

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1562号 2000年10月16日(月)

## 《 volatile week will continue 》

今週のレポートのポイントは次の通りです。

1. 株式市場を含めて世界の金融市場は今週も不安定な動きが続く。夏の和平ムードから一転して中東情勢は不穏な状態を続けており、これが原油価格動向に反映している。株式市場も神経質な展開が予想される。中東情勢については、和平への動きの中でいつも中心に座っていたアメリカも今回は事態沈静化のための確かな方策を持ち合わせていないように見える
2. 今週こうした中でまず注目されるのは、アナン国連事務総長の調整で実現する16日開催予定の中東首脳会議である。パレスチナ自治政府のアラファト議長はクリントン米大統領仲介によるバラク・イスラエル首相との首脳会議出席を約束し、バラク首相も出席に同意した。しかし「勝算」なき会議で、参加の顔ぶれは多彩だが成功は保証されていない
3. 合意が成立し、パレスチナ各派がその合意に従って自治区の争乱が収まれば、原油価格は再び30ドル前後に落ち着く見通しが立つが、その可能性は5割以下だろう。一方でユーロ安は先週一段と進行した。既に先月の対ドル協調介入時の水準を下回っており、今週 ECB は難しい選択を迫られる
4. 株式市場は金曜日のニューヨーク市場が安値から大きく反発したことから一息ついた形になっている。しかし、週間では依然としてダウが3.8%、Nasdaq が同1.3%の下げとなっているし、反発力の持続にも疑念が残る。ニューヨーク市場の先行きに関しても見方は完全に割れている。市場が落ち着くには時間がかかる
5. ただし株安や原油高からの連想で世界的な景気後退の懸念が喧伝されているが、実際には日本経済、アメリカ経済は引き続き強さを維持している。日本の機械受注、アメリカの小売売上高など。欧州経済には黄色信号が出始めたが、世界経済全体を見ると経済活動そのものは依然として健全度が高く、市場の動揺に比較してファンダメンタルズがしっかりしていることが目立つ
6. 原油高、ユーロ安、景気後退予想、企業収益に対する懸念など市場外部要因を数多く挙げはしているものの、世界の株式市場動揺のもととなっているニューヨー

クの株安は、昨年から今年にかけて異常に上昇した「バリュエーション」の第二段階の調整局面だと見ることが可能であり、アメリカ経済を含めて世界経済が一気に脆弱化すると考える理由はない

いつもながら、夢が覚めた後の幻滅は深い。中東でも、株式市場でも。

今年の夏までは「恒久的な中東和平」の実現が可能かもしれないというところまで世界は進んだ。クリントン米大統領の九州・沖縄サミット前後のキャンプ・デービッドでの和平実現に向けた努力は、もし実現したら同大統領に「ノーベル平和賞」が確実にあったであろうほどに世界の注目を集め、力のこもったものだったし、実際に実現したら意義のあることだった。しかしもともとはイギリスが中東に残した棘は、取り除かれることなく、その周辺に再び膿を生むに至った。

ユダヤ、イスラム両教徒による聖地の「主権争い」に端を発した騒乱は、イスラエル兵三人の虐殺事件やパレスチナ自治政府施設へのイスラエルの爆撃へとエスカレートしている。既に死者約百人、負傷者二千数百人を出して、双方の対立は修復がかなり難しいところまで悪化している。エルサレム旧市街の「神殿の丘」(イスラム呼称=ハラム・アッシャリフ)での衝突からパレスチナ自治区全域に拡大した騒乱は、発生以来十七日目にしようやく終結への可能性が開けてきた段階。首脳会議には、ムバラク・エジプト大統領も仲介役として出席し、ヨルダンのアブドラ国王、アナン事務総長も同席するという。

しかし、これだけの大がかりで顔ぶれが揃った中東首脳会談だが、その目的は「和平」から大きく格下げされた「停戦」となった。主役になると思われるクリントン米大統領は14日、エジプトでの首脳会談出席にあたり「幻想を抱くべきではない」と述べている。自ら努力したにもかかわらず、中東の事態が好転するどころか逆に悪化して一触即発の事態になったことへの反省もあるだろうが、実際のところパレスチナとイスラエルの相互不信、敵対感情は極めて悪化している。「和平」などという夢は売れなくなり、とにかく双方を「停戦」に合意させることだけが首脳会談の目標となった。

イスラエルは国内での会派の分裂はあるが、国家の統率は取れている。しかし、パレスチナについては、アラファト議長の支持基盤からも議長の交渉姿勢に疑問が出るなど、パレスチナ全体に対する統率力が失っているのではないかと見ることが出来る。また、自治区での対イスラエル暴力行為を容認していたとの疑いもある。

アメリカではアラファト議長に対する不信感が議会を中心に高まっており、中東に対する「忠実な仲介者」という同国の立場は急速にイスラエル寄りとなった。既に、ヒラリー・ニューヨーク州上院議員候補はユダヤ人の投票を狙って「イスラエル寄り」を鮮明にした。

一方でパレスチナ側は多数の死傷者が出て、アラファト議長そのものがあやうく攻撃対象になる中で、「中立」の姿勢変えつつあるアメリカに不満を募らせている。結局の所16日の中東首脳会談は参加者全員にとっては「勝算の少ない出たところ勝負」という珍しい首脳会談となる。紛争慣れしている中東はある程度の衝突や死傷者の発生でガス抜きができ

て逆に沈静化する、とも見方もある。しかし、首脳会談が決裂したときのリスクは小さくない。

アラファト議長は首脳会議出席の前提条件として、

- 1．騒乱の原因を究明する国際調査委員会の設置
- 2．パレスチナ人口密集地からのイスラエル軍の撤収
- 3．自治区封鎖の解除

などを求めているが、アナン国連事務総長は「出席に前提条件はない」と言明しており、前提条件なしの首脳会談となる。決裂 全面戦争というのは短絡的な見方だが、会議が失敗に終われば成功した場合より、中東情勢の不安定さは増すことになる。

中東での「恒久和平」の夢を世界に抱かせながら、一転して対立の先鋭化が進んだ背景については、任期切れが近かった「クリントンの拙速」を指摘する向きがある。例えば、7月の集中的なアメリカを舞台にした中東和平交渉に先立ってオルブライト国務長官が6月にアラファト議長と昼食をともにした際、同議長は「恒久和平を目指したイスラエルとの交渉については、まだ準備が整っていない」と語ったという。

しかしクリントン大統領はパレスチナの交渉体制が整うのを待っていたのでは、残り半年になった任期中に中東和平を実現することは無理になると考えた。実現すれば、経済の拡大以上にクリントン大統領の大きな功績となり、「ノーベル平和賞」は確実となっただろう。イスラエルのバラク首相も、国内政治情勢から早急な和平を欲した。

週末のニューヨーク・タイムズなどによれば、米政府内でも7月初めの段階では、「中東和平交渉を開催すべきか、それとも見送るか」を討議したという。しかし、クリントン、バラクの思惑から開催を決め、アラファト議長の体制が整っていないことを知りながら、交渉は開始された。アラファト議長としては、イスラエルの譲歩とクリントンの任期切れを控えた熱意が頼りだったのだろう。しかし、「エレサレムの帰属」という中東にささった棘は抜けていないということだし、一端静まっていたイスラエルとパレスチナの民族感情は相手に対する敵愾心で高まってしまった。

### 《 no more severe impact 》

先週末のニューヨーク原油先物相場は、「停戦」に向けた話し合い開始の可能性が出てきたこと、大規模な衝突事件が起こらなかつたこと、それに前日（木曜日）の大幅な上げに対する利食いの動きが入ったことからニューヨーク商品取引所の11月切り原油先物相はバレル当たり1．07ドル下落して34．99ドルとなった。しかしこれは木曜日一日の上げ（2．81ドル）の一部を失っただけである。

原油相場はアメリカの備蓄放出を決める前にバレル37．80ドルの湾岸戦争以来の高

値（当時の高値は41.80ドル）を付けたあと、備蓄放出発表やOPECの増産意向で一端は30ドル強に落ちていた。しかし、中東での緊張増大の中で再び35ドルを上回る水準まで上昇してきた。今後の原油相場の動向に関してはエジプトで開かれる16日のサミットの結果次第という面があるが、サミットから期待されるせいぜいの成果が「和平」ではなく「停戦」どまりであることを考えれば、北米の天候条件も絡んで原油相場は不安定な動きを続けると見た方が良い。

よく言われることだが、過去3回の石油ショック（価格の急速な上昇）は3回とも世界的なリセッション（景気後退）を伴った。今回はどうだろうか。

はっきりしているのは、世界経済は当時に比べてエネルギーの使用効率を著しく高めたということである。メリル・リンチの試算によれば、1970年代当時に比べて原油一バレル当たりの世界の生産性は現在ほぼ倍になっているという。同じ量のモノの生産をするのに、当時に比べて石油の使用量が半分で済むということである。

同じメリル・リンチの試算によれば、仮に石油価格がバレル当たり40ドル（WTI）に上昇し、その水準にとどまったとしても（過去一年の平均はバレル25ドル）、世界経済の成長率はわずかに0.7%低下するに過ぎず、今後も使用効率の上昇が見込めるために石油価格の上昇が世界経済に与える打撃は少なくなると言う。

しかし株式市場の反応を見るまでもなく、石油価格の上昇が過去の連想を呼び起こし、市場に実体以上に混乱を与えることは確かであり、その面では中東情勢の早期安定、石油価格の安定は世界経済の安定にとって不可欠な要素といえる。

石油価格上昇の影響は既にアメリカの物価統計上にも現れている。先週金曜日に発表された米9月の卸売物価は全体が0.9%という大幅な上昇となった。過去7ヶ月間で最も大幅な伸びであり、これは自動車価格の上昇とともにアメリカにおけるガソリン価格、燃料油価格の上昇を反映したものだ。日本などと違ってアメリカでは市場価格の上昇が直ちにガソリンスタンドの価格に反映しやすい。卸売物価に占めるエネルギーの上昇率は3.7%に達した。

米卸売物価は、変動の激しいエネルギーと食料品を除いても0.3%の上昇で、これは市場の予想である0.2%を上回る。今のところ物価統計に具体的に影響が出てきたのはアメリカの統計だけだが、使用効率が上がっていると言っても原油価格の高値が続けば世界的な影響は強くなると思われる。それは原油高の状態（バレル35ドルを上回る状態）がどのくらい継続するかにかかっていると見える。

### 《 valuation reassessment 》

中東情勢と原油価格に次いで世界の関心の的となっているのは、ニューヨーク株の動揺を震源とする世界的な株安だろう。金曜日に大幅に反発して引けはダウが10192.18

(+157.60、+1.57%)、Nasdaq が 3316.77 (+242.09、+7.87%) となったものの、ダウは木曜日の下げ 379.21 に比べれば半分以下の回復にとどまっているし、金曜日の上げでもダウは週間 3.8%、Nasdaq は同 1.3% の下げで終わった。週間ベースでは依然として 6 週間の連続下げ。

週末に読んだニューヨークの新聞の市況記事には、「relief rally」という単語が出ていた。「ほっと一息つく反発」ということである。一体どういう金曜日になるのかと身構えていたら、押し目の買いと著名な強気筋の発言、それにアメリカ経済は懸念していたほど弱くはないという見方から大幅に反発。

金曜日の市場では米 9 月の卸売物価と同小売売上高が発表になり、卸売物価は「FRB は早期には利下げをしない」という市場にとっては弱気の反応を招きかねないものだった。しかし、好調な自動車の売り上げを背景に米 GNP の 7 割近くを占める小売売上高が 0.9% という増加を示したことから、「米経済は懸念したほど弱くはない」という楽観的に見方が傾いた。

市場の見方は「10 月いっぱい不安定だが、年末にかけて反発を続ける」という意見と、木曜日までの市場を覆っていたユーロ安、原油高、米景気後退懸念は消えないので軟調を続けるという意見に真っ二つに割れている。

金曜日の急激な反発を含めたこのところのニューヨークの株式相場をどう考えたら良いだろうか。重要な点は、日本経済、アメリカ経済のカレントな動きとしてはそれほど懸念すべきものは出ていないということである。ニューヨークの株式市場はつい最近までは「米経済の鈍化」をむしろ好感していた。「利上げがなくなる」という論理であった。つまり、景気鈍化そのものはつい最近まで株式市場も公認の好ましい動きだったのだ。もちろん「急激な鈍化」は株式市場が懸念するに値する。

しかし先週発表になった米 9 月の小売売上高は、好調な自動車の売り上げを背景に 0.9% という増加を示した。消費はアメリカの GDP の実に 7 割近くを占める。その消費を示す小売売上高がこれだけ強いことからアメリカの景気が「急激な鈍化」に見舞われているとはとても思えない。事実金曜日のニューヨーク市場では、「米経済は懸念したほど弱くはない」という楽観的な見方が株価の反発を促した。

日本もそうだ。千代田生命の破綻という金融システム不安の存在を改めて白日のもとに晒したが、カレントな日本経済そのものはしっかりしていることを示す統計が数多く出ている。先週出たもので目に付いたのは、経済企画庁が発表した 8 月の機械受注だ。民間設備投資の先行指標である「船舶、電力を除く民需」の受注額は 1 兆 2031 億円（季節調整済み）と、前年同月比で 45.8% 増となり、過去最大の伸びを記録。これまでは 1988 年 4 月の 35.0% 増が最大だった。

携帯電話の新機種受注が増加するなど、通信業などの伸びが目立っており。船舶、電力を除く民需の受注は前月比の伸び率でも 26.6% 増と、96 年 10 月の 27.3% 増に次ぐ伸び

を記録した。非製造業からの受注で伸びが目立ち、前月比の伸び率で40.7%増、前年同月比では57.3%増となり、いずれも96年10月(前月比33.7%増、前年同月比49.3%増)を上回り過去最大。製造業からの受注も前月比で10.0%増、前年同月比で31.7%増。非製造業を業種別にみると、通信業が前月比72.6%増となり、突出した伸びを記録した。

それでは株価の不安定の根本的な理由はどこにあるのか。それはやはりバリュエーションの見直しの進行という事態だと思う。株式相場がどこにあるべきかという議論には結論が出た試しがない。しかし、伝統的に見て例えばアメリカではPER 25倍を超えると割高といった一定の基準があった。日本のバブル期もそうだが、どの国の株式市場でも一定の時期にその歴史的、常識的なレベルを超えて株価が大きく上昇することがある。

実は1999年の特に秋から世界的な株高がハイテク銘柄中心にして起こった。ハイテクへの期待、Y2Kの接近に伴う世界的な金融緩和がその背景にある。ハイテクそのものが経済にしっかり根を下ろしていくプロセスは今でも続いているが、ハイテク“株”ブームは今年の春まで続いた。4月の半ばに一度クラッシュはあったが、その後も世界中の数多くのハイテク銘柄の高PER状態は変わっていない。

ヤフーの株価が同社の100数十年分の収益を先取りした株価を構成したのは有名な話だが、市場は株を買う口実にその実力があまり知られていないハイテク企業を買いかぶりすぎ、それに伴って株価を割高な水準に押し上げ過ぎたといえる。その株価水準の脆弱性は、赤字になるわけでも、会社が倒産するわけでもない米ハイテク企業の株価が「市場の予想を下回る業績見通し」を発表しただけで何十%も一日で下落することによって証明されている。ベアが跳梁跋扈するには、それぞれの銘柄にそれだけの脆弱性がなければならない。したがって、株価はPERなど伝統的な株価目安が落ち着いてくれば、沈静化すると見ることが可能である。

今の市場では「ハイテク企業は低収益」といった印象が出来つつあるが、オラクルなど個々の企業を取ると収益は非常に好調であり、その他の銘柄も一部を除けば格段に悪いわけでもない。言えるのは市場の「期待」が度を超して高かったということである。

もっとも少し先を見ると、先週の号でも書いたがハイテク産業が仮に競争の厳しい産業だとすると、落ち着くPERのレベルは、一般に言われているよりやや低いかもしれない。とすると、調整はしばらく続くことになる。筆者は、ニューヨークだけではなく世界のハイテク企業の株価は依然として高バリュエーションであるがゆえに、しばらくは脆弱な展開をたどると見ている。

### 《 no more intervention ? 》

株価の大幅な変動や中東情勢の緊迫化とそれに伴う原油相場の上昇の後ろに隠れた形となったが、ユーロ相場は先月の介入水準を下回っており、また多くの通貨に対して史上最安値を付けている。金曜日のニューヨーク市場でのユーロの対ドル引値は0.8530ド

ルでこれは史上最安値（0.8438ドル）に極めて近い。ユーロ安は対ドルに限った話ではなく、対円でも91.78円と介入前の水準に落ち、対ポンドでは5ヶ月来の安値、対スイスでは1.5005フランと史上最安値に落ち込んだ。今週はECBの理事会があり、ユーロ安対策が焦点となる。

伝えられる所によると、ドイツは介入の効果が限定的であること、ユーロ安によって直接的に生じる欧州のインフレ環境の悪化が限られたものであることなどを背景に協調介入の繰り返しには消極的だと伝えられる。「介入するときは勝てる時」を原則にしたブンデスバンクの伝統をECBに期待したいドイツとしては、短期間のうちに市場に押し戻されてしまう介入などしないほうがましと考えているのだろう。介入を繰り返しても市場の基調を変えられなければ、市場のECBに対する信頼は地に落ちる。

ただしEUのインフレ環境は安心ばかりはしてられない。それはCPIの徐々なる上昇ゆえに、流動性に欠ける欧州の労働市場を背景に労働組合が物価の上昇に見合った賃金の上昇を要求し始めているからである。アメリカでは想像できないことだが、欧州ではCPIの上昇にともなって自然と上がる賃金の部分が多い。石油高を背景にユーロ安と相まって物価に上昇圧力が加かった場合には、全体的な景気鈍化の兆しの中でもインフレ抑制とユーロ防衛のためにECBは利上げを行わざるを得ない。実は、日米よりも欧州が直面しているジレンマの方が大きい。

ドル・円相場は当面レンジを抜けられないと考えられる。ニューヨークの株式がこれだけ不安定だと、日本からアメリカへの大きな資金の流れは起きない。予想されるほど円安は進まないということである。しかし、日本の経済環境を見ると、円高が進む状況ではない。綱引き状態である。

今週の主な予定は以下の通り。

10月16日（月）	8月鉱工業生産改定値 9月企業倒産 10月日銀金融経済月報 米8月企業在庫 グリーンSPAN議長、ネット金融について基調講演（アトランタ連銀コンファランス）
10月17日（火）	日銀・速水総裁定例会見 米9月鉱工業生産・設備稼働率 米大統領候補第3回討論会（ミズーリ）
10月18日（水）	8月景気動向指数改定値 米9月住宅着工 米9月消費者物価
10月19日（木）	政府、総合経済対策

10月20日(金)

米8月貿易収支  
ECB 理事会  
グリーンSPAN議長講演  
8月産業活動指数  
米9月財政収支

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。日本シリーズは21日に開幕しますが、ワールド・シリーズへの出場権をかけたリーグ優勝を巡る対戦で、佐々木がいるマリナーズは対ヤンキースで初戦勝利、第二戦負け、第三戦負け、第四戦負けのあと第5戦を勝って2勝3敗。日本時間の16日の午前9時半ごろ終わった第5戦でも6-2から佐々木が出てきて、第一戦に続いてチームの勝利に貢献。三振の数が少なかったり、デッドボールがあったりとちょっと冷や冷やするのですが、見応えがあってアメリカ人のファンが熱狂するのが分かる気がする。

印象的だったのはホームでの試合だったからでしょうが、佐々木が8回表に一死一塁で出てきたときには観衆はスタンディング・オベーション。電光掲示板には「DAIMAJIN」「KAZMANIA」の大きな文字が踊り、子供の頭には「三振」と書いたはちまきがまかれていて、日の丸を上げるアメリカの連中もいた。

まあでもヤンキースも強い。ア・リーグでヤンキースが勝ち、ナ・リーグがメッツに決まるとワールド・シリーズは「subway series」(二つの球団・球場は地下鉄でつながっている) ニューヨークのチーム同士の戦いとなる。

日本でもON対決と騒がれていますが、チケットも凄い売れようでもうなかなか手に入らないようです。まあでも機会があれば行ってみたい。イチローは大リーグ行き。私はあちこちでイチローについて、「日本製 B5 のラップトップ・ノートパソコン説」を唱えていて、あのばかでかいデスクトップが多いアメリカ大リーグで高い能力を発揮してフル出場し、かつ活躍して欲しいと思っています。イチローの胸板は、ソーサやマグワイヤーと比べれば一目瞭然ですが、B5のラップトップのように薄い。私の命名の理由はそこですが、実際にアメリカにはないB5のラップトップをニューヨークなどにもっていくと、何人かは「beautiful !!」「What a cute machine.....」と寄ってくる。まあ、中国でもそうでしたが。

日米で野球はシーズンの最終局面。日米ともに最後を楽しみたいものです。土曜日の夜中に見たサッカーでは、日本は着実に力が付いてきている印象があった。野球が終わったら、サッカーが楽しみです。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》