

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1448号 1998年07月24日(金)

《 weak week for Japanese assets 》

自由民主党の総裁選挙とその後を巡る不安感、ムーディーズの日本国債格下げ方向での見直し発表などを背景に、円相場や株式が軟調に推移した一週間でした。特にムーディーズの格下げ方向での見直し発表は特にその時期が予想外で、円相場や株式市場のトーンを全体に重苦しいものにした。

ムーディーズは今年4月に日本国債の格付けを再検討すると発表したときは「二年以内」としていて、その時は「随分先の話だ」とされた。それから3ヶ月での今回の発表は「大幅な前倒し」の印象となっている。ムーディーズの履歴から見ると、これは7割以上の割合で実際の格下げにつながる。時期は不明だが、これも「前倒し」される可能性が強い。

自民党の総裁選挙は小淵元官房長官を中心に戦局が展開しているものの、

1. 今日の午後2時から開かれる総裁選挙が一回の投票で決まるのか、
2. 決戦投票になって2、3位連合が出来てその結果がどう出るのか、
3. 特に小淵氏が総裁になった場合に、不満分子が自民党を飛びだして政界再編の動きが出るのか、
4. また新総裁を頂いた自民党に野党は国会運営で協力するのか

など、極めて多くの不確定要因が残されている。3の場合は、自民党から飛び出る議員が14人を上回って総理大臣指名選挙で野党サイドに廻れば、政局は全く読めなくなる。政界の一部には自民党を飛びだした小沢党首以下の自由党がその後惨めな展開をしていることから実際には「脱出組」は出ないか、出ても少数と読んでいるようだ。

しかし、これはその場になってみなければ分からない。また、たとえ自民党が首相を出しても、野党が参議院で過半数を占めている現状では、野党が法案審議のペースを握っていると言える。

全体的には日本の政局は「一瞬先は闇」の印象が強まっていて、これが不安感を高めて相場の足を引っ張っている。筆者は少し時間をかければ日本の政治も望ましい方向にいくという見方だが、野党を含めた国内政治が「経済運営だけ」を念頭に進んでいるわけではなく、短期的には「不安感」が台頭するのはやむを得ない。その間の金融市場の動きは極

めて神経質だろう。

ムーディーズの日本国債格下げの方向で見直しは、予想外の時期での発表でした。同社の販売政策もあって最も注目されるこの時期に発表したのですが、いくつかの点で疑問が残る。

同社が「格下げの方向での見直し」の理由としているのは、次の4点です。

日本経済が従来の政策では対処できない深刻かつ構造的な問題を抱えている
中期的な構造改革と経済運営について国会と政府当局でコンセンサスが得られて
いない

公共部門の財政問題が中期的に悪化し続けると見られる

日本の対外支払い能力が低下の兆しをみせている

またムーディーズは、ビッグバン後日本の資産が外貨建て資産にシフトする懸念を指摘している。ムーディーズは具体的には投資対象国としての日本、国債の格付けを最上級のAaaから格下げの方向で見直すとしている。あわせて、日本開発銀行、日本輸出入銀行、東京都など政府保証する外貨建て債券も格下げの方向で見直す。

日本の「国」が格下げされれば、日本の銀行が海外市場で資金調達をする際の金利が上昇し、銀行によっては経営に悪影響を受ける可能性がある。またこれはカントリー・シーリングであるため、どのような日本国内優良企業でも、このシーリングを超えられないことを考えれば、日本企業全体にとっての調達コストの上昇となる。個々の日本企業については既に、アメリカの格付け会社は引き下げの動きを見せていた。

筆者はムーディーズが挙げている最初の3点についてはまだ頷けると考えているが、第4点と「ビッグバン後に日本の資産が外貨建て資産にシフトする懸念」については賛成できず、今回の格付け見直し方向発表には疑念が残ると考えます。世界最大の債権国であり、民間を含めると5000億ドル弱の外貨資産を持つ国への評価とは思えない。ムーディーズは民間の外貨資産の活用に問題が起きると指摘しているようだが、日本は公的資金だけでも巨額の対外資産を保有している。

しかし、同社が世界の市場で持つ力を背景に、発表があった23日の昼前の市場では、円が売られ、株も一時日経平均で100円近く下げた。もっとも、株はその後反発し、円も下げ止まりを見せている。

《 many problems for American rating companies 》

一般的にアメリカの二つの格付け会社が抱える問題点は以下のようなものだと考えられる。

1. 日本では「米大手格付け機関」とあたかも中立的な団体のように表記されるものの、ムーディーズ、SPとも「民間企業」であって、特に公的に認められたものでもなんでもない。従って、あくまでも両社の最終目標は「利潤の最大化」である
2. 強制調査権はないので、公開情報や経営者へのインタビューが「評価・判定」の中心である。調査の公正さには問題が残るし、時にバイアスがかかる
3. 利潤とは、「情報の購読料」「格付け手数料」。後者は甘くしたり、勝手格付けの場合は格付けを辛くするなどの傾向に陥る危険性もある

「勝手格付け」とは頼まれてもいないのに「投資家の要請があるから」と格付けを行うケースで、営業政策上の販売促進策とみられている。アメリカではこの「勝手格付け」を巡って、訴訟まで起きている。しかし、市場での影響力が強まった今では、市場参加者が両社の発表を無視するのは難しい。

こうしたことから、日本では大場理事長率いる国際金融センターが「格付け機関を格付けする」準備を始めている。JCIFは、「どういう基準でやっているか」「当のアメリカの企業は、格付け機関をどう見ているか」「カントリー・シーリング」をどう捉えているか、などを調査中という。

一番肝心なのは、日本経済とその運営の健全性を高めることであるが、日本からも正当に国や企業を評価できる機関を育てる努力をすることだろう。今はアメリカの2社だけが実力的には世界中の債券を評価し、格付けしていて、必ずしも健全な姿とは言えない。

グリーンスパン連邦準備制度理事会議長が上下両院で行ったハンフリー・ホーキンス法に基づく議会証言は、「バランスの取れたもの」との評価が一般的だが、二つの点で極めて特徴的でした。第一は、日本に関する言及が極めて多かったこと。例えば第一日目の上院での証言では、その後のQ and Aを除いて実に「10回」も「Japan」または「Japanese」という単語が出てくる。これはワード上で検索をかければ一発で判明します。私の記憶では、これは極めて異例。

第二は、アメリカ経済を前回と同じく「virtuous cycle」(好循環)と表現しながらも、先行きにはいくつかの懸念を表明している点。物価の番人であるからして、証言の最初から「インフレ警戒」を前面に出しているのはある程度当然としても、株価や低迷を続ける日本以外の海外諸国経済に懸念を表明している。

株価に対する懸念は、予想以上の強さでした。前回株価に言及したときは、「FEDの議長に株価を下げる権限があるのか」といった批判を浴びてそれ以後抑制してきたのですが、証言の前後に株価が史上最高値を更新する中で、株価へのグリーンスパン議長の強い懸念が出た内容となっている。同議長は、

「歴史を見れば、株式市場の行く手にはかなり大きな調整が待ち受けているはずだ。

問題はその時が何時来るかが分からないということだ。株価は、一直線の(inexorable) 上昇など続けることは出来ない」

「もう一つ分からないのは、退職金、年金勘定で巨額の株式投資をしているアメリカの中産階級が、この株価の調整を見て一斉に市場から逃げるのか、それとも安値買いのチャンスと買いに入るかである」

と述べている。同議長にとってはその後の株価の反落は「歓迎すべきもの」と映っているはずである。23日のニューヨーク市場では、株価はダウで見て195.93ドルも下落したが、水準は9000ドルを下回った程度で、まだ小さい(%で見て)。ニューヨークの株価の最近の動きを見ると、以前のように高値を連日更新するような状況ではなくなっている。新値をつけてもその後は大きく反落して、上昇ペースは落ちてきている。アメリカのアセット価格上昇にはブレーキがかかってきた印象で、これはドルの上値追いの力を弱めていると考えられる。

また今回の議長の証言では、「foreign developments」を小見出しとした部分がある。アメリカ、カナダ、西ヨーロッパが低インフレ、失業率低下傾向の着実な成長を遂げているのに対して、問題を抱えた地域として多くの途上国、共産主義からの移行期間中の諸国、それに日本を挙げて、こうした諸国への強い関心を示している。アメリカ経済が海外諸国経済の動向から受ける影響が強くなった証拠であると同時に、こうした諸国の経済運営にアメリカの成功例を教えたいという気持ちもあるのだろう。

一方でグリーンズパン議長は、日本のバブルとその後の展開をアメリカ経済の先行きとだぶらせて見ているようで、株価や銀行のマージン低下、全般的なリスク感覚の低下などについて「事前警告」を怠っていない。「Japan」が繰り返し出てくる背景は、こうしたところにもある。

〈 have a nice weekend 〉

スカッとした天気にはならない一週間でした。昨日のオールスターなど天気予報ではできそうもなかったのに、できてしまった。予報官泣かせの、我々にとってもあまり歓迎できる天気ではなかった。週末も今一つ冴えないようです。

ムーディーズのこの時期での発表は、日本が抱える問題が深刻であることを認めても、あまり気分の良いものではありませんでした。個人的な印象ですが、一つ問題だと思うのは、従来私もそうだったと思うのですが、ムーディーズやSPを「会社」と表記せずに、日本では「機関」と表記すること。知らない人が見れば、「どこかの公的機関」「利潤を目的としない財団」のようなものだと思ってしまう。しかし、両社ともれっきとした「利潤追

求の会社」です。そこにはいろいろな思惑もあるでしょう。しかし、日本のマスコミはより実状に近く、両社を「会社」と表記すべきだと思う。「機関」として、こちらから両社を権威付けしてやる理由はない。

問題は、そういう「会社」が「global standard」の波に乗ってあたかも「公的機関」のような役割を果たし始めたことです。たまたまですが、25日には日本でも「Windows98」が一斉に発売される。これも一種の「global standard」です。しかし、「利潤追求」の企業が握る「global standard」には様々な問題がある。多分通信などが発達した今後の世界では、こうした各種の「global standard」と国や市民社会の本源的なニーズ、セキュリティとの関係をどう考えるのか、どう調整するのかというのは大きな問題になるでしょう。司法省のマイクロソフト提訴は、その意味でも興味深い。

ある方の事務所から、本を送ってもらいました。「奇跡のスイング」。PHP から。本の帯には、「まっすぐ、遠くへ、クラブを投げる」「これが驚異の上達法だ !!」とある。読み始めましたが、「ゴルフは悩みの種だ」と思っている人には週末に読むには良い本だと思います。暑い時期は頭でトレーニングして、秋に出馬 と。

<http://209.143.130.89/>