

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1606号 2001年09月17日(月)

《 gentleman's agreement 》

今週のレポートの主なポイントは以下の通りですが、まず筆者としては市場経済の要とも言う場所でテロリストが起こした今回のテロ事件に深い憤りを示すと同時に、日本人、外国人を問わずこの事件によって命を亡くした大勢の方々に深い哀悼の意を表したいと思います。

1. 火曜日のテロ以来閉鎖されていたニューヨーク証券取引所などアメリカの証券市場は、土曜日のストレス・テストがうまくいったことから17日(月曜日)午前9時半(日本時間午後10時30分)から再開される。2分間の黙祷を捧げ、「God Bless America」を歌った後、ニューヨーク証券取引所(NYSE)とNasdaqは再開となるが、アメリカン証券取引所は物理的に建物(ワールドトレード・センターに近い)が損傷を受けたことからニューヨーク証券などに機能を分散しての再開となる
2. 再開に際して証券取引委員会(SEC)は、特別ルールを適用する見通しである。市場に流動性を付与し、歯止めなき下落(free fall)が起きかねない環境下で買い注文を増やすためであって、具体的には「企業の自社株購入に関する規制の緩和」「ヘッジファンドなど一部投資家による空売り規制」などが検討されている。最終的には、日曜日中に決定される予定だ
3. テロによってニューヨークの証券市場が大混乱になったと言われることを市場関係者が嫌がるだろう事や、特別ルールの適用によって、「通常の三倍の商いになるのではないか」と見られているニューヨークの証券市場も、予想されているような大混乱にはならない可能性が強い。テロ直後の外国為替市場で出来た「gentleman's agreement」(紳士協定)に近いものが出来るとすれば、市場の混乱は抑制される。FRBにしる日銀にしる流動性を潤沢に供給しており、今後も新たな金融緩和措置が予想され、これも市場を支えるだろう
4. 問題はその後である。「紳士協定」によって水曜日、木曜日と安定を保った外国為替市場も、金曜日からは大幅なドル安に移行した。市場は最後のところでは今後予想される「fundamentals」(経済の基礎的条件)を読み込むものであり、今後のポイントとなるのは「アメリカ経済やその他先進国経済の実態」

それに影響を与える「アメリカや同盟国の報復攻撃の規模と期間」である

- 5 . 攻撃の種類（巡航ミサイル、空爆、地上軍の派遣など）よりも攻撃の「規模」「期間」がなぜ重要かという点、規模が大きくなり期間も長引けば「正常化への立ち戻り」が遅くなるということであり、その間アメリカ経済が「消費者の買い控え」「財政収支の悪化」などの事態に直面するからである。攻撃を受けたこと、「現在が戦争状態であり反撃しなければならないしテロリストに負けてはならない」との心理から生じているアメリカ人の「心理的高揚」も、短期的なものと思慮され、長続きはしないだろう。先週末の欧州市場の株価急落は、報復措置の長期化の見通しを嫌気したものだ
- 6 . しかしブッシュ大統領は報復行動について、「報復は大規模かつ継続的なものになる」と述べ、チェイニー副大統領は「場合によっては数年」と述べ、アメリカ政府首脳は報復行動の大規模化・長期化を警告している。「巡航ミサイルを数発撃ち込めば済むという話ではない」（ライス・ホワイトハウス補佐官）ということは、その長い間アメリカ国民の消費行動はこれまでのどちらかと言えば能天気なものにはならない、報復テロを恐れながらのものとなる。ということは、米経済のエンジン（消費が全体の7割近くを占める）にはストレスがかかることになる
- 7 . これに対して、政府支出は増加する。既に米議会は政府要請の2倍に当たる400億ドルのテロ事件関連支出を承認しており、これは景気支援要因となる。また設備投資も、米経済活動の一部が活発になることから回復の要素は出てこよう。しかし、米経済の7割も占める消費の落ち込みを補完することは難しいだろう
- 8 . かつアメリカのテロ報復攻撃が長期化すれば、その圧倒的な火力に比しての攻撃される側の無力（逃げ惑う民などがテレビなどで繰り返し流される）などから、アラブ諸国政府はアメリカを支持しても、アラブの民衆レベルでの対米感情の高まりなども予想される。「文明の衝突」になれば、世界経済は新たな問題を抱える。そうならないように出来るかがポイントだ。それには、アメリカがブッシュ政権になって以降の外交無関心を改め、日本や先進国が参加する形でアラブ貧困国、貧しい民衆の間にある「富への貧困や敵意」を拡散する努力が必要である

ニューヨークの証券市場再開に関しては、テロ事件にもかかわらずずっと空いていた外国為替市場の動きが参考になるかもしれない。事件が起きたのはニューヨーク時間の午前8時48分、同9時6分で、その時点では122円台にあったドル相場は対円で118円台の半ばまで落ちた。しかし、その後2日間の外国為替市場の動きは極めて安定的なもので、119円台で静かに推移した。本来なら、もっと大きなドル売り圧力が出

でもおかしくない状況だったにもかかわらず、である。

なぜ外国為替市場はあれだけの事件があったにも関わらず静かだったのか。そこには、「gentleman's agreement」(紳士協定)があった。日本の市場でも欧米の市場でも、「希な合意」が出来たためだ。それは、「ドルをあまり大幅には押し下げない、不用普及の取引は手控えるとの市場関係者の非公式な合意」(ウォール・ストリート・ジャーナル)の成立である。パリにベースを置く外国為替の世界的な団体である ACI も「出来る限り冷静、かつ良識溢れる形で、外国為替取引を必要だと思われるものに限定する」という方針を明らかにした。

むろん、決済に不安が残る中では取引を手控え気味にしよう、という判断も働いた。しかし、テロの行為に対してドルが暴落して外国為替市場が大混乱になったり、市場経済全体が麻痺すれば、それはテロリストの勝利を意味する。ワールドトレード・センターに多くの同僚を持つ市場と市場関係者は、誰でもがそのことを考えたと思われる。日本でも翌日、水曜日の取引で「顧客取引には対応して為替市場の優れた機能である流動性は維持する。しかし、不用不急なスペックは抑制する」というコンセンサスが出来上がった。

《 markets to reopen with special rules 》

ニューヨークの株式市場の反応はどうだろうか。外国為替市場の knee-jerk reaction (脚気反応) から見れば、まず落ちて適度なところで安定する、ということだ。しかし、株式市場の事情が違うのは「時間の経過」である。「4日分のオーダーがたまっている」としたら、通常考えれば売り圧力は相当強いと考えることが可能だ。

これに対して、証券取引委員会 (SEC) やニューヨーク証取 (NYSE) などは市場の円滑な再開に向けた以下のような措置を実施する予定。

1. 不当な株価操作を防ぐ目的で定められていた規制の見直し。具体的には、寄り後 30 分、引け際 30 分は禁止されていた企業の自社株購入の解禁。また、その日の出来高に対して決められていた自社株購入に対する規制の緩和 (規則緩和期間は 10 日間程を予定。87年のブラックマンデー後も実施)
2. 企業の役員、幹部の自社に関連した株を購入することに関する規則の緩和
3. 空売り規制。特に、ヘッジファンドなど一部の機関投資家の空売り規制

予想される売り圧力に対して、買いのオーダーを増やし、市場に流動性を付与するためである。しかし、予想される売り圧力に対して、買いが足りない可能性はある。そうした点は、FRB なども十分対処策を考えているだろう。再開と同時に収拾のつかない売りの山というのでは、アメリカのメンツもつぶれる。株価が大きく下げた場合には、FRB の緊急利下げも十分ありうる。

ニューヨークが閉場したい間にも開いていた欧米の株式市場の動きを見ると、事件があったニューヨークの当日、つまり火曜日の欧州市場と翌日の東京、アジア主要市場は5%から10%の間の下げになった。しかし、その後2日間（水曜日、木曜日）は概ね堅調で、東京市場は金曜日にも堅調に推移した。しかし、金曜日の欧州市場は、「アメリカの報復が大規模、長期間になる」との報道を嫌気して、大幅に下げて終わった。

外国為替市場で「ドルを売って儲けよう」という動きが自粛されたように、株式市場でも「少なくとも当初は、株価の押し下げで儲けることは自粛すべきだ」というコンセンサスがあれば、SECの措置などがあってそれほど下げないとも予想できる。寄り付きで大きく下げた場合には、大手機関投資家の間には買い支えの用意が出来ている可能性もある。従って筆者は、寄りつき直後は別として当初の数日間はそれほど大きく下げない可能性があると見ている。

問題はその後である。市場は最後には今後予想される「fundamentals」（経済の基礎的条件）を読み込むものであり、「アメリカ経済やその他先進国経済の実態」、それに影響を与えるであろう「アメリカや同盟国の報復攻撃の規模と期間」が重要である。

なぜ攻撃の種類よりも「規模」「期間」が重要かということ、規模が大きくなり期間も長引けば「正常化への立ち戻り」が遅くなると言うことであり、その間アメリカ経済が「消費者の買い控え」「財政赤字の悪化」などの事態に直面するからである。攻撃を受け、それに反撃する必要性を感じる「心理的高揚」も、それが強い高揚であればあるほど長続きはしない。

株については、「戦争は買いだ」という見方もある。しかし、最近の事例を見れば、長引けば長引くほど、アメリカ経済には打撃となり、ドルや株式相場にはマイナスの影響が大きい。今回もテロに対する報復がこのような展開になる可能性がある。金曜日の欧州市場の株価が大きく下げたのは、そうした懸念を相場に織り込んだと思われる。

いずれにしても不安定な市場環境の沈静化を図るために、日本や欧州主要国、それにアメリカは既にG7の名の下で以下の声明を発表している。声明が出たのは、日本時間では13日早朝。

「我々、G7の財務大臣と中央銀行総裁は、9月11日に米国で行われたおぞましいテロリストの攻撃を、強く非難する。我々は、この卑劣な行動の結果被害を受けた方々と愛する者を失った方々に哀悼の意を表する。

我々はこの悲劇が世界経済の混乱によって更に悪化しないことを確保することをコミットする。G7の中央銀行は、金融市場が秩序だって運営されることを確保するために流動性を供給することを表明している。

我々は経済動向と金融市場を注意深く監視し、必要に応じて更なる行動をとる用意がある。」（日本の財務省のサイトから収録）

今月中にG7、G8は、外相や蔵相・中央銀行総裁の会合を予定しているが、この声明の意味するところは、具体的には金融市場への潤沢な資金の提供である。実際に日銀、FRBは必要な措置をとり、その結果先週の世界の金融市場は大きな混乱は避けられた。

〈 A key is U.S. consumers 〉

市場や経済の正常化という意味で大きな鍵を握っているのは、なんと言ってもアメリカの消費者の動向である。なにせ、アメリカ経済の69%は消費者の使うお金で成り立っている。現在の状況では、その肝心の消費は落ち込みそうである。既にアメリカでは、先週一杯いっさいの航空機での旅客運搬が出来ない状態だったし、今後も空の旅への需要は減退しよう。湾岸戦争の時に空の需要が元の水準に戻るには、アメリカでは4年かかったという説もある。

空は格別にしても、現在のアメリカでは道路での車の通行量の激減が報告されており、またモールでの買い物客の減少などが報じられている。希な映像がテレビに次々に映し出されるときに、むやみに街を歩き回る人間はいない。家でテレビを見る、と考えるのが自然だ。報復が始まり、それもテレビ中継されれば、アメリカ国民の消費意欲はビッグアイテム（家、車など）を中心に落ち込むことは十分に予想される。報復が「何年にも及ぶ」（チェイニー副大統領）というのであれば、その心理的打撃は大きい。

「航空機利用者の減少、旅行需要の減少、服喪期間入りの状況からの米消費者の消費減退」などが長期間起きることは十分予想される。既にコンチネンタル航空は15日、全米で56000人いる従業員のうち、12000人をレイオフすると発表した。これは運行計画の20%削減に応じた措置。需要低迷を見越してもいる。他の航空会社も20%ほどの運行計画の削減を決めており、この削減とセキュリティーコストの増大により、米航空業界の経営状況は一段と悪化するものと見られる。コンチネンタル航空は、今回のテロ事件により一日当たり3000万ドルの売り上げを失っている、と述べている。航空業界について言えば、アメリカに限らず全世界の航空業界が同じような需要の減退に直面する可能性が大である。

悪いのはタイミングである。テロ事件が起きる前から、アメリカ経済はかなり強い下降局面に入っていた。失業率の4.9%への上昇と、レイオフペースの加速による消費者の景気信頼感の低下が堅調に見られたし、鋳工業生産（8月は0.8%の低下で11ヶ月連続）も低下しており、経済活動の鈍化は進んでいた。

13日から取引が再開された債券市場の動向も、アメリカ経済の鈍化を示している。「質への逃避」という動きもあるが、テロ事件に伴う米経済の鈍化を予測して、長期債の利回りは大幅に低下した。FRBが大幅な資金供給をしたにもかかわらず、市場が懸念したのはインフレではなく、景気悪化だったと言うことである。

ブッシュ大統領が「21世紀最初の戦争」を宣言し、「この戦争に勝つ」ことを歌っていることから来る「戦意高揚」「心理的高揚」が経済に与える影響はどうだろうか。確かに最初の数ヶ月はあるかもしれない。アメリカ人の心理は明らかに高揚している。例えば週末に公表された世論調査結果では、ブッシュ政権の下にアメリカ人が団結しているのが分かる。

これは、ニューヨーク・タイムズ紙が先週木曜日、金曜日にCBS放送と共同で行ったもの。959人の成人を対象に行われ、今回のテロ事件をきっかけにアメリカがその考え方を大きく変えつつあることを示している。

1. ブッシュ大統領に対する国民の支持率は急上昇した。一ヶ月前には50%そこそこだったのが、今回の調査では支持率は84%に上昇。国を指導する政治家としてのブッシュへの国民の支持は一気に高まった
2. 安全の為に、アメリカ人はライフスタイルを変え、享受している自由のいくつかを犠牲にしても良いと考えている。国内航空機に乗るために出発の3時間前に空港に到着することもいとわないし、公共のビルに入るためにセキュリティー・チェックが厳しくなって、その為に長い列が出来ても我慢する
3. アメリカ国民は今回のテロ攻撃に対してアメリカが戦争状態に突入し、テロリストに戦争行為をすることを支持している。また法律を変え、(CIAなどが)テロ攻撃を仕掛ける海外の人間を暗殺することが出来るようにすることを支持している
4. 今回の事件を起こしたテロリストを制圧するための軍事行動を取るに当たっては、アメリカ兵に死傷者が出ておかまわない(80年代からのアメリカの世論は、アメリカ兵の死傷は回避すべきだという一般的世論で、湾岸戦争もその線で行われた)

しかし、報復が長期化し、戦争状態が持続することを予測するならば、消費者の合理的な、冷静な判断は「ビッグアイテムの購入延期」であり、企業としては合併や設備投資の決断先送りだろう。ということは、景気は一段と冷える可能性が高いということ、FRBや議会の減税措置がどの程度その心理を覆せるかは疑問である。アメリカは、「景気後退入り」を覚悟しながらの臨戦態勢をしばらく続けるということだろう。

今週の主な予定は以下の通りです。

- | | |
|----------|---|
| 9月17日(月) | ニューヨーク市場の取引再開
米7月企業在庫 |
| 9月18日(火) | 7月景気動向指数改定値
日銀金融政策決定会合(19日まで)
米8月消費者物価・実質賃金 |

9月19日(水)	シラク大統領訪米 米8月半導体製造装置受注 米7月貿易収支 ベージュブック
9月20日(木)	日銀金融経済月報 速水総裁が全国証券大会で講演 国土交通省、道路公団など民営化案とりまとめ 米8月住宅着工 国連こどもサミット 米口外相会談 朱首相訪米 米9月フィラデルフィア連銀指数
9月21日(金)	7月産業活動指数 速水総裁定例会見 ハバード米大統領諮問委員会委員著来日 米8月財政収支

先週末から軟化を始めたドルですが、対円については日米とも「ドルの急落を避けたい」との共通グラウンドから介入ポイントに接近していると考えられ、これ以上の下落にはしばらくブレーキがかかるでしょう。原油相場が上げていますが、「供給」という点では主要アラブ国がすべてテロを攻撃し、世界を敵に回すことを避けているため価格上昇に持続力はないと考えます。アメリカを初め世界経済が冷え込んでいる中では、原油相場の大幅な上昇は予想されない。

〈 have a nice week 〉

大きな事件でした。火曜日の夜、食事会の最中で携帯電話に入ったフラッシュで知りましたが、直ちにニューヨークに電話。秋山君が出て、「大丈夫ですが、ワートレは本当に酷いことになっている...」と。同じマーケットの仲間が大勢いる地域への攻撃は、つい最近までマーケットに参加していた私でも憤りを覚える。真っ先に感じたのは、市場経済そのものへの攻撃と言うことである。

ただし、アメリカサイドにブッシュ政権になって油断があったことは確かでしょう。中東に対する外交努力はクリントン政権の時点からは大幅に低下した。国防的に見ても、細菌兵器、核兵器、サイバーテロへの準備は進めていたものの、言ってみれば民間機を乗っ取ってワールドトレード・センターに衝突させると言った無謀な、ローテクな攻撃はアメリカ人の想像力の範囲を逸脱していた可能性が高い。そういう意味では、アメリカの外交、軍事戦略を根本から揺さぶる出来事だと言える。

私の最初の関心は、ビンラディンそのものよりも「なぜ19人もの死を選んだ若者が出てきたのか」ということでしたが、いろいろ調べていくと分かっていくことがある。貧困であったり絶望であったり、イスラム教の死生観であったり。週末に読んだもっとも興味深い記事は、ウォール・ストリート・ジャーナルの「America in the Eyes of the Arab World: A Complex Mix of Emotions Fuels Hate」。しかしだからといって原理主義者の行動は決して許されない。

恐らくアメリカの諜報活動にしても、ハイテク依存の高いものになっていたのではない。しかし実際に人間を動かすのは、感情や好意、それに敵意である。人的接触でしか掴めないものがあつたはずで、事実ビンラディン氏はあらゆるハイテク機器を連絡手段から外して伝令を使っていたと言われる。もっと重要なのは、死まで覚悟した人間が何事かをするのをどうやったら止められるか、と言う点で、それは恐らく無理でしょう。だとしたら、そういう人間を作らないと言う方向に話しは進まねばならない。多分今後の議論はこういう方向に進むのでしょうか。なぜなら、報復したら終わりという話ではないからです。

大変な一週間になりそうですが、やたらに心理的動揺をきたすことはテロリストの術中という気もする。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》