

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1647号 2002年07月29日(月)

## 〈 Crisis : from U.S. to Japan ? 〉

週末の海外市場で米ドルを対円で118円80銭前後、対ユーロで0.9870ドル前後に大きく反発させるきっかけを作ったのは、日本の株式市場が示した脆弱性でした。それまで日本の株式市場はアメリカに比べて先行して、しかも長期間調整してきており、「新たな下げ余地は小さい」とされ、下げ続けるアメリカ市場とは「decoupling」(乖離)したとも言われていた。

しかし、週央から明確に下げに転じた日本の株式市場は、週末の26日になって急落した。一部の国内証券会社や生命保険会社(具体的な社名も挙がっていました)の経営について先行きを不安視するうわさが流れ、アメリカ市場の先行きに対する懸念も残る中で大量の売りを浴びたもの。日経平均の下げ幅は一時400円近くに広がった。引値は、前日比338円88銭(3.41%)安の9591円03銭。2月7日以来の9500円台の安値水準で取引を終えた。下げ幅は今年3番目。これは、今年2月6日に付けたバブル崩壊後の安値(9420円)に手が届く距離(striking distance) だと言える。

むろん、東京市場の株価下げにはアメリカ市場の株価動揺が深く関与している。背景はリパトリ(資金の本国還流)の動き。円安レベルからの10%以上の大幅な円上昇により、国内株が落ちている中でアメリカの機関投資家にとって円資産は貴重な利食い可能資産となっていた。日経平均は上がらなくても、ドル建てでは日本株は大幅に上昇していた。日本株を売り、または利が乗った日本の債券を売り、それをドルに転換したと考えれば、先週後半の日本株安、ドル高・円安は理解できるし、実際にその通りの動きだったようだ。

これは、アメリカの株式市場が危機の時にはこれまでも見られた現象で、例えばブラックマンデー直後も、大方の予想に反してドルはしばらく強かった。

もっとも、世界的に資産を動かしているアメリカの機関投資家がグローバル・アロケーションの国別組み入れ比率を直ちに大幅に変えることは出来ないとも考えられる。やはり、円高が進んで余裕が出た分を利食ったと考えるのが自然であり、リパトリが永遠に続くわけではない。その意味では、この面からの日本株売り、ドル高・円安には限界がある。

問題なのは、アメリカの機関投資家のリパトリ売りも吸収出来なかった東京株式市場

の脆弱性である。「景気底入れ・ゆるやかな回復持続」の予想が強い中での株安は、日本の経済システムが抱える脆弱性の表面化とも言える。

円安についても、リパトリの玉以外にこの東京市場の vulnerability を見て今まで円を買っていた向きが一気にドル買い・円売りに出たとも考えられる。ドル・ショートは一気に切らされた展開。ドルが上昇し、株も引けではかなりの上げになる中で、今まで脆弱に見えていたアメリカ市場が先週金曜日に限って言えば“強く”見えたのに対して、日本の市場は株価の東京市場での大幅な下げと、その後の円相場的大幅な下げで“弱さ”が目立った形。一見すると“危機”がアメリカから日本に移った形だ。

危機の移動が一時的なものかどうかは今週の日米株価、円相場の動きが示すことになろう。一万円を割り込んだ段階で出た日本の国内証券会社や生命保険会社の危機説は、依然として日本の金融機関の脆弱性、株価下げに対する感応度の高さを物語っている。つまり、景気底入れという外部環境があっても、株価の下げが金融機関の危機説に直結する状況が続いているということである。

では、リパトリが済んだら日本の株価は反発するのか。市場にはハイテク関連を中心に企業業績の減速懸念も根強い。また買い主体がない中でリパトリが続いている間は、下値は限られてはいるだろうが、今年2月のバブル後最安値更新の可能性もあると見た方が良いと思慮される。ニューヨークの株価も反発局面に一応入ったように見えるが、まだ不安定な状況が続くと見る。

### 《 a turning point with the yen 》

東京市場の株価下落の中で、これまで円高一辺倒だった円相場の先行きに対して見方が割れてきている。週末のウォール・ストリート・ジャーナルにはコネチカット州エセックスの為替分析会社 Foreign Exchange Analytics のパートナー、デービッド・ソリンの

「 "I think we have had a turning point with the yen," which could work its way lower, to between ¥122 and ¥124 to the dollar over the next two months. 」

という発言が紹介されていた。円相場は今後今までの予想とは別に122円から124円に反落するという意見である。先週末までは「円高予想」が圧倒的に強かった日本市場の円相場見通しも、今週からかなり割れてくるだろう。今まで景気底入れという環境の中で、「底値に近い」と思われていた日本の株式市場が改めて脆弱性を示し、それに伴って日本の金融システムの脆弱性を巡る議論が拡大しそうだからだ。

筆者は、現在以上に日本の株価が下げるような局面になれば、金融システムの脆弱性

の増大に一気につながる危険性があり、円が一転して安値追いになる可能性も十分あると見ている。今の外国為替市場は言ってみれば「less fragile」(どちらがより脆弱ではないか)の競争のようなもの。今までは「アメリカの資本主義の脆弱性」からニューヨークの株安が誘発され、それがドル安を誘引していた。つまり円の方が「株価も底堅い」という観点から「日本の方がless fragile」と思われていたのである。

しかし、先週後半にかけて見せた日本の株価の脆弱性や、金融機関に関する悪しき噂は、改めて日本の方が「日本の方がmore fragile」である可能性を鮮明に示した。つまり、アメリカの方がもしかしたら「less fragile」かもしれない、という見方である。

ただし、日本が抱える日本の巨額の対外収支黒字や、アメリカが抱える赤字といったファンダメンタルズ面での円優位は考えておかねばならない。円高圧力はいつでも存在する。問題は、システムの脆弱性が持つ意味合いは、時として多少の対外黒字のインパクトでは埋め合わせないほど大きくなる。筆者は、日本の株価は一万円を割った段階では「底値」に近いと考えており、その面では日本の株価は下がっても一時的なものに終わる可能性があると考えているが、金融システムの動揺度合いでは円安が進行する可能性があると考えている。

いずれにせよ今週の市場は、日米の株価や指標を見てかなり神経質な動きとなろう。現在のような市場では、短期的にはhit and runのディーリング方式が望ましいだろう。円相場も乱高下する可能性がある。

今週の主な予定は以下の通り。

7月29日(月)	6月鉱工業生産 経済財政諮問会議(来年度予算全体像取りまとめ)
7月30日(火)	6月完全失業率・有効求人倍率 米7月コンファレンスボー消費者信頼感指数
7月31日(水)	6月勤労統計 6月建築着工・住宅着工・建設工事受注 米4-6月GDP 米7月シカゴ購買部協会指数 英中銀金融政策委員会(~1日) 米地区連銀経済報告(ページブック) 自民党デフレ対策特命委「第3次デフレ対策」策定
8月1日(木)	7月新車販売(14:00) 米7月ISM製造業景気指数(23:00) 米6月建設支出(23:00) ECB理事会
8月2日(金)	米7月雇用統計(21:30)

米6月個人所得及び支出(21:30)

米6月製造業受注(23:00)

先週のアメリカの経済指標は、かなり割れた。ミシガン大学の消費者センチメント指数は6月末の92.4から88.1に大幅に低下。調査まで数週間の株価大幅下落がセンチメントの低下につながったとの見方が一般的だ。同大学の「将来の経済活動に対する態度指数」も6月の87.9から81に低下した。グリーンズパンFRB議長は最近の議会証言で、「こうしたセンチメント指数は注意して見るべきだ。我々にとっては彼等が何を言っているかではなく、何をしているかだ」と述べている。つまり、実際の消費行動、経済行動を見て判断しようと言う姿勢である。

では実際の行動はどうかというと、住宅の販売などは極めて活発である。筆者は数号前のこのニュースで、今の金利水準は大部分のアメリカ人にとって「予想もしなかった低水準」であり、これが時間差をもって住宅など大きな財の販売増加につながっていると指摘した。しばらくこの傾向は続くと思われる。今週は住宅以外の経済の動向を示す統計がいくつも出る。

### 〈 have a nice week 〉

相変わらず暑い週末でした。土曜日はお墓参りに狭山丘陵まで行きましたが、暑さよりも気持ちを奪われたのは、燃えるようなあの一帯の緑。木々の緑の強さが目にしみた。日本の緑には本当に勢いがある。いろいろ海外に行きましたが、あの狭山丘陵の緑ほど強い緑はあまり見た記憶がない。水がないか、風が強いのか、人が伐採してしまったかで、どこか「緑が惨め」なのが私が行った海外でした。数少ない例外はアメリカ大陸ですが。

人が長く住んだ中国のような土地では、木が燃料にされて地味が枯れ、大地は大体茶色がかっている。飛行機から見るとよく分かる。対して、狭山の緑は実に豊かで、高く伸びて、こんもりして、今にもトトロが出てきそうな印象さえする。日本は人が長く住んでいる割には、実に緑豊かな大地です。何らかの理由で人が住むことを止めたら、日本列島はすぐに緑に覆われるのではないかと、そんなことを考えながら狭山でお墓参りをしていました。

先週は「青い海原」に関連した話もありました。金曜日だったのですが、太平洋にあってメキシコの海岸のそばをヨットで航海中の白石康次郎さん(海洋探検家)と10分ほど話しました。彼がTBSのラジオ番組に洋上から出演したのですが、それが終わったあとで。私もその場に居ましたので。

彼が持っている電話はイリジウムの電話ですが、音声は非常に明瞭です。国内にいるような印象さえ受ける。航海の予定は一週間ほど遅れているようで、「これからパナマ運河に向かい、その後北上してニューヨークに着いてからレースに参加する」と。

彼の公式 HP は <http://www.jp.real.com/kojiro/> ですが、彼は洋上から HP を更新していて（日一回が目標だそうです）結構人気がある。どうしているのかな、と思って少しその話もしましたが、なにせこのイリジウムの電話のデータ通信速度は 2400 だと言うのです。写真一枚送るには、膨大な時間がかかる。しかも途中で切れる . . . . と。通信費は相当かかるらしい。ネットの出始めに我々が使っていた 9600 よりはるかに遅い。ですから、ftp は難しい。で、メールを東京の事務所に送って、事務所にアップしてもらっているらしいのです。

「風がないんですよ。遅れて困るんですよ」と。エンジンは付いているのだそうですが、使うと燃料が直ぐになくなる。今回も、アカプルコで燃料を補給したそうです。パナマ運河をヨットで通るとは、なかなか優雅ですな。もっと優雅に感じたのは、「来年の 5 月頃日本に帰ります . . . .」という彼の一言。青い海の上を来年の 5 月をメドに航海するとは、羨ましい。

まあ航海には膨大なお金がかかるようで、その資金調達が大変だとも伺ったことがある。優雅さだけの海の旅ではないようです。

それでは、皆さんには良い一週間を。来週は市場の状況次第ですが、お休みを頂くかも知れません。

*《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》*