

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1538号 2000年04月17日(月)

〈 2.1 trillion has been lost 〉

注目された週末ワシントンでの先進7カ国蔵相・中央銀行総裁会議（G7）は、円にもユーロにも、そして金曜日のニューヨークの株価暴落にも触れずに長い声明を発表して終わりましたが、今週はニューヨークの株式市場の動向が一番の注目の的となるでしょう。特に月曜日のニューヨークの株式市場が重要です。寄り付きは売り残りから下げるにしても、その後押し目の買いを集めて反発できるかどうか。今日のレポートのポイントは次の通りです。

- 1 . 週末にワシントンに集まった先進各国蔵相・中央銀行総裁会議の最大の関心が円やユーロの水準にではなく、直前に発生したニューヨークの株価の大幅な下落にあったことは明確である
- 2 . 世界経済の柱だった米国の金融市場が動揺の色合いを強めている時に、世界でもっとも低い金利を維持していた日本があえて金利の引き上げに踏み出せるわけではなく、声明は「確実な民間需要の回復は未達成」として日本は「ゼロ金利政策の脈略の中で、デフレ懸念の払拭を確かなものとするために十分な流動性を引き続き供給することを決めた」と指摘している。これは当面、日本銀行がゼロ金利政策を維持することを意味する
- 3 . この声明の背景には、日本の景気回復の足取りに疑念を強く持つアメリカの意向がある。また、日本国内にも景気の先行きへの懸念からゼロ金利政策解除に慎重論があることから、日本銀行のゼロ金利政策解除は
1) 日本でのデフレ懸念の払拭 2) 景気の足取りが個人消費の面からも確実になること—に加えて、3) として「世界の金融市場の安定」が一つ条件として加わったと考えられる
- 4 . ゼロ金利政策継続にもかかわらず、日本の景気回復の足取りが確実になるにつれ、また米国経済の鈍化が進む中では継続的にドル・円相場には円高圧力がかかってくることは確実である。筆者は依然として日銀のゼロ金利政策は少し先延ばしになるにせよ年内に解除されると予想する。日本の通貨当局は円高阻止で介入を使ってこようが、筆者は時間の経過

とともに円は90円台の水準を目指すと考え

5. FRBの金融政策はインフレ懸念が強まる中では今後も小幅な利上げを継続すると見ることが出来るが、株式市場の動揺がどの程度米国経済を冷やすかで不確定な要素が入ってきたと見るのが自然である

この週末に一番私が注目したのは、土曜、日曜の間にアメリカのマスコミ、エコノミストなどが金曜日に発生したニューヨーク株の大きな下落をどう総括するかでした。それが、今週からのニューヨークの株と世界の株式市場の動向を大きく左右するからである。市場の先行きを見るには、センチメントは非常に重要。

その前に、金曜日のニューヨーク株の下げを振り返っておくと、以下の通りです。各指数の金曜日の引値、前日比、パーセントで見た下げ幅。やはりかなり大きい。

指数	金曜日引値	前日比	パーセント
Dow	10305.77	-617.78	-5.66%
Nasdaq	3321.29	-355.49	-9.67%
S&P 500	1356.56	-83.95	-5.83%

ニューヨーク株の主要指標の指定期間内の動き

	Nasdaq	Dow	S&P
先週一週間	-25.3%	-7.2%	-10.5%
年初来14日まで	-18.4%	-10.4%	-7.6%
高値からの下げ幅	-34.2%	-12.1%	-11.1%
対一年前比	+32.5%	-1.0%	+2.19%

金曜日一日のダウとNASDAQの下げ幅は、ポイントとしては史上最大。パーセントで見ても、金曜日の下げはNASDAQとしては史上二番目（ダウの金曜日の下げはパーセントではワースト5にも入らない）の大幅なもので、一週間という単位で見ても上の表で明らかとなり、先週はNASDAQで25.3%、ダウで7.2%、S&Pで10.5%を失っており、アメリカの株式投資家が被った損失は先週一週間だけで2兆1000億ドルに達していると見られる。これは、世界の大部分の国のGDPを上回り、アメリカ自身にとっても自らのGDPの約四分の一に相当する。

これだけの富が失われれば、投資家の市場に対する見方が変化する。信用で株を買っていた投資家のほとんどは、金曜日の午後は証券会社からのマー

ン・コール（追い証）の電話に追いまかれたと見られ、この証拠金を作るための株の売却がまた下げを誘発するという悪しき循環になっている。その意味では、ニューヨークの市場は「欲望の市場」から「恐怖の市場」に変わり、良いニュースより悪いニュースに敏感に反応する市場になったと思われる。

《 Monday will be crucial 》

問題は月曜日とそれ以降の市場の動向である。週末のアメリカの様々なメディアの見方は、割れていると言って良い。これは当然で、開いてみなければ誰にも分からない点が多い。一つコンセンサスのようなものがあるとしたら、ニューヨークの株式市場の回復は今回に限って言えば、「回復は V 字型ではなく、U 字型になるだろう」という点である。つまり、相場が本格的な反騰に向かうのは時間がかかると言うことである。投資家の打撃は大きい。「ゲームの感覚は失われ」(ニューヨーク・タイムズ) 信頼感が戻るのにも時間がかかると思われる。

まず売り方を見ると、先週一週間を通じて主役は機関投資家だったと思われる。特に金曜日の売りの主役は、大手の機関投資家だったと言われる。デイ・トレーダーは別にして、長期的視点から株式を保有している個人投資家は株式を売っていない。しかし、個人投資家でも最近株式市場に参入したグループは新たに株を買う余力はない。「個人投資家で金曜日の下げの後でも株を購入する財力をもっているのは、5年以上前から株をやっている人々である」という指摘もある。

ということは、月曜日からの市場の動向に大きな影響力を持つのは機関投資家と古くから株をやっていて手元流動性が豊かな個人投資家ということだ。週末のブルームバーグのニュースの中には、「一部の機関投資家は、バーゲン・ハンティング（安値拾い）の資金投入を計画している」と報じている。対象はハイテク株ではなく、売り上げ、業績などがしっかりしている企業の名前を挙げるところが多い。

投資家の買いが入るにしても、「極めて選別的」なものになる可能性が高い。ということは、市場全体が大きく持ち上がるようなことはないということである。今週は多くの企業から業績が発表される。その中味を検証されることになる。

全体的に、市場のアナリストらは今回の NASDAQ を中心とする下げを「健全」と見ている。筆者もこの見方に賛成である。確かに NASDAQ は先週一週間だけで 25% も下げ、高値からは 34.2% も下げた。しかし、一年前に比べると NASDAQ は依然として 32.5% も上昇している。金曜日の引値 3400 ドル台は、去年の 11 月に世界中のハイテク株が Y2K に伴う金融緩和環境の中で

大きく上げ始めたレベルで、その分を失っただけという見方もできる。ドイツの蔵相も NHK のインタビューに対してこうした答えをして、「心配はしてない」としている。

政府サイドからも、月曜日からの市場の安定を促す言葉が出てきている。クリントン大統領は土曜日に記者団に対して

「SEQUOIA NATIONAL FOREST, Calif. (April 15, 2000 6:56 p.m. EDT
<http://www.nandotimes.com>) - President Clinton reassured Americans about the economy following Wall Street's sharp plunge, saying Saturday that "I still think we're going to have a very good year" with modest inflation and strong growth.

The president said the investment climate and markets "will take care of themselves. I think that they'll go up and they'll go down but I think long-term trends are quite positive."

He said the projected inflation rate for the year "is still quite modest and the projected growth rate for the year is still strong.

"If we stay with our economic policy and the American people's productivity continues to increase, as it is going to, I still think we're going to have a very good year."

と述べ、アメリカ経済は引き続き強いこと、インフレも依然として落ち着いていること、アメリカの生産性が上がれば今年も非常に良い年になると投資家の心理の沈静化を図ろうとした。

クリントンが心配するのも無理はない。アメリカは90年代に完全に「株の国」になった。退職金のアカウントも株依存が高い。昨年第四・四半期には株（個人投資勘定、ミューチュアル・ファンド、401Kなど）が家計の富の三分の一を占めるに至った。問題は、アメリカの消費者が今回の下げをどう見るかです。消費が適度に冷えるのなら同国経済にとって望ましい。「強すぎるアメリカ経済」の背景は、個人消費の強さにあったからです。問題は消費が過度に冷えるかどうかです。多分それは、今後の下げとその期間による。だからクリントンは、目を長期的な視点に振り向けて株の下げが持続しないように国民にメッセージを送った。

今回の株価急落をもたらしたのは、クリントンが「全体的な状況はまだ良い」としたインフレに関する統計である。3月の消費者物価は0.7%と11ヶ月ぶりの大幅な上昇になった。これはエネルギー価格の大幅上昇を受けたものだが、消費者物価はコアで見ても0.4%と予想の倍、過去5年で最大の上げとなった。これに先だって卸売物価も大幅な状況になっており、市場はインフレ懸念とそれに対するFRBの大幅利上げを懸念している。

しかし、筆者は既にエネルギー価格は高値から大きく反落していてアメリカのエネルギー価格が今後も上昇することはないと考えられること、またデジタル技術が持つ物価引き下げ圧力は非常に大きいことなどから、アメリカの物価情勢が直ちに手に負えないものになるとは考えていないし、FRBは今後も慎重な金融政策を行うと予想される。その意味では、ニューヨークの金曜日の市場は、行きすぎたインフレ懸念に納税対策の売りが重なり、それにマージン・コールが加わったものだと考える。

〈 no more sharing 〉

ニューヨークの株価急落という環境下でG7が出来ることと言えば、「事態の沈静化を図る」ということで、声明もその線に沿ったものとなっている。世界でもっとも低い金利の日本に着いては「十分な流動性」という単語を使って市場を安心させ、またアメリカ経済のところでは、「経済は健全」としている。

過去2回のG7声明と比較した場合の今回の声明の特徴は顕著である。

(1999年9月のG7声明) 日本経済への認識と措置

Japan's economy has shown signs of positive growth, although prospects for continued recovery in private demand remain uncertain. In these circumstances, and in view of the yen's appreciation, the Japanese authorities reiterated their intention to implement stimulus measures until domestic-demand-led growth is solidly in place and, in the context of their zero interest rate policy, to provide ample liquidity until deflationary concerns are dispelled. Banking system strengthening measures, including bad asset disposal, and structural reforms will continue to be important.

(2000年1月のG7声明) 日本経済への認識と措置

Japan's economy has shown some encouraging signs of recovery, although a sustained recovery remains to be established. In these circumstances, the Japanese authorities are implementing the second supplementary budget and announced FY2000 budget proposal maintaining stimulus to ensure domestic-demand-led growth. They reiterated their intention, in the context of their zero interest rate policy, to

provide ample liquidity to ensure that deflationary concerns are dispelled. Measures to further strengthen the financial system and structural reforms will continue to be important.

(今回の G7 声明) 日本経済への認識と措置

The Japanese economy has not yet achieved a secure recovery in private demand, although there have been some positive signs. It is important that macroeconomic policies support sustainable domestic demand-led growth. The Japanese authorities decided to continue, in the context of their zero interest rate policy, to provide ample liquidity to ensure that deflationary concerns are dispelled. Structural reform should be continued to promote an increase in productive potential and financial sector restructuring.

(99年9月のG7声明) **The international monetary system and exchange rates**

6. We discussed developments in our exchange and financial markets. We shared Japan's concern about the potential impact of the yen's appreciation for the Japanese economy and the world economy. We welcomed indications by the Japanese authorities that policies would be conducted appropriately in view of this potential impact. We will continue to monitor developments in exchange markets and cooperate as appropriate. (米財務省サイト = <http://www.ustreas.gov/press/releases/ps120.htm> から)

(今年 1 月 22 日の G7 声明) **Exchange Rates**

6. We discussed developments in our exchange and financial markets. We welcomed the reaffirmation by the Japanese monetary authorities of their intention to conduct policies appropriately in view of their concern, which we share, about the potential impact of yen appreciation for the Japanese economy and the world economy. We will continue to monitor developments in exchange markets and cooperate as appropriate. (日本の大蔵省サイト = <http://www.mof.go.jp/english/if/if008.htm> から)

(今回の G7 声明) **Exchange Rates**

We discussed developments in our exchange and financial markets. In this context, we emphasized our view that exchange rates among major currencies should reflect economic fundamentals. We continue to monitor developments in

exchange markets and cooperate as appropriate.

特に為替に関する今回の声明の文章は、「円」を特定もせず、「懸念を共有する」のワーディングも落ちて、過去2回のG7以前によく見られた文章に戻った。先週のレポートで指摘した通り、筆者は前回レポートでそもそも円相場の水準に対して実際に行動しているのは日本の通貨当局だけである点に触れて、「G7 声明が円を特定して懸念を共有しても円高基調は動かない」と指摘した。今回の声明は日本の景気回復の足取りやアメリカの対外収支の悪化から見て、先進各国が円高に対する日本の通貨当局の懸念を共有できなくなっていることを示したと見る。その点、あまり日本の通貨当局が円相場のレベルを恣意的に固定化しようとするれば、今後はそれに対する批判が寄せられる環境になったと言うことである。

G7の日本経済に対する認識の変化は、声明で使われている単語から見ても明らかである。昨年9月には「signs of positive growth」を、今年1月は「encouraging signs of recovery」を指摘したが、今回は「positive signs」と去年の9月と同じ単語を使いながら、懸念が残る点については過去2回が全般であったのに対して今回は「a secure recovery in private demand」(個人消費の確実な回復)が達成されていない点にエリアを限定している。既に設備投資に動意が見ていることに配慮したものである。

こうした環境の下では、日本が時期尚早とも言えないレベルに為替相場を固定し続けることには大きなリスクが生ずると考えるのが自然である。今週はとりあえず東京や香港の株の下げ幅に関心が集まるでしょうが、やはり最大の関心事はアメリカの月曜日の株価の動きと言うことになるでしょう。

資料編

今週の主な予定は次の通り。

4月18日(火)	米3月住宅着工
4月19日(水)	米2月貿易収支
4月20日(木)	米3月財政収支

日本の2月産業活動指数

(以下の資料はワシントン・ポストから)

NASDAQのポイントで見た下げのワースト5

1. April 14, 2000	Down 355.10
2. April 3, 2000	Down 349.06
3. April 12, 2000	Down 286.27
4. April 10, 2000	Down 258.25
5. Jan. 4, 2000	Down 229.46

NASDAQ のパーセントで見た下げのワースト 5

1. Oct. 19, 1987	Down 11.35%
2. April 14, 2000	Down 9.66%
3. Oct. 20, 1987	Down 9.00%
4. Oct. 26, 1987	Down 9.00%
5. August 31, 1998	Down 8.56%

ダウのポイントで見た下げのワースト 5

1. April 14, 2000	Down 616.23
2. October 27, 1997	Down 554.26
3. August 31, 1998	Down 512.61
4. October 19, 1987	Down 508.00
5. March 7, 2000	Down 374.47

ダウのパーセントで見た下げのワースト 5

1. October 19, 1987	Down 22.61%
2. October 28 1929	Down 12.82%
3. October 29, 1929	Down 11.73%
4. Nov. 6, 1929	Down 9.92%
5. Dec. 18, 1899	Down 8.72%

《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》