

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1465号 1998年10月26日(月)

〈 becoming uneventful 〉

つい二週間ほど前までは荒れに荒れていた世界各地の市場も、先週末までにはかなり落ち着きを取り戻しました。先週金曜日のニューヨーク為替市況の中には、a relatively uneventful week (比較的出来事がない一週間、ウォール・ストリート・ジャーナル) といった単語が登場してきていますし、事実 price action が大きく荒れ模様な主要市場は見あたらない。市況のボードを見ても、ドル・円の為替相場はいつも110円台の後半。2日で20円動いた相場は、記憶の中ではかなり過去のものになった。

株価は日本やアメリカを含めてかなり反発しました。アメリカが矢継ぎ早な利下げを行い、その行動の早さと市場に対するメッセージの伝達において巧みさを見せたこと、もたもたしていた日本がようやく金融システムに対する一応の safety net の構築に成功し、まだ問題はあるものの日本の金融システムが直ちに大きな混乱に陥る可能性が低下したこと、長銀問題も特別公的管理の形で決着したこと、アジア、ロシア、中南米などで連鎖的に発生していた金融危機が、ほぼ一巡の形となって現在は世界のどこを見てもあまり大きな変動に見舞われている市場がないこと、などが指摘できる。

こうした中で、世界中の市場では

1. de-leveraging (レバレッジ外し)の進行
2. 資本の本体帰りの進行(危ない先から本国、本社などへの)
3. risk-averse な投資態度の継続

という状態が発生していると思われる。重要なのは、世界的に資本の流れが速くなっていることの一つの現れとも思えるのですが、ポジションやレバレッジの unwinding は予想より素早く進行した。ヘッジファンドを中心にレバレッジ外し、またはレバレッジ比率の引き下げは既になんかなり終わったようで、これはここ当面の市場の相対的安定を予想させる。また、carry trade のポジションもかなり解消されたと思われる。

また「危ない市場からの資本の撤収」、または「準備金の積み立て」がこの二週間の間にかなり進んだ兆候も見られる。これは、短期投資においても今までは長期的投資と見られた世界でもかなり進行している。その分、個別の経済単位で生じている「流動性不足」は局部的に深刻化している筈だが、流動性が不足している中での一種の均衡状態が発生して

いるとも受け取れる。

こうした安定を受けて、世界の株式市場に徐々にお金が戻りつつあるというのが実状。この結果、極端な形での「flight-to-quality」の動きには歯止めがかかり、例えば今まで世界で一番安全だとして4%台でもかなり買い進まれていたアメリカの国債相場は、先週末には指標30年債銘柄で利回りは5.18%まで上昇してきた。短期金利は下がっているため、アメリカのyield curveは一時に比べればかなりsteepeningしてきたと言える。

これは世界の金融市場がある意味ではかなり正常化してきた証拠である。あと残るは、極めて安全と見られている国債と利回り格差が異常に乖離した状態になっていたその他の債券との利回りの差がどの程度縮小してくるか。既に縮小は始まっていますが、正常化するには（正常化した状態に対するコンセンサスがあるわけではないのですが）は少し時間がかかるかもしれない。

〈 getting back to normal 〉

資本が回帰し、極端なflight-to-qualityの動き、risk-averseな姿勢に歯止めがかかった状態は、途上国への資金の流れから、あまり格付けのよくない企業への融資まで、世界的に資金の流れが窮屈になっていることを想像させる。問題なのは、こうした状況が続くと、世界的に経済の成長余力が低下すること。世界経済の長期的な停滞は望ましいことではない。

最近30年間ほどの世界の金融業界の動きを見ても、一定のインターバルで「go-go-banking」的な動きが出てきている。日本の今の銀行業界は今でも、80年代の業務姿勢に対する反省をしているようなものだ。グリーンズパンが昨年くらいから警告してきた欧米金融機関の一種の「go-go-banking」も今回のヘッジ・ファンド危機で歯止めがかかった。バンカメリカやUBSなどではトップの辞任にまで事態が発展している。

グリーンズパン連邦準備制度理事会議長が一昨年からしばしば指摘していた

1. 銀行は適切なスプレッドを取っていない
2. 国債と社債のイールド・スプレッドが縮小しすぎ
3. 融資審査基準が甘くなっている

などの懸念がある程度当たった形になっている。むしろ、グリーンズパンもヘッジ・ファンドがあればほど惨めな負け方をするとは予想しなかっただろう。ただしアメリカの場合、急激に融資基準を厳しくしているのはニューヨークのマネー・センター・バンクであって、地方の商業銀行は融資基準を従来通り維持しているとされる。その面からは、アメリカ経済の力強さは残る可能性が強い。

日本の場合には破綻前の金融機関に注入可能な資金として25兆円が用意されていて、ま

だ実際には法案成立後に正式に注入された例はないが、いくつかの銀行が資本導入に積極的な姿勢を見せている。また銀行のサイドからも大和銀行のように8%銀行から4%銀行への転換を経営の大きな方針として打ち出すところが出てきていて、環境は変わりつつある。

大和銀行だけで、この転換により自己資本に4300億円の余裕が生まれるという。日本の金融機関が抱える問題は依然として深刻だが、こうした当局および個々の銀行の経営方針明確化が続けば、市場の安定度を増すだろう。ただし、これには時間はかかるし、銀行サイドの思い切った経営判断が何よりも必要だ。不良債権の処理は過去の話であり、今後株式市場が見るのは、個々の経営体の体力と新たな経営方針がもたらすであろう収益のレベルである。

ただし世界の全体的な環境を見るならば、世界経済の流動性不足、それに対する懸念は最悪期を過ぎた可能性が高い。ブラジルにはIMFの資金が入るほか、アメリカも同国に国民の税金を使って300億ドル近い支援をする可能性が大きくなったという。これは週末にニューヨーク・タイムズなどが報じているもの。

ここ2週間の世界市場の相対的安定は、世界経済全体が今までの疾風怒濤の環境から、より安定した状態に移行していく可能性が高いことを予告しているように見える。むしろ今後も大型の破綻とか、大型の金融機関の提携・合併は発表されてこようが、それは必然的な業界再編成の動きであって、世界の金融市場を混乱させる要因にはならなだろう。

《 more rate cuts in Europe 》

今週の主な予定は次の通りです。10月最後の週というわけです。

26日(月曜日)	日銀支店長会議 9月の全国百貨店売上高・全国スーパー売上高
27日(火曜日)	9月の日本の完全失業率 9月に日本の有効求人倍率 シュレーダー、ドイツ首相に就任
28日(水曜日)	日銀政策決定会合 9月の日本の鉱工業生産指数速報
30日(金曜日)	9月の日本の新設住宅着工 10月の東京都区部、9月の全国消費者物価 7~9月期の米国内総生産(GDP)速報値

相対的な安定期に入るとして、問題は金利や為替はどうなるかが問題である。金利の方向はかなり見えていると思う。週末には、ペルチャッハ(オーストリア)で欧州連合(EU)非公式首脳会議が開かれたが、その場では欧州全体に対する認識として、インフレの危険はなく、利下げに踏み切る条件は整っている、との認識で参加国首脳の意見がほぼ一

致した。

むろんこれは政治レベルの話であって、欧州の金利を左右するドイツ連邦銀行や、来年導入する単一通貨「ユーロ」の金融政策にあたる欧州中央銀行（ECB）がそのまま動くとは限らない。しかし、ブレア英首相が25日の会議後の記者会見で「世界経済の危機の可能性は明らかにインフレからデフレに移った」と述べ、金融緩和への期待をにじませていることでも明らかなおとおり、欧州では政治レベルでも利下げ期待が強い。

24日の昼食会では、利下げで景気拡大を図り、雇用拡大につなげる必要性が話し合われた。ダレーマ伊首相は会議後、「インフレ不安がなく、ユーロ高が懸念されるなかでは、利下げは理にかなっている」と話した。ポルトガルのグテレス首相も「世界規模での利下げが必要との認識は共通している」と述べている。

ドイツ連銀は当ニュースが予想したとおり先週の定例理事会では、政策金利の据え置きを決めた。これはイタリアやポルトガルなど高金利国が、年末までに独仏の水準まで金利を引き下げる必要があり、ドイツとしてはそれを待たねばならないという事情があった。しかし、イタリア、ポルトガルなど高金利国首脳の下げ発言は、遅くとも来年はじめには欧州全域で利下げの動きがコア国からも出ることを予想させる。

予測が難しいのはドルの先行きである。ルービン財務長官は再び「強いドル」を支持する発言を繰り返し始めた。ウォール街の安定の為には、ドルの堅調な方が良いとの判断だろう。しかし、極端なドル高を望んでいるとも思えない。ニューヨークの株価を含めてアメリカ経済が堅調を続ける中では、ドル・円は徐々に120円台にレンジを移すと見る。日本企業は依然として構造改革の最中にあり、業績の先行き不安もあって力強く続伸するには力不足。金利が依然として低く、海外の資本を引きつけるには魅力不足と考える。市場が安定すれば、日本から出る資金も再び増えてくると予想される。ただし、注意しなければならないのはアメリカ市場の展開であり、時として大幅な円高局面が現出する可能性がある。

〈 have a nice week 〉

日本シリーズの試合がないのが不思議だった日曜日の天気でしたね。惜しい。今年の試合は格好面白いのが多い。日曜日は一番時間に余裕があったので、ゆっくり見たかったんですが。今日も試合はできそうですが、ウィーク・デーは予定が多い。

阪神の監督に野村さんになるという。このニュースを聞いて、一番がっかりしているのはヤクルトの選手では。彼らは二つのものを一緒に失った。「頭脳」と「野村配下の選手」という地位。しかも、敵将に自分たちをよく知っている人になる。若松・ヤクルトは、だから相当来シーズンは苦勞すると思う。それはさておき、賭事好きの小生は考えてしまう。「向こう3年に阪神の優勝はあるか……」と。これは結構面白い賭になると思う。

しかし、正直言って阪神ファンはあまり面白くないのでは。これは野村という人が極めてまれな、個性の強い（生まれ育ちや長い苦勞の多い選手生活の中で培われた）人だからだと思うのですが、今までの阪神には全くなかった要素をチームに持ち込むと思う。阪神は弱いけど人気があって、選手も球団もそれに慣れていた。野村さんはたぶんそれを許さないでしょう。どちらかといえば斜に構えた、つまり「おれたちゃ、弱いけど人気がある」といった雰囲気を一掃しにかかると思う。それを正攻法ではなく、彼なりの手の込んだ方法で。

それで阪神が強くなるということは、ある意味で「阪神らしさを失う」ということを意味する。選手も、「これはちょっと違うな」と思うに違いない。それを受け取れる人と、受け取れない人がいると思う。ヤクルトは、素直な選手の集団だった。阪神は、選手も球団もちょっと違う気がする。球団自体がくせ者だ。その辺を、野村さんがどう乗りこなすかが見物。

《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》