

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1623号 2002年02月04日(月)

《 growing uncertainties in Japan 》

今週のレポートの主な内容は次の通りです。ポイント中心に短めに。

1. 先週後半にトリプル安となった日本の市場は、今週も神経質な展開を続けよう。円安基調はしばらく続く見通しで、ポイントは債券相場と株価に集まる。この両市場で売りが続けば、市場の不安心理は一段と高まり日本における新たな金融危機発生の危険性が高まる
2. 先週も指摘したとおり、日本の長期金利はトラップ状態にあって上げ方向に動き易い。株式市場には買い手不在という状況がある。支持率低下の中で、市場の不安心理を治める有効な措置を小泉政権が早急に打てるかどうかポイントになる
3. その点で言うと、週末のG7、月央のブッシュ訪日を控えて今週の金融政策決定会合での新たな金融緩和や、対銀行政策など不安沈静化のための新たな措置が打ち出される可能性が高い。しかし、内閣の支持率急落の中で、市場が一連の措置にどう反応するかは予測が難しい。日本がますます手詰まり状態に追い込まれる危険性もある
4. 大きな金融・経済危機が発生すればしたで、日本にはまた新たな展望が開ける事態になるろう。大胆に新しい考え方を入れることが出来るからだ。しかしその際には、日本経済も市場も大きな混乱に見舞われる
5. 日本を含めて世界経済の状況を検討したニューヨーク開催のダボス会議では、「アメリカ経済は回復基調に入ったが、欧州、日本に力を与えるような強い回復にはならない」との見方が強かったようだ。筆者も何回もここで指摘している通り、こうした見方に賛成である
6. 予想外に悲観論が強かったのは欧州経済の先行き見通しで、この悲観論はEUの中心に座るドイツ経済の先行き不安に基づいている。日本経済に対する懸念は従来に増して強まった。小泉内閣の改革の遅れ、先週の田中外相の更迭を受けた支持率の急落を懸念する声が強かった

土曜日の多くの朝刊が指摘しているとおり、週末の日本の金融市場は円安、株安、債券安のトリプル安となった。このうち円安は大筋において歓迎すべきもので問題はない

が、株安と債券安は日本の金融システムの脆弱性を著しく高めるという意味で、大きなリスクを抱えている。

大和総研の試算によると、今の日本の株式市場では平均株価が1000円下落すれば、銀行が保有する株の含み損は2兆5050億円増加するという。同総研は1月25日現在で日本の銀行業界の株式含み損を3兆7561億円と試算している。同日の日経225は1万144円。先週末の日経225の引値は9791円43銭。353円分の下げが含み損を拡大させていることになる。

株の損に加えて今後問題になるのが、債券から生ずるものである。いくらヘッジしたり保有債券のタームを短期化しても、債券相場の下げは銀行にとっては体力低下に繋がる。従ってこれからは株価と債券相場の下げは、日本の金融システムの脆弱化そのものを招来する。懸念されるのは、日本の金融市場全体に見られる「信頼感の欠如」である。政府に対する信頼感の欠如、経済活動再活発化への信頼感の欠如、相場回復に対する期待感の欠如。

こうした中では、株式市場が大きく反転するきっかけを見つけるのは通常は難しい。期待が持てるとすれば、市場を驚かすような安定化策が出て、さらに日本経済の再生を予感できるような方向性が打ち出されることだ。しかし今のところその兆しはない。

債券相場が「トラップ状態」だと書いたのは、1)債券相場の上げ余地はそもそも小さい水準にある 2)小泉内閣の支持率低下の中で新たな財政支出を伴う予算措置の増加が予想され、需給関係の悪化への懸念が強い 3)景気回復の兆しが見えた場合でも、それは金利上昇要因である――という背景。つまり、上げのシナリオを描くことが難しいということである。

《 Bush is coming 》

こうした中で今週の市場を考える上で念頭に置いておかねばならないのは、週の半ばには日銀の金融政策決定会合が開かれ、週末にG7、そしてその後の2月17日にはブッシュ訪日控えているというスケジュールである。

アメリカの大統領も良いタイミングで来るものだ。日本が2月危機、3月危機と言われて不安心理が強い中での来日。世界中の目がブッシュ訪日に集まる時期は、また日本に関する報道が世界的に増加する時でもある。ブッシュが訪問した日本はどういう状況にあるかという。体裁を気にする日本の当局としては、また「改革の遅れ」を指摘されている小泉政権としては、「やっている」ということを示す必要性に迫られよう。ましてや、先週の外相更迭劇で支持率が低下しているだけである。

まず動くのは、日銀の可能性が高い。過去の例を見ても、日銀はG7やサミットを前に、それへのデモンストレーションの意味合いからもしばしば動いてきた。問題は「乗り切り策」に終始し、結局あとでその措置を一段と強めることを余儀なくされる事態を繰り返していることだが、今回も少なくとも各国からの懸念を和らげる措置を検討しよう。

市場への資金供給量の増加などだ。問題はそれが市場を「strong enough」と見ない事態が予め予測できることである。またしてもピースミールだと。

そこで市場の納得性を高めるには、対銀行政策に手を付けざるを得ない事態が予想される。最近の銀行株の下げを見ても、市場のこのセクターに対する懸念は強い。そこに手を付けないと、市場を沈静化させることが難しくなっている。これは金融庁の判断になるだろうが、ブッシュ訪日を控えて判断の時間的余裕がなくなってきていると見るのが自然である。ブッシュ訪日までに、銀行への新たな資本注入などの措置を具体的にどうするか議論が活発化しよう。株価の下げが止まらない場合は、その検討は緊急を要することになる。

こうした中では、130円台の前半でもみ合っている円相場は再び下値を模索する可能性が高い。これまでの円の下落が急速だっただけに調整に時間がかかっているが、当面は140円をメドに下げる局面の再開を予測したい。

改めに日本経済について言えば、大きな危機が発生すればしたで、また展望が開ける事態になろう。隣の韓国はIMFの管理下に入ったが、それが「不幸だった」とは現時点では言えない。国際的に屈辱的な状況に入ったとしても、それで大胆な新しい考え方を入れることが出来るとしたら、それほど日本にとって悪いシナリオではない。なにせこの国は自分から誰かをトップに頂いて何かを進めるといことが難しい国なのだから。しかしその際には、日本経済も市場も大きな混乱に見舞われることは覚悟しておいた方が良い。

日本を含めて世界経済の状況を検討したニューヨーク開催のダボス会議では、「アメリカ経済は回復基調に入ったが、欧州、日本に力を与えるような強い回復にはならない」との見方が強かった。

ニューヨークからの報道によると、この会議に参加したエコノミストの中ではステイブン・ローチェが一番悲観的だったようで「double-dip」の見方を披露していたようである。具体的には「アメリカ経済は今年の春に再び落ち込みに見舞われる」というもの。しかし、大部分のエコノミストは年内について「なだらかな成長」を見ていたようで、デービッド・ヘールのように在庫調整の進展を指摘して「製造業のリセッションは終わった」という見通しを明らかにした。

筆者もアメリカ経済の double-dip の可能性ありという見方である。なぜなら、今のアメリカ経済には強い牽引車がない。消費は高いレベルを保っているが、消費者の債務状況や、さらに自動車業界のゼロ金利策採用などで需要の先食いが起こっている事も考えれば、現在のレベルからさらに景気を牽引することは予想できない。企業の設備投資も徐々に動き出そうだが、ハイテク産業の投資増加はあっても慎重なものになろう。

ダボス会議で予想外に悲観論が強かったのは欧州経済の先行き見通しで、この悲観論は中心に座るドイツ経済の先行き不安に基づいている。欧州の場合は、大胆な刺激策に

打って出ようとしても、「マースリヒトの制約」があることだ。日本は野放図に財政赤字を増やしてきたが、それをすると条約違反になる。ドイツにその危険性があり、加えて労働市場の硬直性などの構造的問題を抱える。ここに来てのユーロ安はそうした状況を反映したものだ。

ダボス会議では、日本経済に対する懸念は従来に増して強まったようで、小泉内閣の改革の遅れ、先週の田中外相の更迭を受けた支持率の急落を懸念する声が強かった

今週の主な予定は以下の通りです。予定よりも今週は日本の市場がどう動くかが大きな関心事項ですが。

2月4日(月)	小泉首相の所信表明・各党代表質問 米ブッシュ大統領が一般教書を議会に提出 米上院科学・交通委員会でエンロン問題の公聴会
2月5日(火)	12月景気動向指数 グリーンSPAN議長、オニール財務長官議会証言 米1月ISM非製造業景気指数 米1月製造業受注
2月6日(水)	米10-12月労働生産性 英中銀金融政策委員会(7日まで)
2月7日(木)	日銀金融政策決定会合(8日まで) 米1月小売主要既存店売上 ECB理事会
2月8日(金)	1月マネーサプライ・卸売物価 12月機械受注・全世帯家計調査 米12月消費者信用残高 米12月卸売在庫 G7財務相・中央銀行総裁会議(オタワ、9日まで) ソルトレイクシティー冬季五輪(24日まで)

《 staggering reversal of fortune 》

週末は寒かったですね。豆まき、立春のころが一番寒いわけで今がその季節ですから当然ですが。心配なのは、今年の場合既に花粉が空中を飛び始めているとの報道。そういえば、鼻がむずむずする。早めにシソジュース(<http://www.ycaster.com/chat/fever.html>)を作らねば。

今週一番目にとまった新聞記事は、土曜日に我が家に配達されたファイナンシャル・

タイムズの週末版のそれです。読者の皆さんにも見ていただければ良いのですが、見出しは「Nikkei index closes below the Dow for the first time in 45 years」というもの。何を指しているかという、金曜日の東京の日経225引値である9791.43が、同じ日のニューヨーク・ダウ引値9907.74を45年ぶりに絶対値で下回ったというものだ。そう言われてみればそうだった。「ピークに比べて日経225は75%低下し、その間ダウは260%上がった」とFT。

アメリカン・フットボールのパス・レシーバーと相撲取りが映っているこの新聞の写真の見出しは「The Nikkei touches down below the Dow」とある。タッチダウンはもともとアメリカ・フットボール用語でレシーバーが今にもボールをレシーブしようとしているのだが、日本を意味する相撲取り（千代大海だと思われる）も土俵に手をつかんとしており、これも言ってみれば「touch down」。ファイナンシャル・タイムズはこれを「staggering reversal of fortune」（驚くべき富の逆転）と指摘している。確かにそうだ。

「1989年にはアメリカのビジネスマンは皆日本の企業経営の秘密を探った本を読んでいた。（略）今や、アメリカの学者達は列を作って日本の官僚に金融・経済改革の必要性をレクチャーしている」と。わずか10年で起きた逆転としては確かに驚くべき事だが、今のアメリカ経済と日本経済のクロスを端的に示していると言える。

絶対値で一番格差が開いた1989年を例にとると、日経225は38915、対してニューヨーク・ダウは3000に達していなかった。ダウが初めて3000ドルを超えたのは、1991年4月17日である。90年代を通してアメリカはITを先頭に経済への信頼を積み重ねてきた。対して日本は自信を失うことの連続。先週の後半はそれが一つのピークに達したと言える。このクロスが定着するとしたら、日本経済の苦境はしばらく続くことになる。

それでは、皆様には良い一週間を。

《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》