

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第2037号 2010年10月04日(月)

## 《 dollar is heading lower 》

先週は、ドルが円を含む通貨に対して弱含んだ一週間でした。介入懸念のある円よりは、ドルがユーロやオセアニア通貨に対して弱くなった。その結果、実に久しぶりにユーロ・円は114円台後半に、豪ドルは81円台、ニュージーランド・円は61円台になった。ドルは円に対しても弱く、じわじわと前回の介入ポイントである1ドル=83円に接近している。

今週も「介入の意図と手法を問われる一週間」になりそうです。先週も書いたように、ドルの頭が重いのはアメリカ経済の先行きに関する暗い見通しを反映したものです。それは先週取り上げたFOMC声明にも見る事ができました。アメリカの市場は、株式市場や債券市場を含めて「FRBによる新たな緩和」を予測して動いている。その前の週まで強かったニューヨークの株価も先週は頭が重くなった。週を通じてダウ平均で30ドル下落、5週間ぶりの前週比マイナスだった。金利低下、それに「金利低下によるアメリカ経済の成長再開」を織り込んでしまった、ということだろう。

今週は週初から日銀政策決定会合が開かれ、介入後も続くドル安傾向への日銀としての対応、具体的には金融政策面の措置を打ち出すかが注目される。他にもいろいろな指標が発表されるが、なんと言っても一番重要なのはアメリカの雇用に関する一連の統計だろう。6日に米9月ADP雇用統計が発表されるが、マーケットとしてこれは前菜。やはり一番注目されるのは週末8日に発表される米9月の雇用統計(労働省発表)だろう。

週が進むにつれて予測のセンターも変わると思うが、今のところ非農業部門の就業者数は5000人ほどの増加になると見られており、失業率は若干上昇して9.7%が予想されている。国勢調査による雇用のゆがみがまだ残っている影響もあって、全体統計には表れないが、9月については非農業部門の中の民間部門の就業者数は8万人ほどの増加が予想されている。いずれにせよ、まだアメリカ経済の雇用創出力は弱い。

先週の末の段階で83円割れ寸前だったドル・円が、前回の介入ポイントだった82円台のハイになったときに日本の通貨当局がどのような態度に出るかは、今のところ予測が出来ない。改めて介入すれば、仙石官房長官が口を滑らせたようにこの水準が「防衛ライン」ということになって、それが続けば今は日本の介入にはどちらかというと同情的で表立って批判を控えているアメリカなどの通貨当局から、「通貨の固定」「操作」という批判が出てくる可能性がある。

一方で、例えば82円割れ、81円割れと許せば、株式市場が嫌気して下げることが予想されるが、国内から批判を浴びかねない。そういう意味で非常に難しい局面に立ち至ると考えることが可能で、その意味では今週はドルが一方向的に上げに転じる可能性がないだけに、日本の通貨当局にとっては試練の一週間と言える。

### 《 hot-potato 》

この週末に筆者が一番注目したのは、SECとCFTCが共同で米東部時間の9月30日に発表した「5月6日に起きたフラッシュ・クラッシュに関する報告書」です。覚えている人が多いと思いますが、ニューヨークの株式市場はその日、たった30分ほどの間で特に明確な材料もなくダウ平均で往復1500ドル以上スイングした。この日、ニューヨークのダウは一時前日引値比998ドル安になり、それが世界的な市場の混乱の原因となった

ニューヨークの株価の急落は当然ドル安要因で、日本で盛んだったFX取引で円ショートをしていた人のかなりの部分が、まずストップロス・オーダーで、次には口座の損失限度額オーバーでの強制カットで大きな損失を被ったと言われる。つまり、報告者はアメリカから出たが、実は世界中の投資家が注目していた報告書だと言える。SECとCFTCはそれが起きた5月の中旬過ぎにも暫定レポートを出したが、私はその時に「期待を裏切るものでした」と書いたが、今回も同じです。再発防止は担保されていない。

レポートは「<http://www.sec.gov/news/studies/2010/marketevents-report.pdf>」にpdfファイルとして存在しており、104ページもありますが、概要は最初の11ページほどを読めば分かる。分かり安い英語です。「5ヶ月という時間をかけて、分かったのはこれだけか」（当初から言われていたことの再構成のように見える）、「防止策は明確にはない」と分かる。もっと恐ろしいのは、フラッシュ・クラッシュを引き起こしたのが誤注文でも、コンピューターの故障でもなく、「the large fundamental trader」の一つの注文だったということです。そのトレーダーは、全ボリュームに対する自分の注文の執行限度を9%としただけで、価格に対する縛りをしなかった。それが故に、「ホット・ポテト現象」が起きたとこのレポートは指摘する。

「ホット・ポテト (hot-potato) 現象」とは、熱いポテトを投げられた人は、それが熱いが故にもっておられず次の人にまた投げる現象を指します。投げられた人はまた熱いからその次の人に投げる。この場合は売りの連鎖。つまり、「the large fundamental trader」、言うなればまっとうな市場参加者のオーダー（報告書にも mutual-fund company とあり、ウォール・ストリート・ジャーナルには Waddell & Reed Financial と名前を書いてある）が、その時既に荒れていて、流動性の枯渇気味の市場では「ホット・ポテト」となって一気に下げを加速した。市場の短いブレイクのあとは、今度は一気に上げに転じた、という展開。

報告書は通常なら市場の下げの緩和機能を持つ

- high frequency traders ( “HFTs” ) and other intermediaries<sup>8</sup> in the futures market;
- fundamental buyers in the futures market; and
- cross-market arbitrageurs who transferred this sell pressure to the equities markets by opportunistically buying E-Mini contracts and simultaneously selling products like SPY, or selling individual equities in the S&P 500 Index.

が機能しなかった背景を説明し（6 ページ）、さらに以下のようにアルゴリズムが抱える問題に触れている。

「The Sell Algorithm used by the large trader responded to the increased volume by increasing the rate at which it was feeding the orders into the market, even though orders that it already sent to the market were arguably not yet fully absorbed by fundamental buyers or cross-market arbitrageurs. In fact, especially in times of significant volatility, high trading volume is not necessarily a reliable indicator of market liquidity.」

### 《 so fragmented and fragile 》

問題はここからです。5月6日のフラッシュ・クラッシュから得た教訓として報告書は以下のように主に二つ挙げている。

教訓1 = One key lesson is that under stressed market conditions, the automated execution of a large sell order can trigger extreme price movements, especially if the automated execution algorithm does not take prices into account. Moreover, the interaction between automated execution programs and algorithmic trading strategies can quickly erode liquidity and result in disorderly markets. As the events of May 6 demonstrate, especially in times of significant volatility, high trading volume is not necessarily a reliable indicator of market liquidity.

教訓2 = Another key lesson from May 6 is that many market participants employ their own versions of a trading pause—either generally or in particular products—based on different combinations of market signals. While the withdrawal of a single participant may not significantly impact the entire market, a liquidity crisis can develop if many market participants withdraw at the same time. This,

in turn, can lead to the breakdown of a fair and orderly price-discovery process, and in the extreme case trades can be executed at stub-quotes used by market makers to fulfill their continuous two-sided quoting obligations.

つまり価格の縛りをつけないアルゴリズム取引の危険性を指摘し、市場から多くの参加者が撤退（オーダーを引っ込めること）したときには流動性危機が発生し、それが「公正で秩序だった価格発見・形成プロセスの崩壊」（the breakdown of a fair and orderly price-discovery process）に繋がる、と。その結果起きるのは、「trades can be executed at stub-quotes used by market makers to fulfill their continuous two-sided quoting obligations.」（異常な価格での相場形成）だということです。これに関連して言うならば、報告書には以下の記述がある。

「Between 2:40 p.m. and 3:00 p.m., approximately 2 billion shares traded with a total volume exceeding \$56 billion. Over 98% of all shares were executed at prices within 10% of their 2:40 p.m. value. However, as liquidity completely evaporated in a number of individual securities and ETFs, 11 participants instructed to sell (or buy) at the market found no immediately available buy interest (or sell interest) resulting in trades being executed at irrational prices as low as one penny or as high as \$100,000. These trades occurred as a result of so-called stub quotes, which are quotes generated by market makers (or the exchanges on their behalf) at levels far away from the current market in order to fulfill continuous two-sided quoting obligations even when a market maker has withdrawn from active trading.」

SEC や CFTC の報告書発表に当たった人たちは、「このレポートは市場への信頼を高めた」と自画自賛しているが、そうでしょうか。ウォール・ストリート・ジャーナルが「a market so fragmented and fragile that a single large trade could send stocks into a sudden spiral」と言うように、私には「アメリカのコンピューター化された市場は基本的には脆弱なまま」「アルゴリズム取引への取り組みなどもうちょっと具体的な市場安定化策が必要」と考えた。ちょっとがっかりですね。

---

今週の主な予定は以下の通りです。

10月4日（月）

日銀政策決定会合（5日まで）

米8月製造業受注

ASEM首脳会合（5日まで）

豪市場休場

- 10月5日（火） 白川日銀総裁記者会見  
米9月ISM非製造業景況指数  
ユーロ圏8月小売売上高  
豪中銀金融政策決定
- 10月6日（水） 米9月ADP雇用統計  
英中銀金融政策委員会（7日まで）
- 10月7日（木） 8月景気動向指数（速報）  
9月オフィス空室率  
9月工作機械受注  
米9月ICSCチェーンストア売上高  
ECB理事会  
独8月鉱工業生産  
豪9月雇用統計  
ブラジル9月消費者物価  
ノーベル文学賞発表（見込み）
- 10月8日（金） 9月企業倒産件数  
9月景気ウォッチャー調査  
米9月雇用統計  
米8月卸売在庫  
世銀・IMF総会（10日まで／ワシントン）  
独8月貿易収支  
ノーベル平和賞発表
- 10月9日（土） G7財務相・中央銀行総裁会議

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。まあ徐々に寒くなって、やっと「日本には四季が残っていた」と思える週末でした。夏がこれだけ暑かったら、「冬はどうなるのだろうか」と思えるのですが、あまり予断は持たない方が良くかもしれない。

この週末はかなりまとまっていろいろな文章を書きましたが、その一つは8月末から9月にかけて行ったチベットに関してです。この週末に、「中国がチベットや新疆ウイグル自治区と同じように南シナ海、東シナ海の諸島も“核心的利益”に格上げした」という報道がある中で、それを勘案しながらチベットに関して書きました。

「<http://www.ycaster.com/chat/2010tibet.html>」と

「[http://arfaetha.jp/ycaster/chat/asia/cyberchat\\_8.html](http://arfaetha.jp/ycaster/chat/asia/cyberchat_8.html)」

に置いてありますので、ご参考に。チベットと尖閣諸島は、同じように中国の「核心的利益」の範疇に入ったと言うことです。

それでは皆様には良い一週間を。

《当「ニュース」は住信基礎研究所主席研究員の伊藤(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。》