

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1420号 1998年03月13日(金)

〈 loss of confidence 〉

今週顕著になった日本における金融スキャンダルの拡大は、円安、債券高、株安をもたらしましたが、その影響は今後も尾を引きそうです。日本国内の報道もそうでしたが、海外の報道ぶりも軒並み大きく、これが特に海外の投資家の日本に対する不安感をかき立てた。ある国の政府当局に対する信任の欠如が相場に影響を与えた例は、過去にも多くある。1970年代後半のカーター政権に対するウォール街の不信感は、70年代と80年代の“インフレの時代”を背景に、ドル安、債券安、株安の「トリプル安」を現出した。

今回の日本における「信任の欠如」(loss of confidence)は、債券高を伴っており「トリプル安」にはなっていませんが、それは債券相場を取り巻く基本的環境が「デフレ」であるという背景によるもので、深刻さにおいて劣るものではない。大きく下がってはいない株価にしる、既に価格支持操作が入っているとの見方も出ていて、放置すればもっと下がっていたと見られる。

今朝の新聞によれば、政府・自民党は12日に郵便貯金や簡易保険などの公的資金を株式市場に投入して株価を支える「PKO」を3月中に実施することを決めたという。既にオペレーションは始まっているとの見方もある。しかし、これはバンドエイドに過ぎない。企業業績が急激に落ちている現状では、外的に株価を支えようとしても無理がある。きっちりとした景気対策を講ずることが必要で、「PKO」でたとえ今月中の株価がもったとしてもその後はひどい下げが来て、しっぺ返しを被る危険性が高い。

捜査当局が考える問題ではない、ということを理解しながら言えば、今回の一連の逮捕劇は最悪のタイミングで起きている。アジア経済も動揺し、日本経済も海図を失っており、その国際経済に対する影響に関して懸念が深まる中での動揺。捜査の先行きに関しても、日本経済の先行きについても、「着地点」が一段と見えなくなった。着地点が見えなければ「不安感」が高まる。投資家は迷い、消費者心理は落ち込み、企業収益は悪化し、雇用に対する不安は深まる。言ってみれば「Chaos」(ケオス)状態になってきている。これは、日本経済、アジア経済、そして世界経済からすれば、非常にタイミングが悪い。景気的一段落ち込みの可能性は、さらに高まったと言える。

アメリカ経済は今のところ順調で、株価も高値を更新しているが消費者の債務の積み上がりなどもあり、今後成長率は下がってくると思われる。年後半にはかなり鈍化しよう。

今の世界経済でアメリカ経済が落ち込みに直面したときの図式を想像すれば恐ろしく、そのためにも日本で思い切った構造問題に取り組む景気刺激策が取られる必要があるが、今のところその見通しは遠い。

何かあればトップの首を取るだけに問題を矮小化して事を済ます今の野党勢力では、たとえ政権交代が起きたとしても日本経済の当面の「着地点」を見通せる政策は難しいと見られる。ということは、今の混迷状態が続くということである。これは困ったことだ。

〈 lowest ever for Japanese bond yield 〉

日本の景気悪化見通しに一番端的に反応したのは、長期金利です。12日の債券市場では指標銘柄の182回国債利回りが業者間取引で一時1.495%まで低下、初めて1.5%を下回った。市場で国内景気の先行きに悲観的な見方が強まるなか、生命保険会社など機関投資家の間に債券の買い安心感が広がったため。資金が貸し倒れリスクの高い融資に回らず、元利払いが確実な国債に集中する「risk averse」の傾向も続いている。

長期金利は今週に入って下げ足を速め、12日は3日連続で過去最低を更新した。しかし、これは日本のインフレリスクの少なさを反映したものというより、景気に対する悲観論、またはデフレ懸念に対するもので、決して健全とは言えない。為替は日本の大幅黒字・アメリカの大幅赤字（70年代、80年代の米政府に対する“信任の欠如”は、米貿易収支の赤字を背景に起きている）があるために必ずしも一方向の円安には行かないが、それでも円安圧力は強い。

日本での一段の景気悪化見通しに対して、アメリカは強い懸念を表明するに至っている。今朝ネット上で見た米ウォール・ストリート・ジャーナル紙（サイトのURLは、<http://interactive.wsj.com/edition/current/articles/SB889659965932634500.htm>）には

「Backed by Europe, U.S. Prods Japan to Lift Sluggish Economy」

（米、欧州の応援を受けて日本に景気刺激を要求）

という記事があり、その書き出しは次のようになっているが、この記事を見るまでもなく、アメリカ政府の日本政府に対する「景気刺激要求」はいつになく強まっていると言える。アメリカが求めているのは、「減税」と「公共投資」である。

「 WASHINGTON -- In a series of private conversations between senior U.S. Treasury officials and their Japanese counterparts, the U.S. is telling Tokyo with unusual specificity that Japan urgently needs to cut taxes and raise spending by \$65 billion to \$80 billion.

The U.S. increasingly is concerned that Japan is preparing to do too little to stimulate its moribund economy. Unlike its previous attempts to prod Tokyo on fiscal and trade policy, the U.S. has widespread support from Europe and Asia.

The campaign involves a "confluence of five years of effort, a crisis of substantial magnitude and demands of greater openness [by Japan] on the part of our trading partners," U.S. Trade Representative Charlene Barshefsky said.」(下線は筆者)

アメリカが日本経済の再生を早急に望むのは、それがアジア経済の回復に必要不可欠だと考えているからである。米財務省や IMF は日本の財政政策は「緊縮型」であり、それを「中立型」に戻すためには、減税を実施した上で 500兆の GDP (国内総生産) の 1.2% に相当する財政支出をする必要があると見ているという。この記事によれば、米政府が望ましいと想定している日本の財政支出の規模は 8兆円から 10兆円。

こうしたアメリカの立場は、今までもルービン財務長官、サマーズ財務副長官の口からも何回も出ているが、同国は 5月中旬にバーミンガム (イギリス) で開かれるサミットで「日本の景気回復」を欧州やアジア諸国の支援を受けて最大の議題にする意向のようである。

「Some within the administration believe they can pressure Japan at the mid-May summit meeting of the seven largest industrial nations in Birmingham, England.

"In the absence of further measures [by Japan] between now and May. I'd expect a good deal of focus on Japanese policies in Birmingham," said Daniel Tarullo, who recently resigned as an adviser to President Clinton on international economics. "That isn't a prospect regarded with pleasure by the [Japanese] Ministry of Finance."」(同)

アメリカの意向の背景には、同国の対外収支が一段と悪化する見通しが強まっているという事情がある。米商務省が 12日発表した 97年 10-12月の経常収支 (季節調整済み)

は 456 億 1900 万ドルの赤字となり、過去最高水準を記録した。サービス関連の黒字が減少したほか、移転収支や海外投資収益の赤字が増えた。この結果、赤字幅は前期に比べて 5.8%の拡大。

この結果、97 年通年の経常収支は 1664 億 4600 万ドルとなり、87 年に次いで史上 2 番目の高水準となった。97 年の財(モノ)の貿易赤字は 1989 億 3400 万ドル、サービス関連収支は 852 億 9100 万ドルの黒字。海外投資収益は前年の 28 億 2400 万ドル黒字から、142 億 7700 万ドルの赤字に転じた。

ただし今の日本経済の現状から考えれば、アメリカの言う「減税」「公共投資」という見慣れたメニューだけでは経済活動は容易に動き出しそうもない。「減税」は来年、再来年まで確定し、消費者に「見通し」を与えるものでなければならないし、「公共投資」も政治家の「票集め」に使われるようなばらまきの性格のものでは意味がない。地方財政が著しく傷んでいる現状に鑑みれば、その対象や方法まで従来型から離れなければならないと思える。

もっと重要なのは、このニュースで何回も指摘しているように産業構造が大きく変わっているわけだから、雇用の流動化対策がどうしても必要である。職場を変わっても働く人に不利にならない、自信を与える一連の法(年金関連法規など)改正を急ぐべきである。法人税に引き下げもメニューである。スキャンダルのような表面に浮き出た現象の対処に政治家の精力が大きく割かれ、「首のすげ替え」のみに注力しているようでは景気はいつまでたっても回復しないと思われる。

マーケットの観点から言えば、日本がこうした一連の措置を取れなければ、債券は買いスタンスで、円と株は基本売りスタンスを崩す必要はなさそうだ。今の政治情勢では、しばらくはこの可能性が強い。円や株を持続的に買い、債券を売らざるを得ないのは、日本が消費者や企業に将来への自信を与える政策が取られてからである。ただし、日本の巨額の経常収支の黒字、対するアメリカの赤字がある現状では円の安値にも限界がある。

〈 NASDAQ is merging AMEX 〉

今週の主なマーケット・アクティビティとしては、先週 6.10%前後まで上昇した米債券利回りの低下。経済の力強さを示す統計にも関わらず、木曜日の引けまでに 5.86%まで下がった。指摘してきたとおり、経済の強さにも関わらずアメリカ経済が置かれている基本的環境は引き続きインフレ発生を予測させるものから遠く、金利上昇圧力は極めて弱いと言える。米債券は依然として、6.0%以上は買い場ということである。

木曜日には 2 月の小売売上高が発表になり、全体で 0.5%の増加、自動車を除いて 0.6%の増加と市場の予想とほぼ同じ強い数字になったが、債券はこの統計にほとんど影響されることなく日中利回りを下げた。2 月の統計は予想通りだったが、1 月の統計は当初発表の 0.1%増から 1.0%増に大幅上方改訂されており、普通だったら利回りは上昇

してもおかしくない環境。同債券の利回りは水曜日の段階では5.935%だった。アメリカ経済は今後徐々に減速してくると考えられ、それから見てもまだ債券は魅力的な投資対象である。

あと今週目に付いたニュースと言えば、NASDAQによるAMEX併合の報道。NASDAQは、70年代の初めにスタートした株式の電気的・マーケットだが、今はNYSE（ニューヨーク証券取引所）に匹敵する規模と影響力を誇っている。これに対して、AMEXはNASDAQより60年も古い伝統を誇るものの、ニューヨークの証券市場の中では地位低下が著しかった。AMEXはNASDAQを運営しているNASD（National Association of Securities Dealers）の傘下に入ることになると言う。

設立はNASDAQが1971年、AMEXは1911年。60年の伝統の差。しかし、実力は全く逆で、上場株式数はNASDAQの5487に対してAMEXは771に過ぎない。一日当たりの平均取引高も、6億6400万株に対して、2400万株。NASDAQの出来高トップ5には「インテル」「シスコ・システムズ」「3COM」「マイクロソフト」「オラクル」とハイテクの優良企業が並ぶ。これに対して、AMEXは、「VIACOM」「XCL」などで知っているのは「Trans World Airlines」くらい。

一番違うのは、NASDAQがコンピューター・マーケットであるのに対して、AMEXが伝統的なOpen Outcryのマーケットだと言うこと。二つの合体は、明らかにニューヨーク証券取引所（NYSE）への対抗を狙いとしている。NASDAQは80年代の急成長のあとやや足踏み状態。AMEXはこのまま行けば、存在価値も疑われかねない。一つNASDAQにメリットがあるとすれば、AMEXのオプション・マーケットを取り込めるという点。SEC（証券取引委員会）の承認など関門は多いが、取引所でさえも「競争関係」にあるというアメリカらしい話です。

《 have a nice weekend 》

今朝は朝家を出るときに部屋を全く暖房していないことに気が付きました。それだけ暖かくなってきているということです。気候はかなり温かくなってきました。しかし、事件は真冬を思わせるような事が多い。早期に解明が進み、日本経済に活力が戻ることを期待したいものです。

先日紹介した「花粉症に即効性のあるジュース」に関しては、大勢の方から「関心をもった」とのメールや質問をもらいましたし、今朝は「非常に良く効いた」というメールも来ました。あった質問の一つは「（使うのは）どんなシソか」というもの。発案者に聞いたところ、それは「青紫蘇」だそうです。ある一家では、「圧倒的に青紫蘇の方が効いた」とのこと。

まあ「花粉症」には、いろいろ対処方法はあるのでしょうか。マスクをするというのも一

つ。薬もありますが、あまり強いのは副作用がある。まだしばらく続きそうです。

紹介した方法も、いくつかある方法の一つとして良かったら試して下さい。それでは、皆様には良い週末を。