

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1454号 1998年08月31日(月)

〈 continuing unstable market this week 〉

先週は、世界的に株価急落、資金の急激な「質への逃避」(flight to quality)が見られ、マーケットは大荒れとなりました。今週の市場は一時的に資金の「戻り」の動きも見られそうです。具体的には、株価が急騰したり、利回りが低下した先進主要国の債券から他の投資対象への資金流出の動き。そのきっかけになるのは、

1. 米口、日米などサミット参加国によるロシア問題での協調姿勢の顕示
2. ロシアや日本などでの前向きな動き(改革に向けてや、長銀問題での)
3. ニューヨーク株式市場の自律反発などをきっかけとする資金巻き戻しの動き

しかし、世界の資金の動きを神経質にしているスパイラル的なデフレ傾向は依然続いている。実物(商品やプロジェクトへの)への資金の長い滞留は期待できない上、日本やロシアが抱える問題は極めて構造的で容易には解消しそうもない。こうしたことから、市場環境が好転してもそれは一時的なものにとどまり、全体的にはリスク資産の価格下落におののく不安な展開をたどろう。従って、「より安全なもの」への資金の基調的な流れは続くと思われる。

こうした中で、複雑な動きを見せると予想されるのは為替相場である。ドルの一方的な高値追いの環境は崩れつつあるが、「その後」を担う通貨は現れていない。先週は円が一時的に大きく買われる場面があったが、これは貯まったドル買いポジションの利食いの動きとも理解できるもので、円に資産を入れても為替そのものの持続的な上昇が見込まれなければ、金利は低く、株価が不安定な今の日本の状況では円高持続を予想するのは難しい。円相場の動きは不安定なものになるでしょう。

欧州通貨も一方的には買い進めない。特にドイツはロシアの問題がごたごたしているあいだは大きく買い戻すのは難しい。相対的に有利になるのは、イギリスのポンドなどだろう。円が150円に接近する場面では、従来より「介入」の可能性が高まっているとみたい。今の世界の市場を見ると、「管理者不在」の状況になっている。市場への介入は、香港の通貨当局が株式市場で行っているだけ。当局としても、何かの市場で存在を示したがるでしょう。

世界の市場を足早に動いていて収益を上げてきた資金操縦者(ヘッジファンドやその他

投資家)の間にも、あまりにも急激な相場の変動や事態の変化に付いていけずに、大火傷を負うところが続出している。まさに「死屍累々」という環境で、こうした混乱の状況では当局の存在を示す「介入」は歓迎されるだろう。しかし、その介入は、事態を一時的に治めるだけの意味合いしかないことを銘記すべきだ。

《 declining New York mart 》

今週もっとも注目されるのは、ニューヨークの株価でしょう。今の不安定な世界市場の中にあって、ニューヨークの株式市場は linchpin (要) になっている。ここが崩れれば、世界の市場は羅針盤を失う状況になる。

前日の急落を受けた先週金曜日のニューヨークの株価は朝方こそ上昇したものの、あと買いが続かず結局ダウ平均でみて114.31ドル下落して8051ドル68セントと、7月17日に記録した高値(9337ドル97セント)に対して14.1%安で引けた。先週の下げ幅は、481.97ドルに達した。これは、一週間の下げ幅としては今年最悪。まだ15%に下げ幅が達しない今の状況では、「調整」と見る見方もできる。

しかしニューヨーク市場を取り巻く全体的な環境は良くないと見るのが自然だ。ヘッジファンド初め多くの機関投資家がロシア、中南米、日本などの株式市場や債券で大きく損失を出している。今現在で一番利食えるのは先進国の債券に対するポジションだが、これは「quality」(良質な投資)として保持したい。とすると、利が乗っているのはニューヨークの株価ということになる。売りたい向きは多いのである。金利が低いのはニューヨークの株価にとっては好材料だが、海外需要の低迷や信用リスクの上昇による企業(特に国際的な活動をしている企業の)業績の悪化見通しは懸念材料。先週金曜日の市場では、銀行株の下げが目立った。モルガン(7ドル安で52週ぶりの安値)やシティバンク(4.825ドル安)など。

既にバンカメロカは主にロシアに関わる債券トレーディングで今年第三・四半期これまでに2億2000万ドルの損失を出したことを明らかにしており、ドイツ銀行、バンク・オーストリアも貸倒引当金の積み増しを発表した。市場では、「どの銀行がどのくらい(の損を被ったか)」と憶測が飛び交っている。こうした世界的な金融機関の動揺は、経済の活力を大きく削ぐと予想される。株価にとってはよろしくない環境である。

ニューヨークの株価が不安定である限り、東京の株価や世界各地の株価は基調的には下値模索の展開が続こう。既にかなり安くなっていることから、一時的にはニューヨークの反発で大きく買い戻される局面も予想される。しかし、基本的な環境が好ましくない状況では持続的な株価の反発は見込めない。何かあれば世界主要国の国債が買われる今の環境は、しばらく続くものと考えるのは自然である。

それにしても、世界的な資金の流れは不安定になっている。「risk-averse」どころか「flight from risk to quality」の様相を呈している。そこで買われているのは、比較的大き

な経済規模を持ち、従って資金のプールが大きくて値動きが安定している主要国、具体的にはアメリカやドイツの債券、もっと具体的に言えば国債。こうした主要国国債の利回りは、この数日間だけでも大きく低下している。

これに対して、売られているものの数を挙げたらきりが無い。実に多いのである。アジアの株、債券、ロシアの通貨や不動産、中南米の石油株や、通貨。そして日本の株。そして、ごく最近ではアメリカの株式市場。「risk-averse」は「リスクを避ける」という意味で、どちらかと言えば「新たなリスクは取らない」というイメージだが、今はそんな生やさしいものではない。少しでもリスクのにおいのするところからは、「直ちに逃げる」「flight from risk」そして「flight to quality」(質への逃避)という印象である。先週後半の動きを見ると、3年、5年などのスワップ金利も各通貨で急上昇し、当該国国債利回りとのスプレッドは大幅に拡大している。「質への逃避」も極まっている印象である。

〈 a new challenge to capitalism 〉

なぜこうなったか。そもそも、資本主義とは資本(資金や土地、人間などの現物等)の「take risk」を許容し、そこから生ずる利益やシェアを果実として認めることで成り立っているはずである。だから「risk-averse」や「flight from risk」の姿勢が長く続くことになれば、それは大げさに言えば「資本主義の死」を意味する。そこでは、「リスクを取る姿勢」が死ぬからである。経済成長は鈍化し、雇用の創出も止まるだろう。経済は著しく停滞することになる。資本がリスクとその果実を求めて回るから、投資が起き、経済は成長し、雇用が生まれて消費が持続して、経済が引っ張られる。

世界的なデフレ傾向の深刻化や、世界主要国の債券だけが買われ現象の発生プロセスは以下のように考えられる。

1. 1997年7月にタイで始まった通貨危機は、同じように海外資本に過度に依存して成長を急いだアジア諸国に伝搬したが、この段階でアジアからの輸出品(原材料、工業製品)価格は著しく低下した。このアジアからのデフレ圧力が同じような輸出品に依存している諸国、さらに同じような発展段階にある世界の途上国(中南米など)に伝搬して、世界的へのデフレ圧力が広がった
2. こうした危機は、「市場経済」への移行で構造問題に直面している日本やロシアも直撃した。日本では金融機関の体力が低下して経済の活力を削いたが、「資本主義の実験場」としてのロシアは政変も絡んで混乱状態になって、同国の市場経済全体が行き詰まる様相となった。こうした中で、国際的な投融資活動をしている市場参加者の中に痛手を被った機関が続出、市場が信用リスクに著しく敏感になった
3. 過去の経験から「値ごろ感」から下落資産に買いを入れていた向きも、繰り返して発生し、かつ持続的な各地での危機で「risk-take capabilities」を低下させると同時に、「risk take」の意欲を低下させている。デフレ圧力は一段と高まり、名目金利

の低下にも関わらず世界的に実質金利が大幅に上昇している。これは経済活動に打撃になっている

4. こうした中で、ここ数年間を見れば基調的に上昇しており、「主要国政府発行」というバックボーンを持つ政府債券は、「risk-safe」な投資対象として見直されている

ということでしょうか。拙著「スピードの経済」(日本経済新聞)を書く2年ほど前から強く主張したように、基本的に90年代には金利が上昇する要因はなく、下がる要因は強いというのが私の判断でした。

二つ理由があって、一つは「冷戦の終焉」、そしてもう一つは「デジタル革命」。この二つの要因は、ともに「壁を崩す」という大きなベクトルで一致している。そしてデジタル革命は、それをうまく使いこなした企業、国家に著しい生産性の向上をもたらす。それが拡大する過程で、世界経済には大きな価格下落圧力が生ずるはずですが、今は、戦争など特殊な需要喚起要因がないからです。

だから、主要国の金利は大幅に下がると主張してきた。そして、事実下がってきました。この本で主張したように、「インフレの死」は確実に我々の目の前にあるのです。「インフレの死」は、ただそれだけでも「インフレを前提とした経済システム」に巨大なストレス(インフレに慣れた人々や企業のバランス・シートの毀損など)を生む。今の日本も、そのストレスの中にある。

しかし今の各主要国長期債金利の低下(水準と速度)は、こうした大きなピクチャーから想定できる範囲を逸脱している。アメリカの5.5%という短期金利(FF金利)の水準は、「インフレを起こさない最大限の経済成長・雇用創出ペースの維持」でもっともバランスの取れた水準と考えられる。この水準が長く維持される中で、アメリカが高成長と低インフレの共存を可能にしてきたのだから、こう判断して良いだろう。いわば、均衡レートなのである。

しかし、先週の後半から米長期金利(30年債利回り)は、この5.5%を下回って推移している。二つの理由が直ちに考えられる。第一は、アメリカにおける長期間の著しい物価の下落を債券市場が感知した。第二は、米国債市場が「safe-haven」となって、世界中の資金を集めている。アメリカの物価統計を見ると、アジアの影響や石油価格の下落はあるものの、労働需給の逼迫などを見れば、著しい物価下落は予測できない。だから今アメリカの長期国債利回りを大幅に引き下げているのは、第二の理由だろう。

もしそうだとすると、アメリカやドイツや日本以外の国は著しい「risk capital」不足になっているはずである。多少残ってはいるものの、過去のような成長を維持するには十分ではない。成長、または成長見通しがなければ、需要は増加しない。では、資本が集まっているアメリカやドイツに現在以上の成長余力はあるだろうか。そうは思えない。

いくらボーダーレスだと言っても、アメリカの大工不足がメキシコや日本からの移民で短時間に埋まるとは思えない。だから、今以上の成長を目指せば、サービス部門で賃金圧

力は増大する。インフレになれば、持続的成長は無理だ。引き締めが起こるからだ。

《 a precarious world economy 》

今の世界経済は英語で言えば、極めて「precarious」(危険な、危うい)な局面にある。「flight from risk」「risk-averse」な風潮を沈静化し、資本にまたリスクをとってもらえるようにしなければならない。アメリカやドイツが息切れするときには、どこか資本が安心して集まれる成長センターが必要なのだ。bold な資金は、再び年内にも動くかもしれない。しかし資金はしばしば「bold」であればあるほど、「swift」だ。しかし、工場は今日建設して明日取り壊すことはできない。資本には、持続的にある場所にとどまって貰わねばならない。

いくつか結論は見えている。第一に、リスクを取る人にリスクの所在が明確に見えるようにすることである。英語で言えば、「transparency」(透明性)である。不合理に不透明で、胡散臭いのが一番良くない。それに、投資家を不安にさせる突然の方針変更はダメだ。国債は、表面利率と償還期限という二つが非常に透明である。もちろん、いっぱい予期しない出来事が起きるこの世の中で、「完全な透明」などというものはない。「合理的な透明性」であれば良い。今後は、資金を必要とするあらゆるプロジェクトに「合理的な透明性」は不可欠になるだろう。今の日本の金融システム不安持続のかなりの部分は、逆の「不合理な不透明性」を背景としている。

第二は、しかしどうしても「足が速くなる資本の滞留性」を担保するためには、投資に対する何らかの「保証制度」が必要かもしれない、ということ。今までの例を取ると、メキシコでもタイでも、成長を短期資金に頼り始めたところから破綻が始まっている。しかしここ数ヶ月の資本の動きは、あらゆる資金が短期資金になったかのような落ち着きのなさであり、これは世界経済の成長のためには良いことではないと思う。しかし、このシステムが出来るのには時間がかかるだろう。IMF に対する期待は大きいですが、動かせる資金のプールは枯渇しているし、IMF の指導力に対する信任は高くない。

米口首脳会談、日米首脳会談、今年のサミット主催国のブレア首相主導によるサミット首脳電話会議などが極めて重要になってくる。

今週の主な予定は次の通りである。

8月31日(月曜日)	7月の日本の鉱工業生産
9月1日(火曜日)	8月の全米購買部協会指数 クリントン大統領がロシア訪問 藤原・日本銀行副総裁が講演(東京証券会館で)
2日(水曜日)	7月の米製造業新規受注
3日(木曜日)	7月の家計調査
4日(金曜日)	日米蔵相会談(サンフランシスコで)

8月の米雇用統計

クリントンの訪露は、「1974年のニクソンの訪ソ以来、米大統領が最も弱い立場での訪問」(ニューヨーク・タイムズ)と言われる中で行われる。議題は、軍備管理(arms control)、テロリズム、地域紛争、世界経済と幅広いが、これらの問題に関しては大きな進展は予想されない。今やロシアの経済問題が一番の問題だが、クリントンとしては「改革政策の維持」を要請できるくらいだろうと見られている。IMFの援助をちらつかせたいが、資金は枯渇しているのに米議会はIMFへの資金提供に批判的だ。

ただし、ロシアが危機の今の時期に米口の首脳が会談することは、市場にはある程度歓迎されるかもしれない。ただし、ロシアが抱える問題(徴税問題、インフレ、腐敗など)は根が深く深刻である。またクリントンが議題に取り上げるにしても、ロシア政府の要職はまだ空席が多く、またチェルノムイルジン首相(執筆時点では「代行」)率いる新政府の政策も決まっていない。権力闘争も激しい。

金融再生関連法案を審議している日本の国会は、今週中にも野党3党案が法律として上がってきて、そこからやっと本格的な審議が始まる。31日は参考人招致。野党側は、野党法案に対する別個審議を要求しており、株価が下げたからと言ってことさら審議を急ぐ姿勢を示していない。依然として金融問題での論議の着地点は不明である。こうした状況では、株価には下方圧力が続くと思われる必要がある。週末の一連のテレビ番組を見ていると、自民党案と野党案、それに日本共産党案の隔たりは大きい。特に自由党の小沢党首の強硬姿勢が目立った。

週末の日米蔵相会談は、当然ながら現在の世界的な金融市場の動揺抑制において日米がそれぞれ何が出来るかに関して話し合いが行われるでしょう。アメリカは金融システム問題での日本の取り組み促進を促すはず。これに対して、国会審議の進行具合を宮沢蔵相は説明するでしょうが、それまでに市場環境がどうなっているかで状況は違ってくる。

〈 have a nice week 〉

ほんとに天気に恵まれない週末でしたね。あれだけ雨に降られると、何も出来なくなる。私も予定があったのに、できずに運塞。本が読めたと言えば良いのですが、やはり運動不足になる。夏はこのまま終わってしまうのでしょうか。かなり残念な気がします。

残念といえば、私は今日の今日までまったく知らなかったのですが、リトル・リーグのワールド・シリーズというのがアメリカで行われていたのですね。週末のニューヨーク・タイムズに結構大きく出ていて、アメリカのニュージャージーのチームが、Kashima(鹿島でしょうか)に12対9で勝って優勝したと書いてある。なかなかいい試合ですね。観客は4万1200人とあるから、大きな試合です。ということは、日本はリトル・リーグのレベルでは、決してアメリカの野球には負けていない。オリンピックでもそうですが、ということは、プロの世界の差はそれ以後に生じているということです。

プロの日米の世界・シリーズはいつになることやら。松坂にメジャーの手が伸びているという。良いじゃないですか。たいして強くないチームの中継を毎日見せられるより、「メジャーで松坂が初勝利」なんて報道を見る方が、はるかにドキドキする。力のある選手を日本という枠に縛り付ける必要はないのです。

明日からはもう9月です。もうこうなったら9月は残暑が残らず、秋らしい安定した空模様で、はやく涼しくなって欲しいものです。今週は2、3の両日名古屋にお邪魔します。皆様には、良い一週間を　　！！

(参考 URL)

<http://www.nytimes.com/yr/mo/day/late/AP-Russia.html>

<http://www.nytimes.com/library/world/europe/083098russia-summit.html>

<http://www.nytimes.com/library/world/europe/083098russia-yuppies.html>

<http://www.nytimes.com/library/financial/sunday/083098invest-world-bear-market.html>

<http://www.nytimes.com/library/financial/sunday/083098market-watch.html>