

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1553号 2000年07月31日(月)

## 〈 uncertainty 〉

今週のレポートのポイントは次の通りです。

1. 日本経済は製造業など「強い部門」を中心に実体的には回復基調にありながら、一部の小売り、建設などの「弱い部分」の処理を巡る混乱とそれに対する国内、海外からの不安感の高まりに直面している
2. 通常、楽観論が広まったあとでそれが外れた場合には今度は悲観論が色濃く出る傾向があるが、今の市場での日本経済認識にはその傾向も見られる
3. 従ってやや行き過ぎの感はあるが、市場では一部に日本の金融システムへの不安が再燃しているのは事実で、株・為替市場の全体的な反応は「日本売り」となっている。この結果株式市場では株価の大幅続落が、外為市場では円売りが進行している
4. 金融再生委員長の交代は、金融行政の最高責任者が短期間に何人も交代するとバタバタ劇の繰り返しで、市場の動揺を誘うものである。週明けの株式市場も朝方から安い展開
5. これまでの株価回復とその持続見通しは日本経済回復の一つの大きな力の源泉になっていただけに、この株安が持続することの影響は大きい。金融機関の体力低下などを招き、せっかく回復し始めた消費者心理も再び悪化する危険性がある
6. 浮上しつつある大きなリスクは、この市場の不安感が消費など他のセクターに波及して秋に景気の先行きが再び怪しくなることで、そこでまたぞろの泥縄式積極財政論が強まった場合には債券市場が不安定になる危険性もある
7. まだその可能性は少ないものの債券相場が崩れた場合には、景気の腰折れの危険性が高まる一方で、金融政策、財政政策の手詰まり感は今までないほど大きなものとなる
8. それを回避するには、日本経済の「強い部分」を一段と力強くする規制の緩和などを進めて「強い企業のグループ」を作って経済全体の活力を維持する一方で、「弱い部門」の処理を巡る不透明感を払拭して市場に不要な不安感を抱かせない政策が打てるかである

4月中旬のNASDAQを中心としたニューヨーク市場の大幅下落、それに日経225の銘柄入れ替えをきっかけとした株価急落は、どちらかと言えば外部要因、テクニカル要因によるものだった。21000円近くから一挙に16000円近くまで下げた。これが底打ちしたのは5月の初旬。その後株価は徐々に戻っていた。7月の初めには18000円近辺まで。

しかし、ここに来ての10数営業日連続の日本株続落（先週金曜日の引けは1万5838円57銭）は、外部要因、テクニカルな要因ではなく日本経済が抱える不良債権の処理、それを抱えて行き詰まりつつある企業の処理を巡る市場の不安感などを反映したものだ。つまり、日本経済の運営への疑念に根ざしたものである。4月中旬以降の下げより根が深いといえる。

これに追い打ちをかけそうなのは久世金融再生委員長の更迭と相沢新委員長の任命である。金融行政の最高責任者が平均して半年ももたずに交代するのは、海外から見れば異様でそれだけでも不安要因になるが、加えて特に新しい委員長となった相沢英之氏は81才と高齢な上に、今までの基本「改革重視」だった日本の金融行政に対して一貫して批判的な人だった。7月17日の号でも指摘した「政策の軸ぶれ」が生ずる危険性が極めて高い。

### 《 strength will hold, but ..... 》

日本経済において「弱い部分」の弱さが再び注目され、その処理を巡る政治の混乱が極まっている中で第一に問題なのは、一部の製造業など「強い部分」が強いままでいられて、それが日本経済の回復基調を今後も下支えすることが出来るかどうかである。これについては、現在の円の水準、それに見込まれる円安のプロセスでは輸出企業の業績は大きく回復する。従って、日本における強い製造業の強さは維持されると考えるのが自然である。海外市場は引き続き強い。

次に問題なのは、輸出中心の製造業など強いセクターの強さが他のセクターに徐々に波及して、日本経済が回復シナリオに乗り続けられるかである。ここで株価は重要な役割を演じる。株価が高ければ金融機関の体力は維持され、バランスシートの痛みの処理はスムーズに進むことが予想できるし、株価が高ければ日本経済全体に対するセンチメントは高いままで回復基調の持続見通しは強い。

しかし最近における株価の続落は、この見通しを低下させるものである。株価が下がるほど金融システムへの不安は高まり、バランスシートの痛みの修復は遅れる。その見通しが、株価をまた押し下げるといふ悪循環になる。今の1万5000円の水準は底値に近いと考えられるので早期に反発すれば問題は少ないが、株安が消費者心理に与える影響もあわせて、今週の株価の動向は11日の日銀金融政策決定会合の行方、秋からの日本経済の行方とも絡んで大きなポイントになる。今より株価が下がっている状況では、理屈は別にして実質的にはゼロ金利の解除は難しい。

一方で消費者は徐々に消費活動を活発化させている兆しが見える。広告量も増加してお

り、クレジットカードの使用も増加している。「そごう」ショックが消費に大きな打撃を与えた兆しはまだない。これは「猛暑」という環境がもたらしているものかもしれない。あとは車について言えば、「循環」要因も指摘できる。ただし株安が長引けば、消費者心理は冷えてしまう可能性があるので、この面からも株価の動きには注意する必要があるだろう。

今の日本経済で株式市場以上に最終的な懸念材料となりうるのは債券市場である。株安で債券相場が買われているうちは良いが、特に景気の腰折れ懸念が仮に高まったときには安易に財政の再出動が政府サイドから出てくる危険性がある。財政資金を海外に依存していないという大きな利点はあるものの、既に市場は需給関係に徐々に神経質になっている。これ以上財政再建の中・長期的な見通しも示さずに財政赤字を膨らますことは債券市場の崩れを避けるためにも必要なことだろう。

今週の主な予定は次の通り。

8月1日(火)	米6月個人収支・支出 米6月建設支出 米7月製造業 NAPM 指数
8月2日(水)	米6月景気先行指数
8月3日(木)	米7月非製造業 NAPM 指数 米6月製造業受注 E C B 理事会
8月4日(金)	米7月雇用統計

先週発表された経済指標では、アメリカの第二・四半期の GDP が目立った。市場の予想がプラス 3.5%の時に、発表された成長率は 5.2%に達した。GDP の 7割弱を占める個人消費が 3%の伸びで第一・四半期の 7.6% (17年ぶりの高水準) から大幅に落ちたものの、民間設備投資が大幅に増加した。機器やソフトウェアへの 21%もの投資増大を背景に、設備投資は第二・四半期に 19.1%も増加した。これが成長率が高い水準を保った背景。設備投資だけで GDP は 2.41ポイントの追加。第二・四半期は政府支出も増加した。17.5%のプラスで第一・四半期の 14.2%減少から一転して増加に転じた。

もっとも商務省の改訂後の統計では、第一・四半期の GDP 伸び率は当初発表の 5.5% から 4.8%に下方修正された。その一方、昨年第四・四半期の GDP は当初発表の 7.3%の伸びから 8.3%の伸びに上方修正された。インフレは引き続き抑制されている。個人消費支出物価指数は第二・四半期は 2.3%の伸びで、これは第一・四半期の 3.5%アップから低下。アメリカ経済が抱える問題の中には強過ぎる成長率、対外収支の赤字などで引き続きインフレは危険性にとどまっているといえる。

### 《 have a nice week ! 》

繰り返しこの言葉を使うのはもう飽きました。引き続き「暑い」週末でした。土曜日は夕方に千葉から帰ってきましたが、まあ夕日の強かったこと。夏に千葉方面に出かけて夕方帰ってくるのは一仕事です。日曜日は夕方に新宿に出て旬のものを食べましたが、ここでも夕方になっても暑さは引かなかった。「鰻」と看板のある店の前にはすべて、長い行列が出来ていましたが。

それにしても伊豆の地震は依然として大規模に続いているようで心配ですね。昨日もNHKの「四大文明」の中国編を見ていたら午後9時30分頃から地震情報番組に代わってしまって、その状態が一時間も続いていた。地震も心配だったのですが、正直言ってちょっと楽しみを奪われたような感じがしました。被害も小さかったようなので、一時間も地震情報が流れ続けるのはちょっと理解に苦しみました。この番組が再放送されるのは、8月の12日の夜だそうです。

多チャンネルになればこういう時に別のチャンネルを使える。どうなるか知りませんが、例えば最初は総合テレビで地震の告知をして置いて、あとはウラで情報を流し続けるということも可能なわけです。それにしても、地下の鯰は鰻ほど素直に食べられてはくれない。それでは皆様には良い一週間を。

《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》