

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1646号 2002年07月22日(月)

## 《 a crucial moment 》

この週末に全アメリカ国民に向けてブッシュ大統領の口から出てきたのは、「a crucial moment for American economy」という言葉でした。「crucial」は、「決定的な、極めて重要な、きびしい、むずかしい、苦しい」といったディメンション(範疇)を持つ言葉。日本の新聞にはおおむね「重大局面」という訳語が使われているが、crucialの持つ意味はそれだけではなく、もっと広い。

この言葉は、同大統領による週末恒例の全国民向けラジオ放送に登場する。ホワイトハウスのサイト(<http://www.whitehouse.gov/news/releases/2002/07/20020720.html>)にあるので見て(聞いて)もらえば良い。私がネットで聞く範囲では、ブッシュの喋りは、全体に早口で性急な印象がする。ルーズベルトの炉辺談話のゆっくりした口調もなければ、優雅さにも欠ける。しかも、法案(企業会計の不正抑制に関する)通過に手間取りそうだと議事をなじり、本来は健全なアメリカ経済が苦境に立ち至った原因は、倫理観の欠如にあると企業経営者をやり玉に上げたもの。国民を納得させ、安心させるには物足りない内容。ブッシュの演説の肝心な部分は以下の通りです。

「This is a crucial moment for the American economy. The economic fundamentals are strong. Inflation and interest rates are low. Productivity is increasing and the economy is expanding, which creates more jobs. While the economy is growing stronger, confidence in our free enterprise system is being tested.

Unethical business conduct that began in the boom of the 1990s is being uncovered. Investors have lost money. Some in retirement have lost security. Workers have lost jobs, and the trust of the American people has been betrayed。」

(下線は筆者)

強い単語が次々に登場しており、言葉を発しているブッシュという人間の「イライラ」が出ている演説なのだが、むろんそれには十分な理由がある。ブッシュ演説の前の19日金曜日には、ニューヨークの株価が再び大きく下落した。ダウ工業株30種平均は390.23ドル、4.6%下げて8019.26ドルに。引け前には一時8000ドルを

割っている。

これはテロ後再開した市場で記録した（2001年9月21日の）8062.34ドルを下回り、1998年10月14日の7968.78ドル以来の安値。つまり4年弱ぶりの安値である。SPやNasdaqは既に5年ぶりの安値に落ちており、ダウだけが同時多発テロの時の安値を下回っていなかった。そういう意味ではダウは他の株価指標に歩調が会ってきた。上げ過ぎが調整されてきたとも言える。

先週金曜日はThe Standard & Poor's 500も33.81ポイント、3.8%安の847.75で、1997年の6月以来の安値。Nasdaq Composite Indexは37.80ポイント、2.8%安の1319.15で、Russell 2000は10.51ポイント安の386.20。つまり売りは広範で、かつ下げは引けにかけて加速した。これまでのニューヨーク株の下げもマスコミの関心を集めていたが、この週末には今までよりかなり大きな記事になっている。ニューヨーク・タイムズのネット版は二段抜きの大見出しだった。

マスコミでの扱いの大きさ、加えてのブッシュが発した強い言葉は、アメリカで株の下げが徐々に政治問題化しつつあることを示している。

### 《 finally stopped believing 》

ニューヨーク株の下落は、トレンドとしてここ数ヶ月に渡って続いているもので、この結果年初来で見るとダウは金曜日現在で20%下落、S&P 500は26%、Nasdaqは32%の下落となっている。完全な「bear market」である。下げの大きな要因として挙げられるのは、一つにはブッシュも指摘している企業経営者の倫理観の欠如であり、それに関連して出てきている不正会計や不祥事。これはグリーンSPANも「infectious greed」（伝染性強欲）と名付けて指弾しているところで、企業として代表的なのはエンロンであり、ワールドコムである。

企業不祥事と言えば、金曜日のニューヨーク株価の下げにもある一つの有名企業の不祥事報道がからんでいる。その会社は、元従業員の訴えを受けて（中味は不明）FDAが製造段階での犯罪調査に入ったことを確認したジョンソン・アンド・ジョンソン。同社株は金曜日だけで7.88ドル、約16%下げて41.85ドルになった。同社株の下げだけでダウは40ドル近く下げたことになる。金曜日には、ダウ構成の30銘柄全てが下げ、指数全体的大幅下げにつながった。

しかし、株価を押し下げたのは会計疑惑や不祥事、それにテロの危険性ばかりではない。金曜日からは決算発表が始まった企業の業績からも株価を押し下げる材料が出始めてきている。その日の株価市況に関するウォール・ストリート・ジャーナルの記事には、「earnings outlooks from Microsoft and Sun Microsystems damped hopes for a near-term recovery in corporate profits.」と書いてある。つまり、マイクロソフトやサンのように誰でもが持っているような会社が、収益見通しに関して近々の回復期待を裏切ったということだ。

これまでの市場には、会計疑惑はあったしテロの危険性もあるが、「企業収益が株価を支えてくれるだろう」というかすかな期待が市場にはあった。しかし「それもだめ」ということで、週末のニューヨーク・タイムズには「many investors may have finally stopped believing in the stock market」（多くの投資家は、ついに株式市場を信じるのをやめたかも知れない）という表現も見られた。

もっとも、木曜の引け後に発表されたマイクロソフトの決算は概ね市場の予想通りで、悪くはなかった。悪かったのは、見通し。現決算年度の見通しを一株当たり数セント下方修正した。同社株は1.55ドル安の49.56ドル。一方、サンマイクロシステムズは第一・四半期に関して「小幅欠損」を予想、同じ1.55ドル安ながら、株価はたったの4.25ドルに落ちた。倫理なら、ブッシュの言うように議会が速やかに法案を通過させ、彼の言うような「complete honesty」は無理にしても、企業会計や企業の行動をより信頼できるものにしたら、株式市場は健全さを取り戻すかも知れない。しかし、「企業収益」そのものが悪化しているとしたら、回復には時間がかかるということになる。

金曜日にレポートを出した Tony Crescenzi ( market strategist at Miller, Tabak ) というアナリストのレポートの一部がウォール・ストリート・ジャーナルに掲載されているのですが、彼は各市場参加者の動向に関して次のように述べている。

「Tony Crescenzi, market strategist at Miller, Tabak, said individual investors are selling because they are disgusted with the market's downturn and concerns about corporate governance at major companies. Foreign investors are selling due to the falling U.S. dollar and a widening federal budget deficit. Pension funds are allocating more funds to bonds as falling stock prices create difficulties in meeting obligations to retirees. "In almost every camp there's justification for reduced equity exposure," Mr. Crescenzi said in a report Friday.」(下線は筆者)

個人投資家も、外国人も、そして機関投資家も誰も買っていない。「それでは誰が買うのか」という話になる。今のニューヨーク市場が「買い手不在」ということだ。

買いが入るとしたら、一つには恐らくレベルでしょう。誰もが安いと思う水準が近づけば、企業収益がどうであろうと、企業統治に疑念があろうと、買う人は出てくる。なぜなら、この世から企業というものがなくなり、経済活動の基盤でなくなる日は当分予測できないからです。企業の活動には価値がある。

また相場を長くやっていると自然に分かってくるのだが、相場が一方に向かう力あまりにも強い時には、それを相殺する動きが必ず出てくる。時には市場の内部から。週末のウォール・ストリート・ジャーナルには、「But in some cases, valuations have finally

been toppled from the altitude-sickness levels they hit during the stock-market bubble.」という記事もあった。つまり、ここまで下げてきてさすがにバリュエーションから買える銘柄も出てきたということである。他の新聞が下げたと騒いでいるときにこうした記事を流せるのはさすがである。

そして時には、政治の世界から。ブッシュがイライラするほど株価の下げを懸念しているとしたら、それを止める手だてをどこかで用意している筈だ。なぜなら、このまま相場の下げを放置すれば、それは接近した中間選挙での敗北、そしてその2年後での大統領再選は難しくなるからだ。

ブッシュは父親の二の舞を避けたいはずだ。今までブッシュ・サイドから出てきた市場洗浄策では相場は反発しなかった。問題は、新しいレベル（例えばダウ7000ドル、5000ドルなど）の下での新たな市場支援策は有効かもしれない、という点である。これは後に触れるがブッシュ政権の中では静かに検討が始まっているとも思える。

むろん、相場の早期回復やそれへの手がかりを求める動きがある一方で、ダウは3000ドルまで下がってもおかしくないとの弱気論もある。その代表的見方は先週のこのレポートで取り上げたDavid Ticeのそれで、株もまだ割高な上にアメリカではまだ不動産関係（ハウジング関係株を含めて）にバブルの影響が残っていると指摘している。彼は企業の不祥事は今後とも続くとの見方である。アメリカにおける不動産バブルと金利低下の関連に関しては、先週取り上げた。

それに関連して、日曜日の日経新聞には、興味深い記事があった。「米景気下振れ懸念強まる」という見出しのそれで、「エコノミストの間では、資産が1ドル増えたり減ったりした時に消費に与える影響は株式資産が3～5セント程度なのに対して、住宅資産は5～7セントとの見方が一般的」というもの。

株1ドルの上下が3～5セントの消費の増減というのは、昔読んだことがあって記憶にある。しかし、住宅資産1ドルの上下で5～7セントの消費増減は知らなかった。今後のアメリカ経済にとって「住宅価格がポイント」という見方は筆者が既に先週のレポートに示しておいた。

アメリカに住んだこともある身としては、今のアメリカ人が現在の低金利を「信じられない」という気持ちで見つめ、お金を借りたいと思っているのは分かる。向かう先は家や車。なにせ日本より遙かに金利の高い状態が続いた国ですから。私はこれを「低金利歓迎症候群」と呼んだ。

日経紙面に掲載されているチャートを見ると、米国の住宅価格の前年同期比伸び率は9%を頭にこうべを垂れてきている。垂れてきてもまだ上がっているということだが、どうだろうか。住宅を買う買わないの決定タームは長い。私の身の回りにも、90年代の半ばになって金利低下、不動産価格の低下を理由に住宅資産を作った人が多い。しかし、結果はもう5年待っても遅くなかった、ということだ。

株の3? 5セントに対する住宅の5? 7セントという数字も、当面のアメリカ経済のポイントが不動産価格にあるという見方（私もそうですが）の傍証だ。

### 《 a warning from Greenspan 》

ニューヨークの株価の大幅下落にもかかわらず、ドルはそれほど大きく下げたわけではない。対円は115円台の後半と、以前見たデジャブーの効く範囲である。むろん強くはないが、株の大幅な下落に比べればドルの下げは小さかった。

日本のマスコミ報道の中には、アメリカの株の下落とドルの下げが歩調を合わせていることから、ブッシュの株価対策の一つが直ぐにでもドル対策として具現化するのではないか、との見方もある。筆者はブッシュ政権の性格や、閣僚の発言、それに何にも増して国内の政治状況やニューヨーク株安とドル安との依然として低い連関性からみて、ブッシュ政権が株価対策の一環として日本とドル安で懸念を共有し、直ちに協調介入のような措置に出てくるとは考えていない。アメリカには、根強いドル安待望論がまだある。それを払拭するには、ドルの下げが直接的に株安を招来している印象がもっと強まらないといけない。

しかし、アメリカの当局の中にドル安がもたらしうる害に関して既に気づいている人はいる。グリーンズパンである。彼は16日の議会証言で、アメリカの政府当局者としては異例に長い時間を使って議会証言でドルの問題を取り上げた。「ドルは財務長官の管轄」と断りながらもドルについて長く喋ったもの。日経の報道によれば、投資コンサルタントのリチャード・メドレー氏は、グリーンズパンの発言を「ドル相場はこれ以上下落すべきでないという強いメッセージだ」と分析したという。彼の16日の議会証言での関連発言部分は以下の通りである。

A considerable volume of market commentary in recent weeks has suggested that concerns about earnings prospects and the proliferating revelations of serious governance and accounting issues have contributed not only to lower equity prices but also to a decline in the foreign exchange value of the dollar. And some of that commentary has extrapolated the trend of dollar weakness. As you know, the Secretary of the Treasury speaks for our government on exchange rate policy. But, given the recent intense interest in the future course of the dollar, I would like to raise a technical issue and a flag of caution regarding those forecasts--or, for that matter, any forecast of exchange rates. There may be more forecasting of exchange rates, with less success, than almost any other economic variable.

The reason that it is so difficult is that an exchange rate is a very complex price that balances, on the one hand, the demand for, for example, dollars stemming from the demand for dollar investments and for U.S. exports against, on the other hand, the demand for foreign currencies by U.S. investors desiring to acquire foreign assets and by U.S. importers of foreign goods and services. Hence, exchange-rate movements depend on shifting perceptions of the relative returns from investing in different countries and on the myriad influences on relative tendencies to import and export. The net effect of these factors over any future time period is extraordinarily difficult to assess in advance. Although measures such as real interest rate differentials, differential rates of productivity gains, and chronic external deficits are often employed to explain exchange rate behavior, none has been found to be consistently useful in forecasting exchange rates even over substantial periods of one or two years.

Our ability to attract foreign capital in coming years will help facilitate the increases in investment that will promote continued gains in productivity and standards of living. But policymakers should also recognize the important role that prudent fiscal policy can play in promoting national saving and maintaining conditions conducive to investment and continued strong growth of productivity. Beginning in the late 1980s, impressive progress was made in reining in federal expenditures and restoring a better balance between spending and revenues. The lower federal deficits and, for a time, the realization of surpluses contributed significantly to improved national saving and thereby put downward pressure on real interest rates. This, in turn, enhanced the incentives of businesses to invest in productive plant and equipment.

Recently, however, some of those gains have been given up. To a degree, the return to budget deficits has been a result of temporary factors, especially the falloff in revenues and the increase in outlays associated with the economic downturn. Those influences should tend to reverse over the next year or two, other things equal, although the

decline in revenues reflecting the drop in capital gains realizations, including those on options, is unlikely to be fully reversed. And the necessary rise in expenditures related to the war on terrorism and enhanced homeland security has also played a role, as have the tax reductions legislated last year. Unfortunately, there are also signs that the underlying disciplinary mechanisms that formed the framework for federal budget decisions over most of the past fifteen years have eroded. The Administration and the Congress can make a valuable contribution to the prospects for the growth of the economy by taking measures to restore this discipline and return the federal budget over time to a posture that is supportive of long-term economic growth.

(下線は筆者)

最初のパラグラフを読めば、この発言(16日)前の数週間に企業収益や企業の不正に対する懸念に関して大量のコメントがマスコミに流れ、それが株価の下げばかりでなくドル安につながったことをグリーンズパンが不快に思っていること、そしてそうしたコメントが今後のドル安持続を予測するものになっていることを懸念しているのがよく分かる。公的にアメリカを代表してドルに関して言える財務長官を置いて敢えて喋っているのだから、その思い(ドル安を懸念する)は相当強いと思慮できる。

では何をグリーンズパンは懸念しているのか。それは第三パラの「Our ability to attract foreign capital in coming years will help facilitate the increases in investment that will promote continued gains in productivity and standards of living.」に尽きるだろう。アメリカはまだ生産性を一層押し上げ、生活水準を上げるに役立つ投資促進の為には、来る何年間にもわたって外国の資本を引き付けねばならないからだ、と。つまり外国資本が必要だと言っているのである。海外の資本をアメリカが引き付けるためには、ドルに持続的下落予想が強くては出来ない、とグリーンズパンは言っている。

グリーンズパンはドル安予想コメントの続出に苛つきながら、国内貯蓄の促進や投資と持続生産性の伸びを図るのに必要な「節度ある財政政策(prudent fiscal policy)」を議会や政府が忘れつつあることに警鐘を鳴らしている。80年代の後半から財政支出の削減で多大な努力が支払われ、財政が黒字になったにもかかわらず、「Recently, however, some of those gains have been given up. To a degree, the return to budget deficits has been a result of temporary factors, especially the falloff in revenues and the increase in outlays associated with the economic downturn」と、再び大幅な財政の赤字(今年度で1600億ドル近く)になりそうな事態を嘆いているのである。

アメリカの生産性と生活水準を上げるのに必要な投資の資金の出所は、国内か国外。

しかし、国内（国内貯蓄増、財政赤字の削減）はテロ対策や景気のダウンもあって難しい。となれば、自然と海外依存は高まる筈だ。となれば、ドル相場には持続的な下落予想があってはならない。グリーンSPANは、多くのドル安予測をする向きはそのことを気づいているのか、と苛ついているように見える。これは、依然としてドル安容認論が強いブッシュ政権や米産業界に対する警告とも受け取れる。

### 《 but it will take a while 》

しかし、グリーンSPANの警告が直ちにブッシュ政権の政策に反映されるわけではない。つい今年の春先には「ドル高のアメリカの産業界に対する害」について政府にまで苦情を申し立てていたアメリカの産業界が、現在程度のドル安で直ちに口をつぐむ筈がない。また、グリーンSPANのような「外国資本が入ってなくなった場合のアメリカ経済が抱えるリスク」に関して、正しく事態を理解している人は少ないと思う。だからこそ、グリーンSPANは敢えて則を越えて発言したとも思える。

グリーンSPANの懸念をオニール財務長官などが共有しているかどうかは不明である。私が見るところ、オニール財務長官とブッシュ大統領は、ドルは今のみままでと考えているのではないか。二人の口からドルの先行きに対する真剣な不安が聞こえたことはまだない。ということは、アメリカがドル安阻止に本格的に動くのにはもう少し時間がかかるということである。

アメリカがドル安阻止に動くには、もっとアメリカの株価の下落がドル安につながり、ドル安がアメリカへの資本流入を妨げる事態にならないといけない。それまでは、ドルは軟調推移と言うことだ。

今週の主な予定は以下の通りです。

7月22日(月)	5月産業活動指数 日銀支店長会議 6月全国コンビニエンスストア売上 衆院予算委員会で経済・財政・金融問題の集中審議 外務省「変える会」最終報告
7月23日(火)	4 - 6月消費動向調査
7月24日(水)	6月貿易統計 日銀速水総裁講演 6月全国スーパー・百貨店売上
7月25日(木)	6月商業販売 6月電機大型店協会(NEBA)売上 ソニー・大和証研グループ本社4 - 6月決算発表 米6月シカゴ連銀指数



米4 - 6月雇用コスト指数

米6月耐久財受注

米6月新築及び中古住宅販売

7月26日(金)

6月勤労者世帯家計調査

7月東京都区部・6月全国消費者物価

米7月ミシガン大学消費者信頼感指数改定値

### 《 have a nice week 》

梅雨明けして、暑い週末でした。あまりにも暑いので外出は夕方にして、日中はなるべく外に出ないようにしてDVDを見たりしていた。その中の一つにオペラの「AIDA」があったのですが、これはなかなかよかった。オペラ好きの人には怒られそうですが、なにせ字幕が入っている。オペラはあちこちで見たことがあるのですが、面白くないのはイタリア語であろうと、ドイツ語であろうと、要するに何を言っているのか分からない。事前に調べておけば良いのですが、3人が同時に歌を歌うシーンなど理解の範囲を超えていた。

しかし、日本で売っているDVDでオペラを見ると、今誰がどういう歌詞で歌っているのか分かる。これと似た方式は新宿のオペラシティで「マダム・バタフライ」を見たとき。しかし、これも舞台両サイドの字幕で歌詞を教えてくれるだけで、誰がどの部分を歌っているのか分からなかった。DVDはその意味で完璧です。

ところで、今週から夏休み。今年の4月から大妻女子大学で非常勤講師をしているのですが、ここも先週で休み入り。9月下旬までの夏休みの間は何もなし。ほんまに大学の先生というのは、楽なのではと思ってしまいました。

毎週水曜日に2時限を連続して担当していたのですが、これがきつかったこと。90分授業を10分の休憩を挟んで二つやるのです。講演会だって、90分しゃべったらくたくたになる。それを二回やるわけですから。しかも、同じ内容の授業ではない。だから、結構準備も大変だった。

ネット上にサイトを設けてそれで効率的にと思ったのですが、高校を出たばかりの彼女達がPCを十分に持っている訳もなく、結局教材を作ってそれをコピーして渡す方式を取った。先週は二講座とも試験をしました。といっても、テーマを与えて、それをA4で2枚の紙にきっちりと書き込んでもらう、という方法。授業で教えた単語やテーマを使って、かつ自分の考え方をいかに展開しているかを見ました。授業に出席日数の足りない子には気の毒でしたがアウト。

それはそうと、クラスの子に「夏はどこに...」と聞いたら、案外「バイト」という答えが多かった。結構働き者なんですよ、彼女らは。

それでは、皆さんには良い一週間を。

《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》