

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1645号 2002年07月15日(月)

## 〈 fear factor 〉

ニューヨークの株価が下げ止まらない。先週一週間の下げ幅は、ダウで見て694ドル97セント、7.4%に達した。これは100年以上に及ぶダウの歴史の中で一週間の下げ幅としては史上4番目に大幅なものだという。

むろんこれには、ダウの絶対値が膨れていることも当然影響しており、下げのパーセンテージとしては歴史的に見れば小さい。しかし、「下げ続け」というのは、今の市場センチメントの悪さを物語っている。SPとNasdaqが既に5年ぶりの安値になっているのに対して、ダウは同時多発テロの後も水準を保っていた分だけ下げ余地がまだ残っている形だ。それが今顕現化している。

ダウは昨年9月11日の同時多発テロの際には、8000ドルの前半を記録している。先週末の引値は8684.53ドルで、これは同時多発テロ直後の安値を下回るにはまだ幅がある。ダウに対してNasdaqとSPは先週の後半はやや下げ止まりの兆しもあるが、反発には至っていない。

不正経理、テロという以前からあったものに加えて新たに材料とされてきたのは、消費の先行きに対する懸念。例えば先週は、ミシガン大学の消費者景気信頼感指数が6月の92.4から86.5(7月)に落ちたことが材料となった。周知のことだが、アメリカ経済の65%以上は消費が占めている。消費が勢いを失えば、アメリカ経済そのものが大きな成長の源を失うことになる。

もっとも、消費の落ち込みはまだ現実化していない。これも先週発表になった6月の小売売上高は、自動車に対する販売促進策の効果もあって1.1%という高い伸びになった。これはエコノミストの予想に比べて概ね0.5%も高い。ただし5月は1.1%の低下だった。消費者の景気に対する信頼感は急激に落ちてきているのに、それは実際の消費には波及していないということだ。

調査の対象月はミシガン大学調査が7月なのに対して、小売売上高は6月の統計で過去統計である。このことがずれを生んでいる可能性が高い。景気信頼感の下げは株式相場の続落などを受けたもの。従って株価の軟化が続き、景気信頼感が低下を続ければ、いずれ消費も打撃を受けてくる可能性が高い。

株価が下がり始めて久しいのにアメリカの消費者がまだなぜ高い消費レベルを維持しているのかに関してはいろいろな見方が出来る

1. 全般的な物価下落、金利下落の中で、消費者が消費意欲を維持できる環境が続いている
2. 特に金利の低下で、アメリカ国民は不動産（家屋、マンション、不動産、別荘など）の購入意欲を高めており、これが株価下落による「逆資産効果」を薄めている
3. 収入が落ち始めても、また失業率が上がっても、まだアメリカ人は過去10年以上の好況の結果、消費に対しては「高水準維持が当然」という運動慣性の中にある

このうち、特に不動産の高い価格水準はポイントだと思う。日本と違って、アメリカは低金利になったのは過去一年の急激な金利低下の影響であって、「低金利時代の謳歌」は始まったばかりである。そこに、自動車メーカーなどがゼロ金利などで自動車を打ち出したりしている。こうした、「低金利歓迎症候群」がアメリカ経済を支えている状況は根強いと考えられる。

#### 《 surprisingly low for American consumers 》

問題はこうした現在の状況がいつまで続くかである。既に家計の金融資産の35%を占めている株価は大きく下げている。この面では逆資産効果が出ているはずだ。一方で、国債の利回りは低金利の中で下げてきており、価格は上がっている。これは消費者の懐には当面は良い。加えて、不動産は高値止まりである。こちらの資産効果はまだある。

低金利は下げている最中やその直後には消費や不動産の購入を促進する。私の身の回りでも、90年代の前半から半ばにかけて家を購入した人が大勢いた。その一つの背景は、「人生でそれまで見たこともなかったような低金利」である。アメリカに比べれば比較的金利が低かった日本でも、金利の低下直後には消費者の不動産の購買意欲は高まったのである。まして、高金利が当然だったアメリカではその影響は強いだろう。

しかしその後の「低金利定着状況」の中では、むしろ年金の手取り額の低下や、銀行利子受取額の減少、それに伴う先行き不安などで、消費の足を引っ張ることは日本の例を見れば明らかである。アメリカはまだそういう状況にはなっていない。今の低い金利水準はまだ半年しか続いていないのである。

家を購入するか、それともやめておくかの長い決定タームの中では、6ヶ月（金利低下が一巡した後の期間）は短いと考えられる。ましてアメリカの場合は日本と違って人口の伸びがまだ依然として年1%ほどある。こうした中で目に見える形で金利が下がってくれば、住宅購入意欲は高止まりを続ける可能性が高い。

しかし、ロサンゼルス、ニューヨークなど主要都市部のアパートメント（日本で言うマンション）価格は、賃貸を含めて異常な値段に上昇しているとの見方が強い。なにせ、

日本の駐在員がニューヨークに赴任しても、まともな家を借りられない状況だという。特にマンハッタンのミッドタウンはテロ後に価格が高騰したと伝えられる。

アメリカ人の大部分が経験したこともない低金利（80年代の前半はプライムが20%近くあった）が始まったばかりの中では、アメリカでは家や土地、マンション、別荘の購入意欲はこしばらく強いと想像できる。しかし、価格は明らかに今の経済状況では信じられないほど高くなっている上に、需要にも永久の増加は予想されない。時間の経過とともに下落が予想される。それまでは、各種経済統計の不整合が続くだろう。

アメリカの株価の先行きを考える上で週末に読んだ記事で面白かったのは

「David Tice Thinks the Bad Stuff  
Is Only Just Getting Underway」

という記事だった。私のHP (<http://www.ycaster.com/>) で多少触れてありますからそちらを見ていただければ良いのですが、参考までに URL をお知らせすると

<http://online.wsj.com/article/0,,SB1026316948919575040,00.html>

です。ただし、ウォール・ストリート・ジャーナルは契約した人しか見ることが出来ない。

次々に発覚している不正経理はまだ市場を揺るがしそうだ。それをウォール街では、「headline risk」と呼んでいるらしい。つまり、新聞のヘッドラインで企業の不祥事が報道され、それが株価の下げに繋がるリスクである。

コカコーラのようにストックオプションの部分を費用計上しようという動きで、不正経理問題になんとか対処したいという動きを見せ始めた企業もある。しかし、かりに多くの企業が過去の収益を問題のある経理で膨らましていたとしたら、そしてそれを会計事務所も社外取締役も見抜けないでいたとしたら、「headline risk」がこれからも出てくる可能性は高いと言える。

ドルは株価の下げが急なのに比べれば、ユーロ・ドルなどを見ると比較的安定している。しかし、相場（ドル相場）が行き過ぎていない（下げすぎ）ことは、ドルに時折の反発も見られないことから明らかである。つまり、相場が反騰するときには何回かの反発と失敗を繰り返しながら底入れを迎えるはずだが、今のドル相場にはそういう動きは見えない。従って、ドル安がまだ若い相場だということを勘案するならば、ドルの下値不安は対ユーロ、対円の両方において依然として存在すると見るのが自然である。

今週の主な予定は以下の通り。16日のインテルの決算発表などが、アメリカの株価

にどう響くかも注目される。

7月15日(月)	5月鉱工業生産改定値・設備稼働率(13:30)
	日銀金融政策決定会合(~16日)
	米5月企業在庫(21:30)
7月16日(火)	米6月鉱工業生産・設備稼働率(22:15)
	米FRBグリーンズパン議長議会証言(23:00~)
7月17日(水)	5月景気動向指数改定値(14:00)
	日銀金融経済月報(14:00)
	米6月住宅着工(21:30)
7月18日(木)	米6月コンファレンスボード景気先行指数
	ECB理事会
	米7月フィラデルフィア連銀指数(19日1:00)
7月19日(金)	速水日銀総裁月例会見(15:00~)
	米5月貿易収支(21:30)
	米6月消費者物価・(同)実質賃金(21:30)
	米6月財政収支(20日3:00)

### 《 have a nice week 》

週末は暑かったですね。あまり外に出ないようにしました。で見たのは映画。土曜日の深夜には、封切られたばかりのスター・ウォーズ エピソード (クローンの逆襲) を新宿伊勢丹の前で見ましたが、予想通り「首傾げ」の作品でした。確かにCGはうまく使っている。しかし、クローン同士が戦争してどうなるという印象。絵は確かに綺麗だったが、その他には特に印象なし。出足はハリーポッターより良かったそうですが、まあ比較の対象に問題があるのでは。ジェダイと上院議員の恋愛もままごとみたいですね。

全く対照的な映画ですが、時間があつたので土曜日に家でDVDで見た「初恋の来た道」(中国映画)は凄く良かった。比較するのも憚られるほどエピソードとはジャンルの違う映画ですが、やはりこちらの方が出来がずっと良い。単純なテーマの映画だが、女優がうまい。心に残る。

中国の山をテーマにした映画はどうしていいんでしょうかね。「山の郵便配達」も秀逸だったし。エピソードは、まあ見たい方はどうぞといったところ。

《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》