

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1462号 1998年10月12日(月)

《 more volatile week ahead 》

今週も世界の金融市場（株、為替、債券など）は、神経質で不安定な動きとなりそうです。先週金曜日に挙げた大きな要因以外にも、

1. 外為市場のみならず、多くの市場で参加者が激減しており、またそれぞれの参加者にとっての取引のカウンター・パーティー（取引可能な先）がクレジットや格付け上の問題などで減少して市場の流動性が全体的に著しく落ちており、こうした市場の「薄い状態」は直ちに解消されそうにないこと
2. それに関連して、例えば為替の電子ブローキングなどではカウンター・パーティーが限定される市場参加者（通常はクレジットの低い参加者）は、better なプライスが見えない（システム的にその参加者が取り引きできる相手の出しているプライスしか表示されない）上に、社内ルールなど水準に関係なく悪いプライスをたたかざるを得ない状況に置かれており、これが価格変動を急激なものにしていること
3. こうしたことから、世界的に各地市場での価格の変動は不安定なものにならざるを得ず、この不安定さが市場参加者の不安感をかき立て、また損切りルールなどに基づく強制的取引を増大させて相場変動を神経質なものにしていること

などの環境を指摘できる。ニューヨークの株式市場でも顕著に見られる「不安定な市場環境」が、例えばアメリカの消費者の先行き不安感を増幅させるなど、実体経済面にも影響を与え始めている状況。こうした中では、相場が早急に落ち着きどころを見つけるのは難しい。しばらくは、時として発生する相場の大きな動きを織り込みながら、時間の経過を待つしかない。時間の経過の中で徐々にポジションがほぐれ、経済や相場の先行きに対する見方も固まりはしないが、少なくとも安定感をもったものになってくる。今週はまだここに到達するには時期が早いと思われる。

一つ一つの市場を見ていくと、まず為替で一番重要なのは「yen carry trade」がどの程度過去1週間ほどの相場変動の中でほぐれたかです。しかし、これがほぐれるにはまだまだ時間がかかると見た方が良く、何せ過去数年をかけてたまったポジションである。しかも明らかになってきているのは、「yen carry trade」をしていたのはヘッジファンドだけで

はないということだ。日本を含めて、世界中の機関投資家がやっていたことが明らかになってきている。

しかも重要なのは、コップの中で恐竜が動けば水がこぼれるごとく、自らのポジション解消で大きな損失を被るファンドが続出している点で、例えば著名なヘッジファンドであるタイガー・ファンドは先週後半の一直線な円高相場の中で20億ドルの損失を出したと伝えられている。「ヘッジファンド主導の市場」ではあるものの、彼らも犠牲になる相場展開が進展しているのである。

その意味では、ヘッジファンドは大きくなり過ぎた。あたかも80年代の日本の生保のように。自らが動いた時に相場が動くようになれば、投資家の取引自由度は著しく低下する。低下すれば、市場の変動では犠牲になる。「注目されるようになったら、その投資家は終わり」という相場の世界の格言が、再び思い起こされる状況である。

〈 market intervention ? 〉

為替市場では今週も投資家がのたうち回るのが予想できる中で、出方が注目されるのは当局である。次の一手は「ドル売り」と思われていた日本の通貨当局が、「ドル買い」を行うかもしれないとも思える状況が生まれているが、肝心なのは今のような状況の時ほど、買いでも売りでも当局が「最後のスタビライザー」として、市場に安定感と流動性をもたらす必要があるということだろう。

かねてからニューヨーク連銀は市場が disorderly かどうかの目安として、市場に「two way price があるかどうか」を目安としているが、その意味では先週後半の一時期の市場は完全に「one way」で「disorderly」だったと言える。介入の条件は整っていると見る。ただし、「(介入は)勝てる時にやりたい」(権威の問題もあり)という気持ちは分かるので、そのタイミングが先週は見つからなかったということかもしれない。しかし、一方的なポジション解消の動きも徐々に進展してきた中で、今週は介入の可能性ありとみたい。

具体的なレベルは予想の範囲を出ないし、相場変動のスピードなども大きな要素となる。しかし、ドル・円で言うならば1ドル=110円を割るドル安、140円に接近する円安には介入の可能性ありと見たい。当面ということで見ると、円高阻止の介入の可能性が高い。

現在の為替相場は「ファンダメンタルズに関係ないポジション整理の相場」で、問題は混乱の後、つまり「波乱後」である。急に円高派が増えているが、これは疑問である。むしろアメリカ経済の先行きをどう見るかという問題と関係しているが、日本の経済を見ると、円が持続的に上昇する理由は日本サイドにはない。理由を挙げれば以下の通りである。

1. 日本の金利は依然として世界最低であり、現在の混乱が収まって市場が安定を取り戻せば、世界的に円資金調達に根強いニーズがあり、日本を巡る資金の大きな流れは引き続き流出だと思われる

- 2 . ある国の通貨が持続的に上昇するためにはその国に資本が集まる環境がなければならぬが、低い金利水準、株式相場の低迷、不動産市場の先行き不安定など依然として日本は「魅力的な投資先」にはほど遠いこと
- 3 . 構造改革から金融システムの再生まで、日本が行わねばならない改革の展望が開けてくるのはまだ先の長い話であり、それまでは日本の政治も経済も困難な時代を muddle through できるに過ぎない
- 4 . 今回の円高で、今まで業績が良いと思われていた輸出企業にも大きな打撃を受けるところが出てきており、日本の目先の成長率は一段と鈍化する可能性が高い

などである。混乱が続く間は、時として目をむくような円高局面が出現しようが、そうした動きを繰り返していく中で、ポジションの整理が進み、徐々に120円台の落ち着いた相場になると考える。時間がどのくらいかかるかは不明だが、割合早い時期ではないか。その後は130円台の展開になると見る。

ただしアメリカ経済が予想外の鈍化や混乱（消費の著しい鈍化やクリントン絡みの政局不安）を示したときにはこのシナリオを変える必要があるが、今のところその可能性は低いと思われる。

株については、香港市場で行われたような介入は先進国市場では予想できない。せいぜい値幅制限の設定、改定程度か。ニューヨークの株式市場は年初のレベルを下回ってきたが、ここ数年という単位で見ると、依然として高いレベルにある。また週末金曜日の市場がどの指数で見ても反発したことで示されるとおり、依然として反発力がある。

心配なのは日本の株である。円高の中で、これまで市場を支えてきた国際優良株にまで売り物が広がっている。日本企業の株式の多くはレベル的には買えるのに、完全な買い手不在となっている。海外の機関投資家がポートフォリオや資本毀損の中で、売りを先行させている為だ。「買えるレベル」と言ってみても、実際に買いに入る資金がなければならぬ。今はこれが欠けている。日本の株を買う brave な資本は、個人の資金と公的資金くらいになったが、個人の資金はまだ動いていない。現在は売られ過ぎの状態、時に大きく反発する局面もありそうだが、日本企業の業績の持続的改善の見通しがなければ、株価の持続的反発は期待できない。

世界の株式市場を見ると、かなり跛行した動きをしている。例えば、先週金曜日の香港市場は大幅高となっている。これは、ヘッジファンドの買い戻しとも言われ、特に香港経済に明るい材料が出たためではない。全体的なポジション巻き戻し、レバレッジ比率引き下げの動きの中で、あちこちで思わぬ相場変動を生じていることになる。これらをファンダメンタルズで説明するのは無謀である。

今週も、この手の荒っぽい株式相場の動きになりそうだ。

《 interest rates are declining 》

債券相場は、アメリカで大きく崩れた。指標30年債の利回りは水曜日には4.86%前後だったのが、木曜日には5.0%になり、金曜日には5.123%となった。全体的構図は、「steepening of yield curb」(イールドカーブのスティープニング)で、資金が長期債からより安全な短期に流れたという構図。しかし、日本では長期債が売られる現象は見られなかった。上昇した通貨の国の債券だったため。

しかし、5.123%のアメリカの債券相場は、つい数ヶ月前に比べても「上昇した」とか「高い」と言える水準ではない。このレベルはまだ、FF金利の5.25%をも下回っている。世界経済全体のデフレ的なトレンドを織り込んだ水準に止まっている。

実際のところ、先週一週間の世界の市場を見るならば、信用力の落ちる債券の利回りが上昇したのは今の世界の資本全体が持つ「risk-averse」な傾向から当然だとして、その他の金利は全体的には低下傾向を辿っている。特に低下の兆しを示したのは欧州の政策金利で、スペイン、イギリスなど数カ国が0.25%からの利下げを行った。EMU参加国の利下げは、金利をコンバースさせるオペレーションの一環でもあるが、世界経済全体の動向を受けたものであることも確かだ。

筆者は、今回一部で見られた金利の上昇は、主にクレジットの問題を受けたもので、世界経済全体の基調的な金利低下傾向は変わらないと見ている。資本の異常な動きが世界的に投資を抑制すると見られ、これが世界全体の経済活動を鈍化させるとしたら、それ自体は全体的な金利低下要因だと考えている。ただし、信用力のないリスクが高いと思われる債券、対象に対する金利は大幅に上昇する局面がありそうだ。

今朝のNando Timesによれば、アメリカとイギリスの政府はそれぞれ自国の中央銀行に対して、金利早期引き下げの圧力をかける共同方針を持っているようである。記事は、

「 The British and U.S. governments have secretly agreed to put "discreet but firm pressure" on their central banks in a bid to obtain "early" interest rate cuts, the Financial Mail reported Sunday.

と述べている。あまり聞いたことがない新聞の報道ですが、この合意は先のIMF総会の場で決まったという。先週イギリスは、レポ金利を0.25%下げて7.25%とした。その前には、同じくアメリカがFF金利の0.25%引き下げを行っている。圧力云々の話がなくても、アメリカとイギリスの中央銀行は機会を見て利下げを行うでしょう。金融システムの安定の為には、また今のデフレ的な物価・経済状況を見れば、この二カ国が金利を引き下げる理由は十分にある。欧州諸国の利下げも続くでしょう。筆者は、アメリカのもう一段の利下げは早期に行われると見ます。

今週の主な予定は次の通りです。相場が、指標以外のところで動き始めていて、影が薄くなっていますが、

12日(月曜日)	8月の日本の機械受注(企画庁)
13日(火曜日)	日銀政策決定会合 フランクフルトで欧州中央銀行(ECB)理事会
14日(水曜日)	日本の経済戦略会議
15日(木曜日)	速水日銀総裁の記者会見 8月の日本の国際収支(大蔵省発表) 10月の日本の金融経済月報(日銀発表) 9月の米卸売物価
16日(金曜日)	金融政策決定会合議事録要旨公表(9月9日分) 9月の日本のマネーサプライ 9月のアメリカの消費者物価 9月のアメリカの鉱工業生産・設備稼働率

《 have a nice week 》

やっと秋らしい週末でした。土曜日と日曜日ではまた空気が違って、日曜日の方が冷えていた。これからは、日々寒くなるのでしょうか。この季節、着ているものがその人その人によって随分違います。昨日の街も、見ていて面白かった。冬支度の人もいれば、夏の格好の人もいます。

先週の水曜日だったと思うのですが、東京国際フォーラムで開かれた韓国産業資源部(日本の通商産業省)主催の「韓国投資環境説明会」に出席して、午前中一杯主に同国経済のマクロ部分の説明を聞きました。金大中大統領の来日に合わせて行われたこの説明会は盛況で、席はほぼすべて埋まっていた。韓国側からの出席者は、朴泰栄長官ら154人に及んだという。急速に自由化・規制緩和への舵を切りつつある韓国経済への期待やウォン安などで、最近だけで日本の対韓国投資は約2.6倍に増加しているという。この説明会は、この増加しつつある日本の対日韓国投資を一層促進させることを狙いとしたもの。

韓国が大統領の訪日に合わせる形で日本の文化(映画など)の解禁を決めたことや、2002年のワールド・サッカー日韓共同開催が接近するに従って、日本と韓国の間に関係ができつつあるような印象を受けました。会場では、説明会の講師にもなる国民投資顧問の姜さん、大宇証券の孫さん、同証券東京事務所長の金さんらと「やあやあ」ということでしばらく話しましたが、こうした関係は今後いっそう輪が広がるのではないかと思います。

日本の対韓国投資を促進するための説明会ですから、「今が韓国への投資のしどき」とい

う話が一杯出てくるのですが、その一番の「売り」は何だったと思います。韓国側が特に強調していた。それは、「金大中大統領のリーダーシップ」。日本の投資誘致団がたとえばアメリカに行って、日本の「売り」の第一は「小渕首相のリーダーシップ」だとは残念ながら言えないでしょう。「売り」の第二は、「経済危機克服のための国民の団結心」だと。

さらに韓国は、明らかに日本にないものを獲得しつつある。それは「改革のスピード」。野村総研のソウル駐在代表もその点を指摘して、「ソウルから見ると、日本は遅く見える」と。私も金大中が年初にジョージ・ソロスと会談した直後からこの点を指摘してきたが、同じ見方の人はいるものです。韓国経済は、その規模、持っている技術力、マーケティングの力、新製品開発能力などなど日本に劣る面は多い。早々に差が埋まるものでもないことは確かです。しかし、韓国経済が日本という国がもっていないものを持ち始めていることは注目して良いし、ワールド・カップ共同開催で日本と韓国の間に関係ができつつある予感がしたことも確かでした。説明会も、欧米並のパワー・ポイントを使ったスマートなものでした。

韓国には去年の秋に行きましたが、また機会を見て行きたいと思います。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》