

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1923号 2008年05月19日(月)

《 stabilizing markets 》

先々週後半の円高が、やはり一時的なポジション調整に過ぎないことが明らかになった先週一週間でした。ドル・円は再び105円台に戻った後、先週引けは104円台の前半。他通貨と円との関係でも、円は先々週の急激な円高状態以前の水準に反落した。

しかし、先週後半数日の動きで明らかになったのは、「今の段階でこれ以上一方的に円安に進むには材料不足」だということでもある。円金利の上昇の動きもあって、必ずしも円安が一方的に進む印象はしない。と言って、下(円高)は試した後なので、改めて下を再度トライの雰囲気も今のところない。となると、上下ともに手がけにくい週か。

この「手がけにくい」は、他の市場にも言えるかも知れない。日本株は特に先週など木曜日まで4日間連騰して、日経平均で600円近い上昇を記録した。例年の動きから見れば時期はずれな、外国人投資家の買いが続いているという事情もある。例年だと5月15日の決算集中日が入った週の相場は下げ調整に入るケースが多いが、今年はほぼ4年ぶりに同日を含む週で大きく上昇した。週末はさすがに調整したが、下げ幅は30円ちょっとと少ない。

日本企業の今年度(来年3月に終わる年度)の収益見通しは、調査機関によっても違うが5~7%の減益となる見通しとなっている。そうした中で株価のレベルはPERなどの指標で見ても、魅力的な水準を既に超えている、との見方もある。世界的な資金の流れにもよるが、底意は強くても上値はそれほど追えない状況だと考えられる。

そうした中で、他の市場がレンジの見通しが強い中で、債券相場は最近数週間と同様に激しい値動きの週となる可能性がある。これは、債券市場の相場観が一番揺れ動く段階にあるためだ。インフレ懸念がある一方で、アメリカを初めとして各国金融当局は国内の景気悪化の懸念から明確な引き締め姿勢を取れない、むしろ金融情勢的には緩和状況にある。こうした環境の中では、金融政策の先行きに対する市場の見方は大きく振れる危険性がある。

当局からもいろいろな発言が出ている。例えばこの週末には欧州中央銀行(ECB)のトリシェ総裁がブリュッセルの経済フォーラムで講演し、「明確なインフレ圧力がある」と述べた。同総裁は特にドイツやフランスでガソリンや食料品の値上がりが続いていることに強い懸念を示した。さらに「中長期の物価安定と経済成長は矛盾しない」とも発言して、当面は政策金利を据え置いてインフレ抑制を優先する姿勢を示した。

欧州連合（EU）統計局はユーロ圏の今年1-3月期の域内総生産（GDP）の伸び率が年率換算で2%台後半となったことを明らかにし、アメリカのサブプライム問題に絡む金融不安にもかかわらず、足元の实体经济が底堅く推移していることを明らかにした。しかしその一方で、景気は「今四半期には減速する」（欧州委員会報道官）との予測を明らかにしており、インフレ懸念を強調する一方で、景気の先行きにも配慮せざるを得ない状況。両睨みが必要な金融情勢ということである。

この間の事情は、アメリカでも日本でも同じである。アメリカでは、つい最近まで「新たな利下げ」が市場で討議されてきた。しかし今では「もう利下げはない。先行きは利上げ」との見方もある。日本でも最近までは「利下げも」というのが見方だったが、最近では「利上げも」となっている。こうした状況では、「低金利」に慣れた市場が金利上昇懸念の出した段階で「サーキットブレーカー」を惹起するほどに不安感を強めることもあるだろう。今後も市場心理の転換の素早さを反映する形で、日米ともに債券市場の相場観は大きく揺れ動くことになる。

《 conflicting remarks 》

金融市場や経済の先行きに対する当局者の発言も一貫しない。例えば、先週バーナンキFRB議長は良く引用されている発言の中で「These are welcome signs, of course, but at this stage conditions in financial markets are still far from normal.」（改善の兆候はあるが、現時点では金融市場の状況はとても正常とは言えない）と述べた。つまりまだ金融市場は「正常に程遠い状況」であると述べたのである。市場の慢心に警告した。しかし、それから3日後の16日にポールソン財務長官は、

「But in my judgment we are closer to the end of the market turmoil than the beginning. Looking forward, I expect that financial markets will be driven less by the recent turmoil and more by broader economic conditions and, specifically, by the recovery of the housing sector.」.

と楽観的な見通しを述べた。「私の判断では、現時点で我々は市場混乱の入り口にいるというよりは、出口に近いところにいる。この先を予測すると、私は今後の市場が混乱よりは、より幅広い経済の動向、特に住宅市場の回復度によって方向を決めるように思う」と明るいトーンで語った。

同じ現象を見ても、違う視点から見ればそれを表す表現が大きく異なるということはあつるし、この二人の場合には役割分担があるのかも知れない。どちらかが悲観を、もう一方が楽観を述べるというような。しかし、あまりにも正反対な発言になっている。二人の発言をネットで取得して全文で比べてもらえば良いのだが、金融市場が置かれている状況に関しても、この二人は正反対とも思える発言をしている。

こうした状況では、市場も「今の市場はどちらを向いているのか」といつも疑心暗鬼になるのは自然である。その疑心暗鬼は、ここ当面は債券市場での不安定な相場の動きを通して現象化する可能性が強い。

バーナンキの発言で筆者が興味を持ったのは、13日の講演の最後にある「Liquidity Regulation and Moral Hazard」の部分である。FRB はなりふり構わずベア・スターズを積極的に助けたが、その問題に関しても説明している。一重に市場の混乱の拡大を恐れたからですが、本来ならベアの置かれた状況は破綻に相当すると言えるものだった。しかし助けた。それはモラル・ハザードではなかったのか。

難しい問題です。バーナンキはこう説明した。

「But, if moral hazard is effectively mitigated, and if financial institutions and investors draw appropriate lessons from the recent experience about the need for strong liquidity risk management practices, the frequency and severity of future crises should be significantly reduced. 」

短い文章なので読んで頂ければ良いのですが、「if」が二つもある。この二つの条件が満たされれば、今回のベア・スターズ救済の経験によって将来の危機の頻度と厳しさは大幅に緩和されるだろう、と述べている。第一の条件はまだしも、二番目の条件はなかなか難しい。「もし金融機関や投資家が、流動性リスク管理に関する強い措置や慣行の必要性に関する最近の経験から適切に学ぶならば」というもの。

しかし実際には市場を構成する人は10年単位で交代し、記憶は薄くなり、そして市場に参加している人々は、しばしば熱狂に踊る。それが人間社会の定めのように思える。だからバブルは繰り返し起こるのです。

だから、それを抑える規制やルールの整備は重要です。しかしそれは、市場の効率と自律の側面を考えるとなかなか難しい。ということは、モラル・ハザードの問題は別にして、また市場が当局の登場を待たねばならないような状況が生まれるのではないかと考えているのです。

今週の主な予定は以下の通り。

5月19日(月)	4月東京地区・全国百貨店売上高 日銀政策決定会合(～20日)
5月20日(火)	4月コンファレンスボード景気先行指標総合指数 3月第3次産業活動指数 3月景気動向指数(改定) 4月コンビニエンス売上高 白川日銀総裁定例記者会見

	日銀金融経済月報
	独 4 月生産者物価
	独 5 月 Z E W 景況感調査
	米 4 月生産者物価
	北米半導体製造装置 B B レシオ
	米大統領選予備選 (ケンタッキー・オレゴン)
	中国人民銀行が預金準備率を 0.5% 引き上げ実施 (16.5%に)
	馬英九氏 台湾総統に就任
5 月 21 日 (水)	4 月日本製半導体製造装置 B B レシオ
	独 5 月 I F O 景気動向
	E C B 理事会
	米 M B A 住宅ローン申請指数
	米 F O M C 議事録公表 (4/29 ~ 30 開催分)
5 月 22 日 (木)	4 月貿易収支
	3 月全産業活動指数
	英 4 月小売売上高指数
	米 3 月住宅価格指数
	米 1 ~ 3 月住宅価格指数
	クロズナー米 F R B 理事講演
5 月 23 日 (金)	英 1 ~ 3 月 G D P (速報)
	英 1 ~ 3 月個人消費
	EU 5 月 P M I 製造業景気指数 (速報)
	EU 5 月 P M I 非製造業景気指数 (速報)
	米 4 月中古住宅販売件数
5 月 24 日 (土)	G 8 環境相会合 (24 日 ~ 26 日、神戸市)

商品相場が引き続き強い動きを示している。しかし全体的には高値波乱の様相も見える。原油価格などがバレル 130 ドルに接近する中で、今後の展開も波乱含みになるのではないか。今週はあまり大きな指標がないが、先週まで世界のあちこちで休みがあった。今週からは世界中の市場が開いている状況となる。

《 have a nice week 》

東京は雨も降りましたが、昼間は久しぶりに晴れた週末でした。2 週連続で週末のどちらかを野外で過ごしたのですが、前週の週末と土日では大きな違い。もう半袖で十分な季節になりました。千葉方面に行ったのです、車の数も大きかった。

ところで、市場関係者には是非読んでいただきたい本を紹介します。分厚く重い。しかし面白い本です。445ページもある。本の題名は、「市場検察」というのです。文藝春秋から。同社の担当者に「グローバルイゼーションと検察の関係を整理しては」と勧められたのがこの本を書ききっかけと著者が書いている通り、発想はそこにある。

普段はあまり考えないポイントだが、検察も日本経済の中で世界の検察の姿と自らを照らし、また日本経済の形を変えていくグローバルイゼーションの中で、何をターゲットに、何を目的にという思いはあったのでしょうか。そして検察そのものも変容を迫られた、ということです。

日米構造協議を経て「日本的慣行」とまで言われた談合との検察の取り組みから始まり、最近のホリエモン・村上問題までの市場不正との取り組みまで。壮大なドラマを見せられている印象がする。生き生きした展開を示す本である。読み始めて最初に思ったのは、「(著者が)ようこれだけ資料を残しておいたな」ということ。膨大なデータベースだと言える。まあ長年の取材が実った本とも言える。

この本が最後に取り上げている「検察が国民の審査を受けているのかどうかは」面白い着眼点だと思う。アメリカは検察官の地位は非常に政治的なポジションで、国民の目が常に行き届いているのである。著者は「(アメリカは)制度・運用ともに民主的なチェックが十分働いている」と書いている。

一方日本はどうか。任官するとずっと検察一筋である。国民が検察官を選ぶことは出来ない。にもかかわらず日本の検察が首相まで捕まえてきた実績を残してきたことから、「国民から絶対的な信頼」を集めてきた、という経緯がある。

しかし確かに「時代は変わった」。最近収監された元検察官がいたが、国民の検察に対する目も厳しくなったし、それはある意味で当然だ。「国民のチェックの利かない権力装置は胡散臭い」(著者)から、日本の検察システムが今のままで良いかという、違うのだろう。検察が取り上げた案件は非常に大きな関心が集まる。しかし検察が見送った案件は、実際には日本国民の大きな関心と呼んでも良い問題でも、闇から闇に消えてしまう。

いろいろな問題を考えさせられる良い本だと思う。一読をお勧めします。

それでは皆様には良い一週間を。

《当「ニュース」は住信基礎研究所首席研究員の伊藤(E-mail ycaster@gol.com)の相場見解を記したものであり、住友信託銀行の見通しとは必ずしも一致しません。本ニュースのデータは各種の情報源から入手したものです。正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。》