いや応募者利回りはいつ発表になりますか?」
「はい。ちょっとお待ちください。...9月2日ですね」
「2日の何時頃ですか?」
「ええ、午前中には発表します」
「ネットサイトでも同時に公表されますか?」
「はい」

某月某日。ある証券会社の無料セミナーで配布されたパンフレット中に「購入頻度別消費者物価指数」なる文言があった。「2009年7月には「年間購入頻度が9回以上15回未満」の項に「マイナス7・2%」とある。これに「えっ?」と思ったのだ。自分の不明を恥じながら申し上げるのだけれど「だって、この間、総務省が発表した7月のインフレ率は、全国平均でマイナス2・2%じゃなかったの?」と。

そこで改めて思い直した。「同じ消費者物価指数でも購入頻度別

「個人向け国債の発行条件の発表日について知りたいのですが」

角川総一の



マーケット・リテラシー

金融市場を読む、解く、話す力を養う

File 053

マーケット情報に強くなるとっておきのコツとは?

**分からないことは調べない!
まずは知っている人に聞いてみる**

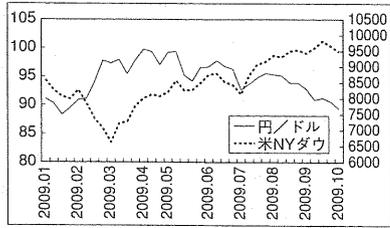
**分からないことは
知っている人に聞いてみる!**

分からないことがあれば、それがどれだけ個人的な興味と関心に過ぎないことであっても(興味、関心はおおむね個人的なことです)、一番知っているであろう相手に直接聞くこと。

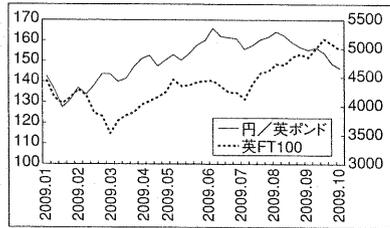
教わるために電話する場合の基本。腰を低くして「忙しいところ申し訳ないのですが」という姿勢で対すること。これさえわかれば、まず95%はきちんと対応してもらえる。それどころか、こちらが期待した以上の情報を教わることも珍しいことではない。もちろん「いち市民なのですが」「一般人なのですが」で聞く。

そう、改めて振り返ってみれば、平均週に4〜5回はいろいろな官庁、市町村の役所、上場企業、放送局、出版社、銀行、生命保険会社、証券会社などに電話しているかな。この手の情報ライン(?)をいつでも自由に使えると思えば、いっただいりるだけで、私にどれだけの助けがあるか?!

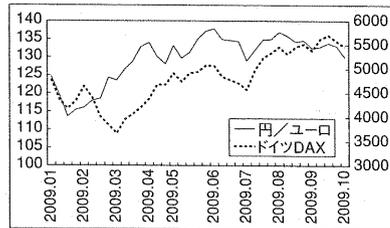
図表1 米ドル相場と米株



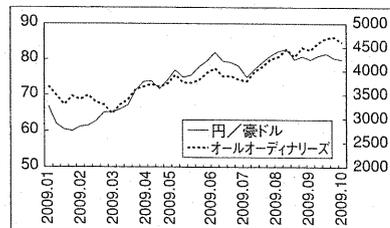
図表2 英ポンド相場と英国株



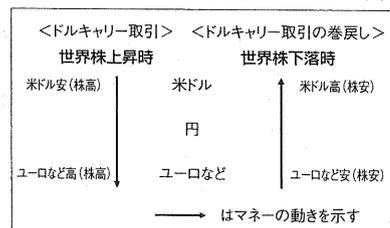
図表3 ユーロ相場と独株



図表4 豪ドル相場と豪州株



図表5 ドルキャリア取引とその巻戻しの図



側。つまり「株が安い。米国の雇用データも予想以上に悪かった」とき。このときにはマーケット関係者は「みんなリスクをとりたがらなくなっている」「ちょっと怖いので、これまで米ドルで調達してユーロ、豪ドルなどで運用していたお金を米ドルに戻しておこう」と考えるのだ。この場合にはドルが買われて高くなり、ユーロなどの通貨は下落する。

以上の事実を知ることは、現在のお金の流れを知る原点。さらに言えば、世界経済を見るための必須の視点だ。

さて、このグラフ（現実）からあなたは何を連想できるか？

まず、グラフから容易に分かること。米国と他の3国では、最近の株価と為替の関係が異なっていることだ。ことに今年2月以降はその関係がほぼ逆だ。丁寧について以下のようになる。

①米国では株価の強弱と通貨ドルの強弱がまるきり逆。つまり、株安のときにはドルが強いし、株高のときはドルが下がっている。

②米国以外の三つの国は米国とは逆。株価と通貨の強弱感が同方向で動いている。

なぜ、こんなことになるのか？ お分かりだろうか。これがまず第一問だ。この答えがお分かりの方は、昨今のグローバル市場を巡るお金の流れの基本メカニズムを了解されている方だ。このメカニズムをキーワードで示そう。「ドルキャリア取引とその逆流」だ。一緒に考えてみよう。

まずは「景気回復への信頼感が高く、世界的に株が高くなっていくとき」。このときには、グローバル市場を巡っている多分に投資

外国株式へ投資する
ファンドの見方に強くなる

では、このことが分かったとして、これが具体的に金融商品を見る場合にどんなふう役に立つのか。これが第二問だ。「ああ、逆なのね」。これで終わってしまっ

「でも私たちは外国株式投資など扱っていないもの」と言わないでいただきたい。多くの銀行など金融機関の方もれっきとした外国株式を販売しておられるのだから。いわゆる「グローバルバランス型ファンド」や「外国株式ファン

も外国株式が含まれている。ここまでくれば、以上のメカニズムをどのようなアドバイスとして生かすか、おのずから明らかだ。グローバルバランス型ファンドなどの国際株式型あるいはパランス型ファンドにおいて、その運用成績の安定度を見るためには「米ドル建て資産の比率がどの程度であるか」が重要なメルクマールなのだ。もちろん米ドル建て資産のシェアが高いファンドのほうが、ユーロ、英、豪あるいはBRICS諸国へのシェアが高いファンドよりボラティリティ（基準価額の変動率）が低いと言える。

米、英、豪の株価と
対円相場から何が見える？

今回はちょっとした連想ゲームを楽しんでもらいたい。いささか唐突であるが、以下の判じ物にチャレンジしてもらえないだろうか。チャートが四つ並んでいる（図表1〜4）。各国を代表する株価指数とそれらの通貨の対円相場の推移を並べておいた。

さて、このグラフ（現実）からあなたは何を連想できるか？

まず、グラフから容易に分かること。米国と他の3国では、最近の株価と為替の関係が異なっていることだ。ことに今年2月以降はその関係がほぼ逆だ。丁寧について以下のようになる。

①米国では株価の強弱と通貨ドルの強弱がまるきり逆。つまり、株安のときにはドルが強いし、株高のときはドルが下がっている。

②米国以外の三つの国は米国とは逆。株価と通貨の強弱感が同方向で動いている。

なぜ、こんなことになるのか？ お分かりだろうか。これがまず第一問だ。この答えがお分かりの方は、昨今のグローバル市場を巡るお金の流れの基本メカニズムを了解されている方だ。このメカニズムをキーワードで示そう。「ドルキャリア取引とその逆流」だ。一緒に考えてみよう。

まずは「景気回復への信頼感が高く、世界的に株が高くなっていくとき」。このときには、グローバル市場を巡っている多分に投資

色の強いマネーはどう考えるか？ 「リスクをあまり気にする必要がない。今や世界一金利が低いドルを調達して、日米以外の高金利通貨あるいは成長力が高い国の株を買おう」と目論む。つまり、ドルが売られてユーロ、英ポンド、豪ドル通貨などが買われる。当然このときには「米株高・ドル安」であり「ユーロなど株高・ユーロ通貨など高」だ。これを示したのが図表5の左側。

これと逆にお金が動くのが右

角川総一の
マーケット・リテラシー
金融市場を読む、解く、話す力を養う
File.064

チャートを並べてみると世界のお金の流れが一目瞭然！
米国とそれ以外の国で株価と為替相場の
関係が逆であることをご存じですか？

10

月中旬、沖繩のある銀行で2日間の「経済金融基礎講座(マーケット・リテラシー)」セミナーを担当した。そのセミナー終了後、こんな質問を受けた。「忙しい朝に、日経新聞を読むことは何かありますか?」

この種の質問を受けることはままある。沖繩は今年から日経新聞を現地で印刷できる体制になり、これまでの朝刊のみを東京や福岡から航空便で送る体制から、三大都市圏と同じように朝夕刊がスピーディーに宅配されるようになった。それだけ情報量が増えたということだ。

さてこの質問に対して私は以下のような話から始めるのが常だ。

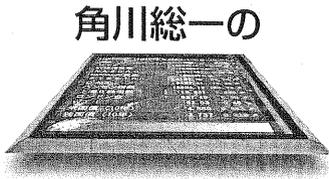
第一に「新聞は一度に読む」という固定観念から自由になるということ。多くの方は、朝刊は朝だけ、夕刊は夕方から夜にかけて読むものと思込んでいます。しかし私は、日経朝刊であろうと夕刊であろうと、それを「一度」に読む必要はまったくないと思う。それどころか、仕事に向かう前に、日経新聞に30分以上の時間を費やす

ことのできる人はほとんど稀で、1時間あるいはそれ以上の時間を費やすことのできる人は、相当ヒマな(失礼、一部の管理職の方を除いて)御仁ではないか。

3つのステップで重要な記事をチェック

そこで、その日の仕事で頭の中がラッシュ状態の人にお勧めしたいのが、「World Markets」のデータをざっと見ておくこと。ここには「中面を開かなくてもこの程度のマーケットデータは知っておいて欲しい」というメッセージとともに、株価(日経平均株価・NYダウ)、為替相場(ドル円、ユーロ円相場)、金利(わが国の10年国債利回り)と商品市況(ドバイ原油)の6つのデータが矢印とともに掲載されている。

これは言うまでもなく、実体経済の動きを先見的に示すマーケットデータの中で最も重要度の高いデータのみを示している。貸出あるいは投資信託などの金融商品在日常的に取り扱う金融機関スタッフにとっては特に必須のデータに



角川総一の
マーケット・リテラシー
金融市場を読む、解く、話す力を養う

File.036

なる。

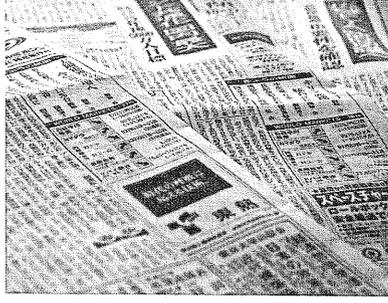
次の第二ステップは、1面トップ記事の見出しと前文(リード)だけは目をとっておくこと。これは直接業務に関係のないテーマであっても、1〜2分程度で軽く読み流しておく。

続く第三ステップは、10分程度を費やし、各面の見出しだけを斜め読みする。そのとき、右手には赤ペンを持つ。そして「この記事は読んでおきたいな」と思う見出しにチェックを入れておき、最終

面まで1ページ30秒くらいで見出しだけをざっと拾っていく。多分3つか4つ程度は見出しの上に赤字でチェックが入ると思う。

とりあえずここで忙しい朝の15分日経新聞ウォッチングは終わる。「どうしても日経新聞の1面から見ていく気にはならない」という方は、第一ステップの「World Markets」をチェックした後、最終面「文化」の「交遊抄」「文化往来」「私の履歴書」などを眺めたいので、1面に戻って見出しを斜め読みしていくのもいい。

もう少し時間の取れる方には、次の2つの記事をお勧めしたい。



気になった記事を週末にまとめて読むこともお勧め

一つは、1面の肩(左上隅)に掲載されていることが多い囲み記事(大抵は連載記事)。ここでは旬の話題を複数の記者からなるグループが執筆するのが一般的だが、現地取材をフルに活用して相当掘り下げた内容であることが多い。ちなみにこれを書いている10月23

日の朝刊では「大転換 第6部 危機からのニッポン再生④」「メロイド・バイ・ジャパン」なる記事が掲載されている。

もう一つはマーケット総合面の左面の左肩(左上隅)にある「大機小機」なる匿名コラム記事。これは、日経新聞全体の中でもっとも多く読まれているコラムで、政府系エコノミスト、学者、高級官僚、産業界の要人、日経新聞社の編集委員・論説委員などが高度に保証されている匿名制を利用して、本音を書くことで有名だ。

こうしてチェックを付けた記事は、昼休みあるいは午後以降の比較的時間にゆとりができてから読むことにするといいたい。とりあえず1日刻みで考えた場合、以上の日経新聞対策が有効だと思う。

さらに新聞という分野に関してだけいえば、気になった記事を週末にまとめて読むという時間を1時間でも2時間でも持つことをぜひお勧めしたい。

ラジオを先に聞くことでニュースの輪郭をつかむ

このほか経済関連ニュースに強くなる方法として、家を出るまでにラジオを積極利用することもご紹介しておいていいと思う。以下は多少私の趣味も混じり、かつ東京地区の固有の事情もあると思うがご容赦いただきたい。

まずお勧めしたいのは、TBSラジオで7時過ぎから流れる「森本毅郎・スタンバイ!」の1コーナー「ニュースズームアップ」。

その日の重要ニュースについて、時事関係を紹介するだけでなく、日替わりのコメントーターが簡単に解説することが最大の持ち味だ。ここで取り上げられるネタは、政治や経済、国際関連という比較的堅いものが多い。また、月曜日から金曜日まで日経、東洋経済、生命保険会社のシンクタンク

などの専門家が決められた曜日に登場、1日あたり4つか5つ程度のニュースについて、独自の分析を加えたりするのが面白い。

私は7時からこの番組とNHKニュースをチャンネルを切り替えながら聞くのを常としている。NHKは重要ニュースを淡々と読み上げていく。もちろんNHKが朝流すニュースだから、解説らしい解説はなく、アナウンサーが「淡々と」読んでいくだけだ。

そのほかには、相前後するが「ニュースズームアップ」が始まる直前の「朝刊読み比べ」というコーナーがある。このコーナーは、その日のニュースを1つピックアップし、各全国紙がどのような論調でそれを取り上げているか分かりやすく報じている。

私はこれらのラジオ番組で、その日の主な政治、経済、国際ネタを中心にざっと聞き流した後、日経新聞などの全国紙に目を通すことが多い。異なる媒体で同じニュースを追っていくことで、そのニュースの内容、輪郭がよりはっきりしてくる。

時間がない朝に重要なニュースを捉える方法とは?

段階的にニュースを取り入れ 内容・輪郭を明確化しよう

MARKET LITERACY

長

期金利が不気味に上昇している。多くの金融機関で「フラット35」などの長期固定ローンの金利が上昇したことはご存じだと思ふ。これは期間10年の長期国債の流通利回りに代表される長期金利が上がってきたからだ。

ところで、この金利上昇に関連して昨今よく見かけるイデオロムがある。「良い金利上昇、悪い金利上昇」だ。あるいは「悪い金利上昇の兆し？」といったフレーズも目にする。あるマーケットの動きについてそれが「良い」とか「悪い」とは何を指しているのか。そこで今回は、あるマーケットの動きについて、それが「良い」とか「悪い」というのが一体どういうことかを考えてみる。

良い円高、悪い円高のストーリーとは…

まず「良い円高」と「悪い円高」について。一般的には輸出企業にとって円高は「悪い」し、石油、電力、商業など輸入依存あるいは内需関連企業にとって円高は「良い」。否、こゝでは「良い」

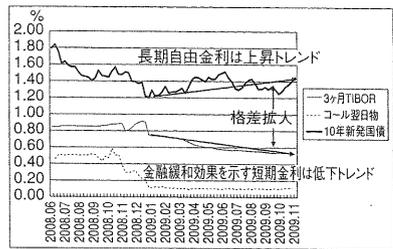
「悪い」という言葉より「歓迎すべき」「歓迎すべからず」と言いたほうがよいかもしれない。

別の見方をしてみよう。わが国の企業景気も個人消費も絶好調、ファンダメンタルズも海外諸国に比べて良好で、株価も上昇基調を維持しているケース。この場合には、諸外国から見ると日本は投資に値する国・通貨であり、実際に円が買われるのが原則だ。これは文句なしの「良い円高」だろう。

このとき、輸出型企業であつても多少の円高は吹き飛ばすくらい企業業績の伸びが見られるとすれば、願つたりかなつたりだ。もちろん円が高くなつているので、同じ円を準備してもどんん蓄積な海外旅行ができる。10万円準備したとして、1ドル＝100円のとときには1000ドルしか使えなかつたのに、1ドル＝50円になれば2000ドルとして使えるのだ。

逆に「悪い円高」というのはどんな円高か？ ここでは円高・ドル安と考える。米国の不動産市況が低落、個人消費も急減する中で米国経済がリセッションに陥つた

図表1 悪い長期金利上昇が始まったのか？（日本の場合）



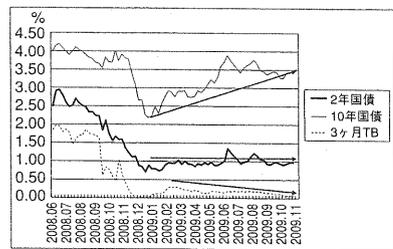
産業の根幹を占める輸出依存型企業が総崩れ。円高なので海外旅行は有利だが、国内企業の多くが青息吐息なので、労働者の賃金は上がらないどころか下がる。つまり、わが国の個人消費も伸びない。円高による輸入品の価格引下げ効果もあまり効かない。

こうしてみると、円高が「良い」か「悪い」かを決める最大の要因は、需給バランスのありようだということが分かる。

「良い金利上昇」「悪い金利上昇」とは…

では、昨今の「良い金利上昇」

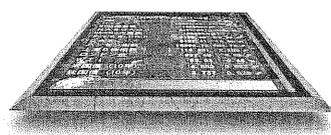
図表2 悪い長期金利上昇が始まったのか？（米国の場合）



「悪い金利上昇」をどう見ればいいのか。「良い金利上昇」とは、民間から自発的かつ積極的な資金需要があるために銀行の貸出金利が上昇し、社債の発行が増えるため、社債の発行が増えるため、という状態。もちろんこうした金利の動きを先見する格好で、最も敏感な10年国債の市場流通利回りも上がる。

これに対して「悪い金利上昇」の最たるものは、景気が悪い→企業業績も悪い→企業からの法人税が急減→歳出を減らすわけにはいかず景気対策のために財政支出を増やさなければならぬ→税収不

角川総一の



マーケット・リテラシー

金融市場を読む、解く、話す力を養う

File 056

「良い金利上昇」「悪い金利上昇」って一体どういうこと？

懸念される長期金利の上昇、 国家の歳入歳出の見通しをウォッチせよ!

MARKET LITERACY

足分を国債の発行でまかなう→国債が(当初計画比で)増発される→供給過多になりそのものの自体の価値↓価格が下がる→国債の利回りが上がる、というもの。

つまり「景気がよく資金需要が多いから金利が上がる」のではなく、「景気が悪くお金がないために無理してもお金を調達しなければならぬ」から上がるのだ。

国債の大量発行が懸念される長期金利上昇へ

図表1、2で日米の長短金利の動きを示しておいた。日米ともに短期金利は金融緩和的な政策を受けてこれまで緩やかに下がってきた。このような時期には中長期金利も下がることが多い。しかし、日米ともに長期金利はトレンドとしてむしろ逆。上がっている。

現在、日米を問わず企業・家計部門からの積極的な資金需要は極めて乏しい。にもかかわらず長期金利がじわじわ上がってきているのは、明らかに両国の国債の増発に対する懸念が反映されていると見るべきだ。

日本では来年度の一般会計は95兆円という史上最高レベルの予算が組まれる。法人税収が予想以上に急減している中でこの財源を確保しなければならぬ。これを可能にするためには国債の増発が不可避だ。子ども手当・出産支援などの教育・子育て関連予算で歳出が急増、ガソリン税暫定税率の廃止ならびに高速道路の無料化による税収不足がさらに進む。切り札は国債の発行しかない。

米国でも総額7800億ドルに上る景気対策のための国債増発が行われており、11月で切れる予定だった住宅減税を来年4月まで延長し、失業保険の給付を拡充することが決まった。つまり国債の発行額はさらに膨らむ。

さて、これからどこまで長期金利は上がるのか？ しばらくは、わが国だけでなく、米国も含め、国家の歳入と歳出のバランスの見通しが微妙に揺れるに注目があつて長期金利が動く点に注目して、10年国債利回りの動きをウォッチしておくといひだろう。

い ささか唐突だが、以下の設問にお答えいただきたい。

(問1) わが国の株の高値は1989年末。さて、このときの平均的な株価水準からすれば、現在のほどの程度下に位置しているか？

(問2) 今年3月初旬、わが国の株価はバブル崩壊以後で最安値をつけた。さて、このときから見れば、12月初旬の株価水準はどの程度(何%程度)上がってきたか？

結論から言うと、一般的には、答えはそれぞれ2つずつある。まず問1の答えは「4分の1」と「3分の1」。問2の答えは「40%上昇」と「23%上昇」。どちらも正しい。もちろんそれぞれの前提が異なっているのだ。

**ファンダメンタルズ重視
TOPIXのほつちを重視**

私たちは、いとも簡単に「株が上がったね」と言う。そして、多少なりともそこに定量表現を与えようとした場合「バブルの最高値の4万円弱から見ると、現在は、ほとんど4分の1の水準にまで下げていることになるね」となる。

ここで言う「4分の1」とは、言うまでもなく「史上最高値をつけた1989年末の3万8915円」に対する、現在の「1万円前後の水準」の位置のこと。

ところで、機関投資家やファンダメンタルズ、年金の運用担当者などは、日経平均株価以上に東証株価指数(TOPIX)を見る。

彼らにとって日本株の平均的な姿とは、TOPIXなのだ。彼らは「日経平均に勝った」と言っている喜ばない。「TOPIXに勝った」で、はじめて「市場平均を上回る運用ができた」と評価する。日経平均株価は、東京証券取引所に上場されている1700を超え全銘柄のうち、ただだか225銘柄だけで構成されている。これに対し東証株価指数(TOPIX)は、東証第一部に上場されている全銘柄を対象にして算出されている株価指数だ。

ちなみに、日経平均株価とTOPIXの最も重要な違いは、前者が「発行済み株式数を一切考慮しないので、株価水準が高い銘柄(II値高株)の影響を受けやすい」のに対し、後者は「時価総額方式であるため、発行済み株式数が多い大型企業の株価変動の影響を受けやすい」こと。

もう少し現実的に言うと、金融、自動車、大型電機銘柄が動くときにはTOPIXが大きく変化し、ハイテク、一部の小売、半導体関連銘柄などが主導して相場を上げていくときには日経平均株価が大きく上昇しやすいのだ。冒頭の問いに戻ろう。

角川総一の



マーケット・リテラシー

金融市場を読む、解く、話す力を養う

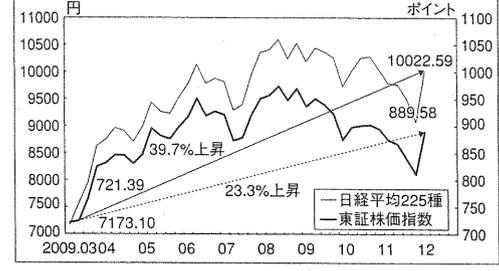
File.097

日本株の市場平均を表すのは日経平均株価？ それともTOPIX？

対象となる銘柄数や算出方法が違えば 株価指数の推移は大きく違って見える

MARKET LITERACY

図表1 東証株価指数に比べ断然上昇率が高い日経平均株価



図表2 日経平均株価、東証株価指数の上位構成銘柄

日経平均株価		TOPIX (東証株価指数)	
企業名	構成比	企業名	構成比
1 ファーストリテイリング	6.31%	1 トヨタ自動車	4.38%
2 ファナック	3.27%	2 三菱UFJFG	2.64%
3 京セラ	3.09%	3 ホンダ	2.20%
4 ソフトバンク	2.63%	4 キヤノン	1.95%
5 ホンダ	2.48%	5 三菱商事	1.50%
6 東京エレクトロン	2.29%	6 NIT	1.35%
7 キヤノン	2.25%	7 三井住友FG	1.29%
8 テルモ	2.14%	8 武田薬品工業	1.26%
9 TDK	2.10%	9 東京電力	1.25%
10 信越化学工業	2.04%	10 みずほFG	1.21%

注1: いずれも12月8日現在のデータ
注2: FGはフィナンシャルグループの略

**ユニクロが日経平均株価に
影響を与えている**

近年、この二つの平均株価の推移がこれだけ大きく異なっていたことは少ない。なぜか。実はこの二つの平均株価の動きの違いに、現在の株式市場のコンディションが象徴的に示されている。それを知るためにぜひご覧いただきたいのが図表2だ。これは、それぞれの平均株価を示すインデックス(指標)に対して、個別銘柄がどれだけの影響力を持つか(寄与率)を示したものだ。

おそらく多くの方が驚かれるだろうが、日経平均株価に対してもっとも大きな影響力を持っているのは、かの「ファーストリテイリング」なのである。「ユニクロ」を展開する会社だ。しかもその寄与率たるや実に6.3%にも上る。富士フィルムやソニーなど、寄与率が1%程度の銘柄が5本揃って株価が1%下落したとしても、ファーストリテイリングの株価が1%上昇すれば、日経平均株価は上がるのだ。

さて、TOPIXに影響力を及ぼす銘柄(会社)と、日経平均株価に大きな影響力を持つそれとを比較していただきたい。TOPIXは、自動車、金融、電力、通信といった従来型の大型企業の値動きによって動くのに対して、日経平均株価は、商業、ハイテク、半導体関連企業の寄与率がとても高いことが分かる。

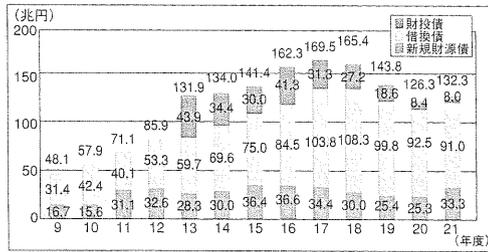
ここまで言えばお分かりであろう。2009年3月以降、今日に至るまでのわが国の株価を支えてきたのは、自動車株でもなければ金融株でもない。むしろこの間、

円高が進行してきたことを考えれば、自動車株にはアゲインストの風。さらに、9月に政権の座についた民主党の政策で、中小企業並びに個人の住宅ローン借入れの返済猶予を認めるという方針の下で多くの金融機関の株価が下落したことは記憶に新しい。

これに対して、ファーストリテイリングは別格としても、ハイテク、半導体関連銘柄は、総じて株価が順調に上値を追っていった。過去を振り返っても、TOPIXと日経平均株価の動きにこれだけの差が出たことは珍しい。その意味では、平均的な株価をチェックする場合、以上の程度の知識は持っていたほうがいっただろ。

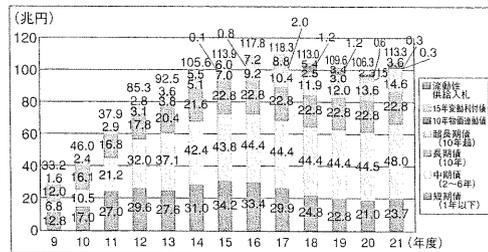
ちなみに、現在、多くの金融機関が扱っている日本株アクティブ型のファンドは、そのほとんどがベンチマークとしてTOPIXを採用している。ということは、これらを購入している顧客の立場から見れば、日経平均株価よりも、むしろ、TOPIXの値動きに近いところで基準価額が変動するということは知っておいていい。

図表1 国債発行総額の推移 (当初ベース)



財務省ホームページより

図表2 カレンダーベース市中発行額の種類別内訳の推移



財務省ホームページより

この銀行にとっては旧国債が新国債に入れ替わるだけのこと。国債を発行する国から見れば、借り換えでもらうことになる。これが借り換え国債だ。つまり借換え国債の発行では、国の債務残高は増えることはない。国の国債発行に伴って国が負う債務の増加は、「新規財源債」にかかる部分だけだ。

さて、平成21年度当初予算(国債発行計画)では、図表1にあるとおり国債発行総額は132兆円。うち新規財源債が33兆円で借換え国債は99兆円だ。そして、そ

の新しい金額の差は無視すれば、この銀行にとっては旧国債が新国債に入れ替わるだけのこと。国債を発行する国から見れば、借り換えでもらうことになる。これが借り換え国債だ。つまり借換え国債の発行では、国の債務残高は増えることはない。国の国債発行に伴って国が負う債務の増加は、「新規財源債」にかかる部分だけだ。

さて、平成21年度当初予算(国債発行計画)では、図表1にあるとおり国債発行総額は132兆円。うち新規財源債が33兆円で借換え国債は99兆円だ。そして、そ

「国債」と聞いて、まず何が思い浮かぶだろうか。2009年末で募集を終えた個人向け国債のことだろうか？ それとも、民主党が平成22年度の国債発行額を「44兆円以下に抑える」ことをメドにしているニュースだろうか？

しかし、国債をめぐる報道に、いまひとつピンと来ない方も多いと思う。例えば、2009年度の国債発行総額は132兆円と報じられたかと思うと、「新規財源債は当初予算で33兆円」だと言う。あるいは、「建設国債の増発ならまだしも、赤字国債の増発には何とか歯止めを」といった主張を目にされることもある。

多くの場合、これらの用語についての基本説明はない。そこで今回は、国債の発行をめぐる基本概念を整理しておこうと思う。

禁じられている国債発行がなぜ毎年100兆円も!?

ほとんどの読者は、国が一般会計予算を作るに際して、国債を発行して歳入を確保することは当然

だと思っただけでは、まず何が思い浮かぶだろうか。2009年末で募集を終えた個人向け国債のことだろうか？ それとも、民主党が平成22年度の国債発行額を「44兆円以下に抑える」ことをメドにしているニュースだろうか？

しかし、国債をめぐる報道に、いまひとつピンと来ない方も多いと思う。例えば、2009年度の国債発行総額は132兆円と報じられたかと思うと、「新規財源債は当初予算で33兆円」だと言う。あるいは、「建設国債の増発ならまだしも、赤字国債の増発には何とか歯止めを」といった主張を目にされることもある。

多くの場合、これらの用語についての基本説明はない。そこで今回は、国債の発行をめぐる基本概念を整理しておこうと思う。

禁じられている国債発行がなぜ毎年100兆円も!?

ほとんどの読者は、国が一般会計予算を作るに際して、国債を発行して歳入を確保することは当然

借換え国債の発行では、国の債務残高は増えない

次に、「わが国の国債発行額は100兆円を超えている」と言われるかと思えば、「平成21年度当初予算では33兆円」とか「民主党は党首自らが国債発行額は44兆円以下に抑制すると言明」とも報じられる。一体何がなんだか？と思われる方も多いと思う。

これは「国債発行総額」と「新規財源債」の区別ができていないため。国債には、すでに発行した国債の償還資金を調達するために発行されるものもあるのだ。

例えば、ある銀行が、今月満期を迎える国債を500億円持っていたとしよう。この場合、原則としてこの銀行は、この満期を迎える国債の償還金を500億円受け取るのと引換えに、この500億円の資金で新たに発行される国債を買いつけるのだ。

この銀行にとっては旧国債が新国債に入れ替わるだけのこと。国債を発行する国から見れば、借り換えでもらうことになる。これが借り換え国債だ。つまり借換え国債の発行では、国の債務残高は増えることはない。国の国債発行に伴って国が負う債務の増加は、「新規財源債」にかかる部分だけだ。

さて、平成21年度当初予算(国債発行計画)では、図表1にあるとおり国債発行総額は132兆円。うち新規財源債が33兆円で借換え国債は99兆円だ。そして、そ

世界を襲ったオイルショックによって、世界の経済成長率が一気に低落することになった。当然わが国でも法人税収が激減。建設国債だけでは歳入がまかなえない事態に立ち至ったのだ。

ここで時の議会は、「公債発行に関する特例法」を成立させた。公布施行は昭和50年12月25日。これ以降、建設目的以外でも国債を発行できるようになった。この法律に基づいて発行されるものが「赤字国債」、またの名を特例国債

だと思っただけでは、まず何が思い浮かぶだろうか。2009年末で募集を終えた個人向け国債のことだろうか？ それとも、民主党が平成22年度の国債発行額を「44兆円以下に抑える」ことをメドにしているニュースだろうか？

しかし、国債をめぐる報道に、いまひとつピンと来ない方も多いと思う。例えば、2009年度の国債発行総額は132兆円と報じられたかと思うと、「新規財源債は当初予算で33兆円」だと言う。あるいは、「建設国債の増発ならまだしも、赤字国債の増発には何とか歯止めを」といった主張を目にされることもある。

多くの場合、これらの用語についての基本説明はない。そこで今回は、国債の発行をめぐる基本概念を整理しておこうと思う。

禁じられている国債発行がなぜ毎年100兆円も!?

ほとんどの読者は、国が一般会計予算を作るに際して、国債を発行して歳入を確保することは当然

これは「国債発行総額」と「新規財源債」の区別ができていないため。国債には、すでに発行した国債の償還資金を調達するために発行されるものもあるのだ。

例えば、ある銀行が、今月満期を迎える国債を500億円持っていたとしよう。この場合、原則としてこの銀行は、この満期を迎える国債の償還金を500億円受け取るのと引換えに、この500億円の資金で新たに発行される国債を買いつけるのだ。

細かい金額の差は無視すれば、この銀行にとっては旧国債が新国債に入れ替わるだけのこと。国債を発行する国から見れば、借り換えでもらうことになる。これが借り換え国債だ。つまり借換え国債の発行では、国の債務残高は増えることはない。国の国債発行に伴って国が負う債務の増加は、「新規財源債」にかかる部分だけだ。

さて、平成21年度当初予算(国債発行計画)では、図表1にあるとおり国債発行総額は132兆円。うち新規財源債が33兆円で借換え国債は99兆円だ。そして、そ

の新規財源債のうち、建設国債はわずか7兆5000億円。25兆7000億円が赤字国債である。

さて、この平成21年度の総額132兆円の発行額のうち、これをどのように方法で消化するか。方法は大きく分けて3つある。

まず、発行条件が入札で決まるのが市中発行。もちろん入札者によって引き受けられることになる。次は個人向け販売。これは入札で発行条件が決まるわけではない。さらに3つ目には、公的部門向けがある。これは現在では、も

「国債」と聞いて、まず何が思い浮かぶだろうか。2009年末で募集を終えた個人向け国債のことだろうか？ それとも、民主党が平成22年度の国債発行額を「44兆円以下に抑える」ことをメドにしているニュースだろうか？

しかし、国債をめぐる報道に、いまひとつピンと来ない方も多いと思う。例えば、2009年度の国債発行総額は132兆円と報じられたかと思うと、「新規財源債は当初予算で33兆円」だと言う。あるいは、「建設国債の増発ならまだしも、赤字国債の増発には何とか歯止めを」といった主張を目にされることもある。

多くの場合、これらの用語についての基本説明はない。そこで今回は、国債の発行をめぐる基本概念を整理しておこうと思う。

禁じられている国債発行がなぜ毎年100兆円も!?

ほとんどの読者は、国が一般会計予算を作るに際して、国債を発行して歳入を確保することは当然

だと思っただけでは、まず何が思い浮かぶだろうか。2009年末で募集を終えた個人向け国債のことだろうか？ それとも、民主党が平成22年度の国債発行額を「44兆円以下に抑える」ことをメドにしているニュースだろうか？

しかし、国債をめぐる報道に、いまひとつピンと来ない方も多いと思う。例えば、2009年度の国債発行総額は132兆円と報じられたかと思うと、「新規財源債は当初予算で33兆円」だと言う。あるいは、「建設国債の増発ならまだしも、赤字国債の増発には何とか歯止めを」といった主張を目にされることもある。

多くの場合、これらの用語についての基本説明はない。そこで今回は、国債の発行をめぐる基本概念を整理しておこうと思う。

禁じられている国債発行がなぜ毎年100兆円も!?

ほとんどの読者は、国が一般会計予算を作るに際して、国債を発行して歳入を確保することは当然

角川総一の

マーケット・リテラシー

金融市場を読む、解く、話す力を養う

File.058

日本の法律では、国債の発行は原則として禁じられている!?

いまこそ、国債発行をめぐる基本概念を整理しておこうじゃないか

MARKET LITERACY

図表11 実質為替レートで見る行き過ぎた円安の是正過程



為替の項でも述べたが、今年高・円安要因が入り乱れている。ただし、大局的に見れば可能性が高いと思われるのが、基調的な円高・ドル安が続くことだ。理由として、世界貿易の構造調整を行うためにドル安・日欧中国高が避けられないこと、日本の為替政策を巡る交渉力の弱さがある。

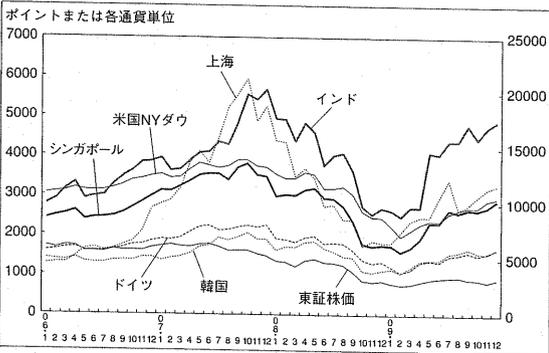
ここでは実質実効為替レートから円の動向を考える。わが国の企業の採算からみて、より実際的な実質実効為替レートで見ると、昨年12月末のわが国の円レート（実質実効ベース）はまだ2005年11月ごろの水準に戻ったに過ぎず、実質為替で見ると、まだまだ円高の余地は大きい。

そして円の実質実効為替レートが円高方向に振れるためには日本の物価が諸外国に比べ一段上がるか、名目円相場が上昇するしかない、現実的にはおそらく後者だ。

さらに、中国の対米輸出の増勢を見る限り、中国人民元相場は対ドルでいう勢的には上がつていかなるを得ない。であれば、米ドルからみて人民元と連れ高になりやすい円も対ドルで上昇する可能性が高い。

またQ2で触れたように、政策効果の息切れや米国の商業用不動産の下落による景気後退の可能性が高まれば、円キャリー取引の巻戻しによって円が買われる場面が多く見られるだろう。

図表12 圧倒的に戻りが遅かった日本の株式



政策が中心で、全体の成長戦略色が薄いのだ。また、閣内の不一致が目立つことから、経済政策の有効性に対して外国人投資家の間で疑念が広がっていることもある。

もちろん長期的には、急速な高齢化に伴う労働力人口の減少、名目GDPの1.8倍以上という国の長期債務の多さなどは、ほかの先進諸国と比べても明らかに競争力に欠ける。この観点からも日本株のウエイトを下げた外国の機関投資家が多かった。また、2009年末近くまで円高基調が続いたことも日本株上昇には決定的にマイナス材料として働いた。

今年もこうした傾向は続くと思われる。ただし7月の参議院選挙で民主党政権の基盤が多少なりとも揺るぎかねないような事態になったほうが、成長戦略への舵取り変更が期待される。その結果として、成長率の底上げ―株価の上昇につながる可能性がある。

PART2

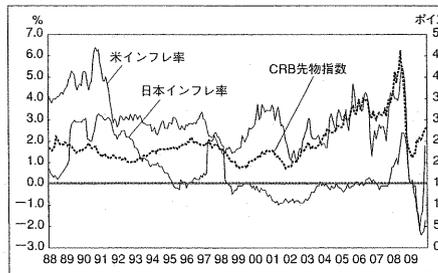
マーケット説明時のこんな質問にどう答えるか

Q1 日本では政府からデフレ宣言が出されたが、それはなぜか？ いつまで続くのか？

政 府は2009年11月20日、月例経済報告で「緩やかなデフレ状態にある」と3年半ぶりにデフレ宣言を発表した。発表に踏み切ったのは消費者物価指数が2009年4月以降6カ月以上前月に比べて下落していること、名目経済成長率が同年4月から二期連続でマイナスであることなどによる。また11月末に、日銀総裁も政府見解と同様の趣旨を語った。

今般の日本を襲っているデフレの主因は二つ。一つは外需低迷によって国内で需給ギャップが巨額に上っていること。現在潜在的な供給力に比べ、国内需要は40兆円も過小であるため物価低下圧力がかかる。もう一つは、昨年来の傾

図表10 日米のインフレ率とCRB先物指数の推移



向的な円高で輸入品価格が下落していることだ。

消費者物価指数で見たデフレの度合いは徐々に小さくなってきているが、消費者物価指数の先行指標ともいえる国内企業物価指数では、いまだ前年比マイナス4%以下、サービス価格指数も前年比でマイナス2%程度の水準だ。

米国の個人消費の持ち直しが本格化していない中、円高が進行するような場合、わが国のデフレ傾向はまだ続きそうだ。また、新興国経済を中心に成長率が鈍化するようだと一次産品価格の下落によりさらに日本のデフレ基調は強まることも考えられる。

Q2 景気の二番底が懸念されているが、それはなぜか？

実 質経済成長率を見ると2008年10〜12月期は前期比年率換算でマイナス10.2%、2009年1〜3月期はマイナス11.9%と二期連続でマイナス。その後はプラス2.7%（4〜6月）、プラス1.3%（7〜9月）となったものの、その足取りは鈍い。

今、懸念されている二番底とは、「立ち直りつつある景気に再び相当程度の下押し圧力が加わる」ことを指す。二番底への可能性には以下の三点が考えられる。

一つは、米国の経済底入れが再び暗転すること。米国の消費需要

二つ目は、再び円高が二番底を招く可能性だ。2010年1月中旬現在では90円台前半で小康状態だが、これが80円台、70円台となれば、輸出産業は総崩れとなる。だからといって内需関連企業も内需の低迷で成長性に乏しい。

そして三つ目は、2010年後半には経済対策や超金融緩和による大量資金供給の効果が一巡すること。2009年第2四半期以降の成長率プラスの大半は、経済対策効果による。これが自立した個人消費、外需増大に繋がらなければ、年半ばにも二番底入りがあるかもしれない。

Q3 円高ドル安は今後も続くとの予想があるが、それはなぜか？

為 替の項でも述べたが、今年高・円安要因が入り乱れている。ただし、大局的に見れば可能性が高いと思われるのが、基調的な円高・ドル安が続くことだ。理由として、世界貿易の構造調整を行うためにドル安・日欧中国高が避けられないこと、日本の為替政策を

巡る交渉力の弱さがある。ここでは実質実効為替レートから円の動向を考える。わが国の企業の採算からみて、より実際的な実質実効為替レートで見ると、昨年12月末のわが国の円レート（実質実効ベース）はまだ2005年11月ごろの水準に戻ったに過ぎず、実質為替で見ると、まだまだ円高の余地は大きい。

そして円の実質実効為替レートが円高方向に振れるためには日本の物価が諸外国に比べ一段上がるか、名目円相場が上昇するしかない、現実的にはおそらく後者だ。

さらに、中国の対米輸出の増勢を見る限り、中国人民元相場は対ドルでいう勢的には上がつていかなるを得ない。であれば、米ドルからみて人民元と連れ高になりやすい円も対ドルで上昇する可能性が高い。

またQ2で触れたように、政策効果の息切れや米国の商業用不動産の下落による景気後退の可能性が高まれば、円キャリー取引の巻戻しによって円が買われる場面が多く見られるだろう。

Q4 世界の株式市場において、日本の回復が遅れているのはなぜか？

新 興国や資源国、先進諸国と比べても明らかに日本の株価の戻りは遅い。その理由には、民主党政権の経済政策への疑問が国際的に高まってきたことがある。格差是正のための資産再配分

政策が中心で、全体の成長戦略色が薄いのだ。また、閣内の不一致が目立つことから、経済政策の有効性に対して外国人投資家の間で疑念が広がっていることもある。

もちろん長期的には、急速な高齢化に伴う労働力人口の減少、名目GDPの1.8倍以上という国の長期債務の多さなどは、ほかの先進諸国と比べても明らかに競争力に欠ける。この観点からも日本株のウエイトを下げた外国の機関投資家が多かった。また、2009年末近くまで円高基調が続いたことも日本株上昇には決定的にマイナス材料として働いた。

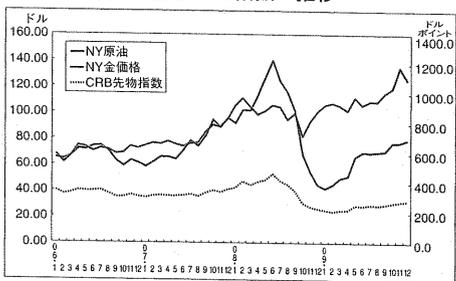
今年もこうした傾向は続くと思われる。ただし7月の参議院選挙で民主党政権の基盤が多少なりとも揺るぎかねないような事態になったほうが、成長戦略への舵取り変更が期待される。その結果として、成長率の底上げ―株価の上昇につながる可能性がある。

図表7 今後の商品市況・REITなどの上昇・下落要因

上昇	下落
中国、インド、ロシアの高成長続く	米国の商業用不動産市況悪化の一途辿る
米国の低金利継続で原油等に資金流入	日米欧ともに金融緩和策の効果切れ、景気再び悪化へ
イランの核開発ならびにアフガニスタン、イスラエルなどの紛争激化	東京23区のオフィス空室率が高止まり
中国、インド、ロシア各国の外貨準備での金購入続く	全米商品先物取引委員会 (CFTC) による投機資金規制強化へ
全市場投資信託 (ETF) の設定続く	中国の超金融緩和策からの脱却で上海など不動産価格下落へ

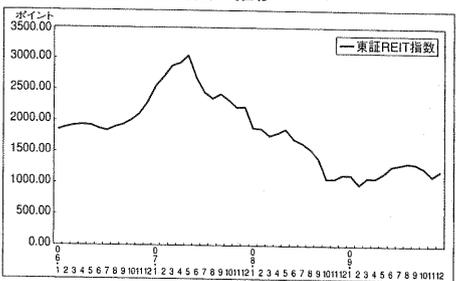
たことから、商品市況は昨年2月にかけて急落。原油価格にいたっては2008年7月の高値(WTI価格で147ドル)から2009年2月には30ドル台前半まで下げた。国際的な一次産品価格の総合的な動きを敏感に反映するロイヤル・ダッチ・シェルの原油価格も、2008年7月の470ポイント台から2009年2月には200ポイント割れ寸前まで急落した。しかし、その後は中国、ブラジル、インドなどの新興国あるいは資源国経済の持ち直しを受けて底

図表8 原油・金とCRB指数の推移



打ちから急上昇へ向かった。この間NY金価格は9月に1トロイオンスあたり1000ドルを突破、12月初旬には1200ドル台へと史上最高値を更新し続けてきた。今年の商品市況をグローバルレベルで見ると最大のポイントは、やはり経済規模が圧倒的に膨れ上がってきた中国、インド、ロシアそしてブラジルなど新興国経済の本格的な立ち直りがどこまで持続するかであろう。中国、ロシアなども先進国と同様、米サブプライム問題に絡んで巨額の経済対

図表9 東証REIT指数の推移



策予算を組み、かつ中央銀行も潤沢な資金を大量に金融市場に、あるいは直接企業などに供給してきた。これによって、例えば中国などは8%成長を維持しているが、これがどこまで続くか。おそらく今年前半には一時的にこの効果が薄れてくる可能性がある。この場合、国際商品市況も一時低落する公算が高い。2009年11月下旬にドバイ・ショックが世界を駆け巡ったが、今年は欧州の金融機関の不良債権増大が表面化する可能性がある。

長引く商業用不動産不況で米金融のB/S悪化を懸念 一方、不動産市況では、世界的に見ればもともと懸念されるのが、米国の商業用不動産市況の悪化が続くことにより米金融機関のバランスシートの悪化が無視できない水準にまで高まることだ。また、米国の住宅価格も2009年半ば以降は前月比でプラスに転じているが、その勢いは月を追うに従って鈍化。昨年10月には前月比でプラス0.3%という水準にまで縮小してきている。2009年中の日本のREITの戻りは諸外国に比べればとても遅かった。これは日本株の戻りが遅かったことと相似であるが、東京地区のオフィスの空室率がまだ縮小には向かっておらず、REITの本格的な戻りも期待が持ちにくい状況だ。

3. 株式

今年度の日本株は、為替相場の行方によって相当のブレがある。このように考えると、日本の10年長期国債金利は現在の1.3%台から上がってもせいぜい1.5~1.6%台にとどまるだろう。国債増発による供給圧迫は米国ほどには懸念されていないためだ。

濃い、省エネ自動車への資金援助、住宅金融の緩和策を維持するなどの方針を打ち出したことから、改めて巨額の国債の発行懸念が浮上してきたことによる。もちろん米国株式がまずまず順調に上昇してきたことも背景にある。米国は今年11月に中間選挙を迎えることもあり、現オバマ政権にとっては、経済対策を強化したいという欲求に駆られるが、これは明らかに長期金利の上昇を促す。これに対して日本の長期金利上昇は限定的だった。これは日本国債のほとんどが国内で消化されているほか、金融市場での資金余剰が巨額に上っているにも関わらず貸出需要が低迷していることで、国債増発による供給圧迫は米国ほどには懸念されていないためだ。

打撃から急上昇へ向かった。この間NY金価格は9月に1トロイオンスあたり1000ドルを突破、12月初旬には1200ドル台へと史上最高値を更新し続けてきた。今年の商品市況をグローバルレベルで見ると最大のポイントは、やはり経済規模が圧倒的に膨れ上がってきた中国、インド、ロシアそしてブラジルなど新興国経済の本格的な立ち直りがどこまで持続するかであろう。中国、ロシアなども先進国と同様、米サブプライム問題に絡んで巨額の経済対

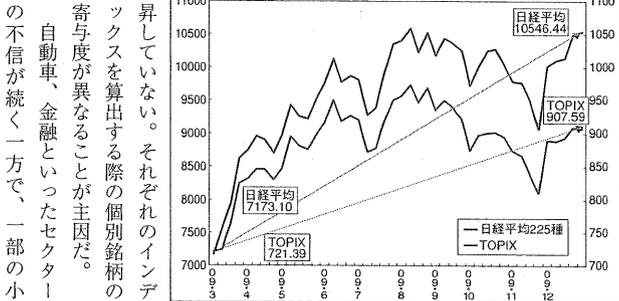
生じる可能性がある。有力な視点の一つとして、わが国の実質為替レートは2002年以降2007年に至るまで物価デフレが長期化したことでは一貫して実質円安傾向を辿ったことが挙げられる。つまり、内外のインフレ率を考慮した実質円レートは2007年までに相当低下していたのだ。ということは、2008年以降の名目ドル円相場で見ると円高は、それまでの実質円安の反動に過ぎない。これは現在の1ドル1190円台前半という水準はまだ円安は正

一部の小売、ハイテク企業が日本株全体を牽引 さらにセクター別に見ていくと興味深い事実を指摘できる。図表6にあるとおり、2009年を通じて日経平均株価とTOPIX(東証株価指数)との動きには相当の差が生じた。TOPIXは完全に出遅れたのだ。2009年3月初旬の安値(バブル崩壊後の最安値)から年末に至るまでに日経平均は47.0%上がっている。一方TOPIXは、25.8%しか上

過程としては道半ばであるともいえる。であれば、為替の項でも触れたとおり、国際的な構造調整に絡んでどうしても円高圧力がかり続けることはやむを得まい。国際競争力という観点から見れば日本の産業の基幹を成す自動車、電機、精密、機械といった一連の外需依存型企業はさらに難しい局面を続けることになりそうだ。1年を通じて日本株の浮上はそう簡単ではないだろう。

4. 商品・不動産(REIT)

2008年9月のリーマン・ショック後の金融危機ならびに实体经济へのダメージが続い



図表6 TOPIXに比べ上昇率が高かった日経平均株価

2009年を踏まえた これからの市場動向の説明方法

お客様のマーケットに対する理解を深める情報提供

金融データシステム 代表 角川総一

昨年のマーケットの動きと今年を見るうえでのポイントについて解説。お客様からよく聞かれる質問への回答法も紹介する。

PART1

各マーケットにおける 2010年の着目点と説明方法

1. 為替

今年のマーケットを見るうえで最も重要な要素は、為替相場の行方だ。株値も、金利あるいは金融政策（短期金利）の動向も、この為替相場からの影響を大きく受けることになるためだ。

まず世界的にみて、主要先進国では景気の底は脱しつつあるものの、引き続き需要不足による需給ギャップの大きさからは脱却できていない。これに対処するための各国の基本的な通貨政策といえば、自国通貨安が基本である。つまり、いずれの国も自国の産業を保護するために、自国通貨安を指向しようとする誘惑に常に駆られている。米国と欧州は、明らかに通貨安を指向してきている。

一方、日本政府は、伝統的に通貨戦略については力不

足。さらに、現行の民主党政権の政権内合意が弱いことへの諸外国からの不信の念は強い。この面から言えば、日本国内企業にとつてはいささか分が悪い。すなわち、年を通して円高傾向が続く可能性が高い。

第二には、世界的にみて貿易がアンバランスであることを考えれば、日欧の内需拡大のために通貨

調整は避けて通れない。つまり米国の貿易赤字縮小、日中の黒字縮小を目指すことで世界的な貿易構造の調整が必要だとする考え方は伏流を成している。すなわち、ドル安による米国の貿易赤字縮小への要求がさらに高まる公算が大きい。なぜなら、ドル安と円あるいはユーロ高は、日欧にとつては内需振興のための武器の一つになる。以上が今年の為替相場の動きを見るうえでの二本柱だ。

日本と海外諸国の「金利差」に注目すると…

このほかには、日本と海外諸国の金利差の問題にも注目しておく必要がある。この面から見れば円安の公算が高い。

1月中旬時点では、わが国の景気回復力は米国などに比べやや弱い。もちろん中国など新興国、オーストラリアなどの資源国に比べるとなおさらだ。すでにオーストラリアは昨年10月から3カ月連続で利上げを断行、次いでノルウェーも利上げに踏み切った。おそらく米国の利上げは日本より早い。

だとすれば、再び日本は世界最低の超低金利国ということになり、円が金利面から売られる公算が高いだろう。

ただし、世界経済が明らかに一番底を迎えるようなことになれば、世界的な政策金利の引上げは先に伸びるとともに、金利差が為替を動かすエネルギーが低下する。それに代わってドルキャリナらびに円キャリ取りの巻戻しにより、ドルならびに円が買われて強くなる局面があるかもしれない。

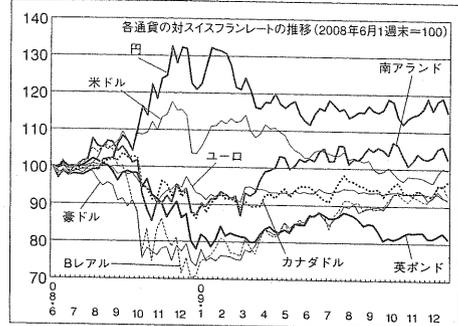
2. 金利

利動向については、政策金利を中心とした短期と、債券利回り示される中長期金利に分けて考えたほうがいい。

まずは政策金利。日米は2008年12月、ユーロは2009年5月に行った政策金利の引下げ以降は、その水準を維持。それぞれ日本（0・1%）、米国（0・5・0・25%）、ユーロ（1・0%）と大差がない水準だ。一方、資源価格高騰に伴うインフレ率上昇に見舞われたオーストラリアは、10月から小刻みの利上げを3カ月連続で実施。3・0%から3・75%まで上げてきた。次いで北海油田を持つノルウェーも11月には利上げを行った。

昨年12月末から今年1月初めまでは米国の雇用関連データ、製造業景況指数などが揃って好転したほか、企業業績も上方修正が相次ぎ、米利上げが早まるとの見方が急速に浮上した。さらに米国の11

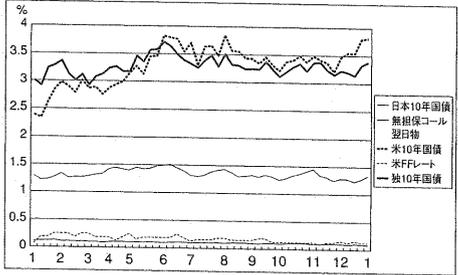
図表2 米ドル・円VSその他通貨の二極化がくつきり



図表3 今後の金利(政策金利・債券相場)の上昇・下落要因

上昇	下落
税収減さらに拡大、国債の大量増発続く	金融緩和の効果切れ景気急切れへ
景気底入れで株価緩やかに上昇続く	景気最悪期脱出に伴う業績期待修正局面へ
7月の参院選に向け財政出動拡大で国債増発	円高進展で海外から日本国債への買い増加へ
原油、鉄鉱石、銅など市況商品の急騰で米欧がインフレ対策的金融政策へ移行	米景気再び悪化で米長期金利低下の影響
政府の財政規律に対する不安拡大	景気回復確認できず日本銀行が現行政策金利の引上げ検討を先延ばし

図表4 2009年1月～2010年1月日米欧の長短金利の推移



地

球的規模で見ると、各国間のお金の動きを規定する最大の原因となっているのが、各通貨の金利差であるように見える。

昨年末から今年1月初旬にかけて、円安が進行した。東京市場でも昨年12月中旬には1ドル＝89円台だったドル円相場は一時93円台まで進んだ。この背景として「米国の雇用、企業経営者のセンチメント（景気に対する所感）」が好転してきたことを指摘する声もあつた。

つまり、「米国景気は思っていたより良い」↓「米国の政策金利をゼロから引き上げる時期は予想外に早いかもしれない」という思惑が市場を覆ったからだ。すなわち「金利が高くなる可能性が高くなってきた通貨（ドル）が買われて強くなった」というわけ。

さて、ここで改めて読者の方々にお願いしたい。日本の金利はこれまで諸外国のそれに比べて常に低かった、という印象をお持ちではないだろうか。

金融機関が扱っている身近な金融商品で見ると、ドル預金金利は

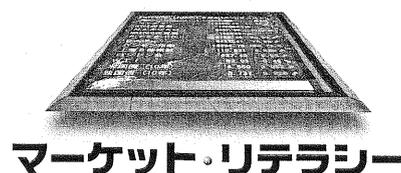
常に円預金金利より高かったはず。そしてそれが当たり前だと思っている人が大多数だと思う。「なぜ？」と問われてみれば「そういえばそんなこと考えたことなかったな」という人がほとんどではないか。はてさて、その原因を探っていくことにする。

インフレ率と金利はパラレルに動く

わが国の個人投資家は、2003年頃から外債ファンドの購入を積極的に進めた。また、同じ頃から通貨証拠金取引（FX）で米ドルなど外貨を買うという取引を活発に利用するに至っている。これらは、超低金利の円で運用するよりも海外の債券で運用したり、FXで海外の高金利通貨を買うと日本と購入外貨の金利の差がプレミアム分（スワップレート）として得られることに着目したものであった。

ここでは二重の意味で外貨に投資することのメリットが意識されていた。ひとつは「金利の高い国の通貨を買うと、より大きなイン

角川総一の



マーケット・リテラシー
金融市場を読む、解く、話す力を養う

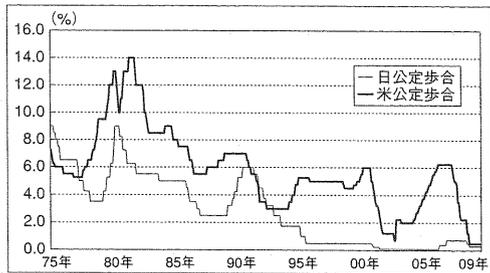
File. 059

米国金利は常に日本より高い？ それはなぜ？

需要が強い米国ではインフレ率が高くそれが日米金利差となって現れる

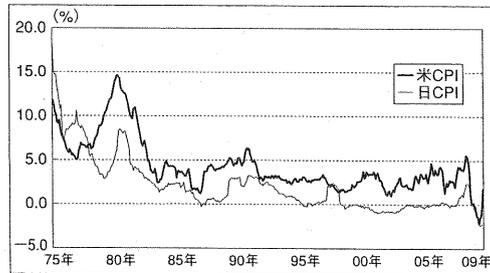
MARKET LITERACY

図表1 日米公定歩合の推移



わたってほとんどの時期には米国金利のほうが日本のそれより高かった（図表1）。
なぜか。これを解く最大のカギは「日本より米国のほうがほとんどの時期においてインフレ率が高かった」という事実だ（図表2）。インフレ率と金利とは、ほぼ同じように動く。投資環境を読むうえでこのメカニズムは必須だ。

図表2 日米インフレ率の推移



に行けば行くほど高くなるのだから」↓「そのためには今とまっていたお金が必要」↓「個人・企業ともに銀行借入れを増やし、社債発行なども増える」↓「貸出金利ならびに債券の利回りも上がる」というメカニズムが働いてきたからだ。金利とインフレ率との関係においては、インフレ率が原因となって金利水準に影響を与えるケースが圧倒的に多かったのだ。これは現在、史上まれに見るデフレと超低金利が同居していることで

も分かる所。

米国はなぜ、多くの時期において日本よりインフレ率が高かったのか。最も重要な点は、日米それぞれの国内における需要と供給のバランスが正反対になっていることだ。つまり、企業が供給する製品などの供給力と主に個人による消費力とのバランスが、日米では大きく異なっているのだ。

日本では常に企業からの製品供給力が需要を上回っており、逆に米国では需要のほうが財、製品の供給力を上回っている。自動車、電気、機械などのメーカーの競争力を日米で比べると、日本が圧倒的に強かった。これは貿易面で日本は輸出超過（貿易黒字）、米国は輸入超過（貿易赤字）であることも示されている。

需要が相対的に強い米国ではインフレ率が総じて高く、日本ではそれが低いのは、経済の原理からみて必然だった。

米国金利V日本金利は今後も続くか

ではこれからどうか。

以上の文脈でいうと、少なくとも日米の間で「ほぼ恒常的に米国金利が日本のそれを上回っている」という状態は、今後も続きそうだ。これは米国対日本というよりむしろ、米国対中国という図式で考えれば分かりやすいと思う。GMの衰退に象徴的に現れているとおり、米国の製造業の復権はとも難しい。

もつとも、一方では米国の家計貯蓄率が上昇してきていることと、消費性向が低下していることは事実。つまり、米国GDPの7割を占める個人消費は相当減退している。しかし、これはリーマン・ショック後の家計における一時的なバランスシートの改善努力（債務の削減、貯蓄の増大）自己資本の充実）にとどまる可能性も高い。借金してどんどん消費を楽しむというメンタリティが、そう簡単に修正できるわけではない。とすれば、今後とも引き続き、米国金利がわが国の金利より高い状態が続くと見たほうがよさそうだ。

今

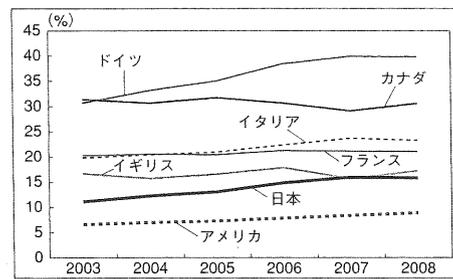
回は担当編集者がF氏に愛更になったことを記念して(？)、ちょっと目先の変わったテーマを取り上げようと思う。題して「日本経済を巡る3つのウソ、あるいはアナクロニズム」である。

今回のテーマは「マーケット」ではないが、言うまでもなくマーケットは实体经济(リアルエコノミー)と緊密につながっている。「マーケットは分かるが、实体经济は分からない」なんてありえないのだ。

日本の輸出依存比率は先進国ではほぼ最低

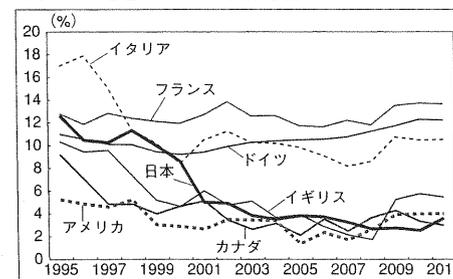
わが国の経済は輸出依存型という。つまり、輸出で売上を確保、収益を稼ぐ企業が多いという認識がそのベースにあるのだ。トヨタ自動車、ホンダ、パナソニックなどがすぐに思い浮かぶ。だが「輸出依存度が高い」という言葉は、とても誤解されやすい言葉だ。GDP全体に占める輸出比率で見ると(図表1)、わが国は先進諸国の中ではほぼ最下位に近い16

図表1 先進7カ国の輸出依存度



処分所得。これから様々な消費を行い、残りを貯蓄に振り向ける。この振り向け部分が何%であるかを示すのが家計貯蓄率だ。さて、わが国の家計貯蓄率は図表2に見るとおり、ほぼ一方方向で下落。2008年では2.7%にまで下がってきた。理由の一つは、経済成長率の低下に伴い可処分所得自体が減ってきたこと。わが国の家計実収入は、1997年をピークに、その後2006年まで一貫して低下している。所得が減れば、貯蓄に回せる部分が少な

図表2 先進7カ国の家計貯蓄率

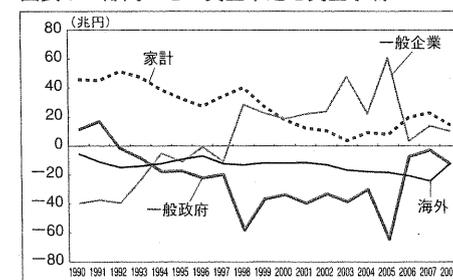


くなるのは当然だ。二つ目の理由は、わが国が急激に高齢化社会への道を進んでいること。高齢者は基本的に貯蓄を取り崩して生計を維持する。このため、高齢化社会においては貯蓄率が低下していくのは避けがたい。

家計は資金余剰 企業は資金不足も昔話

家計、企業、政府といった、経済活動を行っている部門(セクター)ごとに見ると、資金不足部門と余剰部門がある。資金不足とは

図表3 部門ごとの資金不足と資金余剰



他の部門からお金を調達していること、余剰とは他の部門にお金を供給していることを指す。こう言えば「企業は不足部門」「家計は最大の余剰部門」とお考えの方が多いと思う。しかし、すでに10年以上にわたりこうした構図は崩れてきている(図表3)。最大のポイントは、企業が資金の不足部門ではなくなってきたこと。一般企業は1990年代半ば以降、ほぼ一貫して資金が余剰。逆に、家計部門の資金余剰幅はドンドン縮小。政府の資金不足幅の

増大も目立つ。家計の資金余剰が1990年前半以降減少したのは、所得の伸び率が鈍化、さらには1997年以降は減少したことが主因だ。一方、1990年代半ば以降、民間企業が資金余剰に転じ、その後2003年まで余剰幅が増大したのは、企業が稼いだ利益よりも実物投資が少なくなったから(企業利益-実物投資=資金過不足)。その後2003年から2006年にかけて設備投資を増やしたため、資金余剰幅は縮小した。さらには1992年以降、政府は一貫して資金不足だ。急速に高齢化社会が進む中で、社会保障費関連の支出を増加していく一方、経済成長率が低ければ税収が伸び悩むのは当たり前だ。ちなみに、企業がこれだけ長期にわたって資金余剰を続けているのは当然。こうして金融機関は企業に収益源を求めることが難しくなってきたため、個人向け金融商品や貸出へ積極的に出なければならなくなってきたのだ。

%だ。先進7カ国の平均は22%。わが国よりも低いのは米国だけ。さて、一般に言われる「日本の輸出依存度の高さ」とは、より正確には「輸入超過額が大きい経済体質である」が正解。つまり「輸出額-輸入額(貿易収支の黒字額)」が大きいのだ。輸出金額だけを単独で取り出して、それがGDPに対する比率で見れば、輸出依存比率、あるいは輸出依存比率は決して高いわけではない。ちなみに「外需」という言葉があるが、これも多分に誤解されている。「外需=輸出」ではない。GDPなどの経済統計で「外需」というとき、これは「輸出-輸入」を指すのだ。したがって、GDPに占める輸出額の比率がどれだけ高くても、それを上回る輸入を行っているのだと、「輸入依存度は高い」が「外需への依存度は低い」のだ。

「日本の貯蓄率は高い」は「日本の貯蓄率は高い」は「いまや昔話」!

日本の家計貯蓄率は、いまやOECD(経済協力開発機構)30カ

角川総一の

マーケット・リテラシー
 金融市場を読む、解く、話す力を養う
 File.080

日本経済を巡る3つのウソを暴く!
**輸入超過額が大きく、貯蓄率が低く
 企業は資金余剰である日本の実態**

MARKET LITERACY

