

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1652号 2002年09月09日(月)

《 embarrassing lack of elasticity 》

日経平均株価がバブル経済崩壊後の最安値を更新して9000円を割り込んだ先週に、市場関係者の一人として一番感じたのは「日本の経済や市場から失われた弾性（elasticity）」である。あって当然と思う反発力が市場にない。またそれは、市場を包み込む空気にも言える。9000円を割っても意外感もなく、「当然だろうな」という一種のあきらめの空気が漂う。だから、その後の反発も申し訳程度。まるで、日本では経済も市場も「脚気（かっけ）」になったようだ。

それは仕方がないことだろうか。日本社会は高齢化している。市場や経済の動きが鈍くなっても仕方がないと思うべきだろうか。豊かな社会というのはそうなりがちだ、と考えるべきだろうか。アメリカは豊かだが、毎年大量の若い、そしてしばしば貧しい移民を入れておりそれが活力になっているのは間違いない。しかし、日本にはそれが無いのだから当然だと考えるべきだろうか。

インフレの時代とは違って、デフレの時代にはマーケットからダイナミズムが失われても当然だと考えるべきだろうか。金利の上下も以前ならハーフ（1/2）が単位だったが、今ではワンエース（1/8）が刻みで、それがさらに小さくなる時代は、マーケットの沈静化は避けられない問題だろうか。

「脚気」のような市場や経済を引きずることは、恐らく望ましくない。なぜならそれは「活力なき経済」を意味するからだ。それは大多数の国民にとって貧困化を意味する。弾性とはすなわち活力、反発する力を意味する。それがなければ、経済が落ち込み始めたときに歯止めがきかなくなる。それも、多くの国民が望むことではないだろう。避けられれば避けたいものだ。

なぜ日本が弾性の低い経済・市場を抱えるに至ってしまったか。先週は、その背景を説明しているかもしれないいくつかのニュースがあった。金曜日（9月6日）の夕方になって日経ネットには以下の記事が載った。

財務省、新証券税制の運用見直しを検討

財務省は6日、来年1月に施行する新証券税制の運用を一部見直す方針を決めた。複雑でわかりにくいとの指摘が出ている新税制の円滑な執行に向け、国税庁、日本証券業協

会と三者協議会を設け、年内に政省令を改正する。証券会社が納税手続きを一部代行する特定口座の改善などが対象になる見通し。新税制の浸透を図り、株価下支えにつながる狙いもある。

この記事を読んだ多くの市場関係者は、「なにを今更」「当たり前だろう」と思ったに違いない。今の日本で潤沢な投資資金を持っているのは個人だ。賢い個人投資家は、今までは株価が安くなると妥当な底値感で買いに出ていた。それが株価を反発に向かわせ、日本の株式市場に「弾性」を与えていた。

しかし今回は出なかった。だから株価はだらだらとほぼ連日のように安値を更新している。引値が多少反発して9000円台を回復しても、今の日本の株式市場には弾性、反発力と言えるようなものは感じられない。政府が「世界的市場動揺の原因」と言うアメリカ市場でさえ、一日大きく下げれば、その次の日には反発すると言った「市場らしさ」がある。しかし、日本の市場からは反発力どころか、「市場らしさ」さえ消えている。あの毎日の少ない出来高にこそ驚愕し、脅威と感じるべきだ。

なぜ「出来高」さえ出てこないのか。株式への投資がやりにくい環境が着々と作られているからだ。無税化などで国債の購入のやりやすさは進める一方で、資金が民間ではなく、国庫に流れるシステムが作られつつある。しかし、経済の持続的な富を生み出すのは、民間の経済活動だ。

今検討されている新証券税制を褒める声は、マーケットからは皆無だ。市場関係者の私でさえ、何回聞いても分からないし、その後の手続きも面倒。これは私だけの意見ではないようで、いろいろなところで市場関係者に新証券税制について意見を聞いたが、皆一様に「わからない」「ダメ」という答えが帰ってくる。市場関係者にも分かりにくいのだ。

そんなに複雑なら「株への投資などやめてしまえ」という個人投資家が出てきてもおかしくない。事実、このところの東京株式市場の出来高の減少には「新証券税制不安」があるとの見方がもっぱらだ。株価が下がっても、買いが入らなければ株価は下がる。下がればもっと誰も投資しない。待っているのは、そして既にその醜い顔を出し始めたのは「市場の死」だ。

日経ネットのニュースは、「それを見直す」というのだから、歓迎は出来る。しかし、問題はなぜこんなことが最初から分からなかったか、だ。理由は分かっている。多くの市場関係者が言う。「制度を作った人間が市場を分かっているのだから．．．．．」と。私もそう思う。巨大な官僚組織に全くいないというわけではない。いることはいるのだが、その割合が小さいし、官僚組織の中で「市場」というものを育む考え方が主流にはなっていないからだ。

もし、「新証券税制」の制度を作った人々が9月を控えた株価の下落に焦っていて「見直し」を言っているだけなら、そして9月を過ぎたらまた直ぐに忘れるのなら、「見直す」といっても根本的な考え方を変えはしないだろう。「見直す」といっても中身が分か

らないことと同時に、心配になる点だ。

願わくば、富を生み出す市場や民間経済のワーキングを妨害しないシステムを早急に組み立てて欲しいものだ。市場への容喙より、できうる限り自由な市場のワーキングを守り、育むことの方が、よほど経済を強くできると思う。未だにこんな議論をしているのは、時宜を逸した気もするが、それでもやらないよりはましだ。

《 and embarrassing debate of payoff 》

日本経済の「脚気」現象は、ペイオフ（破たん金融機関からの預金払い戻し保証額を元本1000万円とその利息に限る措置）を巡る議論の混迷ぶりに現れている。あと半年に迫ったのに、このところの迷走ぶりで普通預金に対してのペイオフ解禁がどういう形になるのか今現在で確信をもって言える人は誰もいない。

建前は予定通り「凍結解除」となっているが、実質的には全額保護の対象とする決済専用預金の導入が間に合わない金融機関に対しては、来年4月以降も猶予期間を認める検討に入ったことから、「ペイオフ実施」には“抜け道”ができることになった。短期間ながら普通預金の全額保護を継続することは一般には「ペイオフ全面凍結解除の一時延期」と受け止められる。

実施半年前になっても、最終形がどうなるか分からない政府の「継ぎはぎ」対応。預金者や金融機関にも戸惑いが強い。金融システムはその国の経済システムの重要な一環を担っているのには、その金融システムが来年の4月からどうなるか半年前になっても決まらないと言うのだから、経済の先行きに対する不安感が払拭されるわけではない。これでは一般国民は自分のお金をどこに置いたら良いかわからない。より一段と「投資」から遠いところにお金がとどまることになる。

はっきりしたことはこうだ。今の日本では、制度設計の段階で市場の知恵が十分に生きない。建前で制度を設計してしまって、変化の現状と先を読む力に欠ける。そうして出来た制度は欠陥だらけだから、そこに容喙が入る。容喙は一つ入れると増幅するのだが、それを排除したり、選別する政治的決意にも欠ける。

その結果はどうなるか。制度設計されても、それが常に変更されるリスクを投資家は考える。様子見となる。ますます資金は動かなくなり、経済から活力が消える。その繰り返しだ。

政府が「景気底入れ宣言」を出したのは、筆者の記憶では5月17日である。「景気が回復しているのに株式市場がそれに反応しないのはおかしい」という見方が何回も示される。しかし、言ってみればこれはお金を実際に動かしたことのない人の論理だ。お金を動かす人は、動かすときにどのくらいリスクとメリットがあるかを考える。景気が回復していようがまいが、リスクばかりが見える市場にはお金を投じない。税制面でどういう扱いを受けるかわからない市場にお金を投じるほど、投資家は経済理屈フリークではない。フリークというなら、彼らはより税制フリークである。

日本の株式市場低迷の理由を「アメリカ」に求める意見がある。確かに世界の市場経済の中心であるアメリカがどうなるかは日本の市場にも大きな影響がある。しかし、日本の経済政策、市場対策できちんとした対処をしていれば、少なくとも今のような弾性の低い市場にはならなかつたらう。すべてがアメリカ頼みだったら、日本の経済政策は必要ないことになる。しかし、そうだろうか。

そのアメリカの市場は、引き続き強弱両材料が入り交じっている。株式市場で弱材料として取り上げられたのは、ISM指数（旧購買部協会指数）である。8月の同指数は50.5で7月と変わらずだが、エコノミストは51.4を予測していたので、それに比べれば弱いという判断だった。

同指数は50を上回れば製造業の成長を、下回れば縮小を示すとされており、8月で7ヶ月連続50を上回ったことは一つの安心材料でもあるが、ぎりぎりでの踏ん張りという印象もするため、市場では50すれすれでの安定は歓迎されなかつたということだろう。

対して、市場が強材料としたのは雇用統計である。市場の予測は横ばいだったが、金曜日に発表された米8月の雇用統計は、7月の5.9%から5.7%に低下した。「低調だった雇用市場が、徐々に強くなっている」（ウォール・ストリート・ジャーナル）という見方が台頭した。株価はこれによって上昇したが、それでも先週一週間を通じて株価はダウで3%弱の軟化となっている。非農業部門の就業者数も、3万9000人の増加。注目すべきは、わずかに6000人の増加と見られていた7月の雇用者数の増加は、67000人の増加に上方改訂された。雇用市場の軟化は避けられている。強弱材料が出ているものの、筆者は依然としてアメリカ経済には下方圧力が強いと見ている。消費者の購買力の限界が近づいているという見方だ。住宅が持つ資産効果にもかげりが見える上に、株価の下げは消費者を消費抑制に導くと見る。テロがあつた場合には、アメリカのテロ抑制能力に対する疑念が浮上する可能性もある。

《 9.11 on Wednesday 》

今週の水曜日は、あの大規模テロがあつた9.11である。今朝ニューヨーク・タイムズのサイトを見たら、「A Nation Challenged」という特集セクション（special section）が用意されていて、

「Plea For Action On Iraq」

「United States Failed To See A Determined Enemy」

「Unease On Terror Fight」

といった記事が載っている。「Plea For Action On Iraq」では「イラクは核兵器の製造に突き進んでいる」と言つた米政府高官の話が紹介されている。

こうしたテロ関連特集は、今後一週間は続くでしょう。個人的な思い出ながら、筆者はテロから10日ほどたった9月22日にニューヨークに入って、WTCのテロ現場の近くに行った時の、あのすさまじい臭いを今でも思い出す。それに店の軒などに積もった分厚い塵。ニューヨークは立ち直りつつあるように思えるが、人々の気持ちからは決して消えない事件のような気がする。

市場はこの9・11にも関心を払うことになる。テロが一部での警告通り実際に再発した場合には、世界の株価は大きな打撃を受けると同時に、アメリカの対イラク攻撃の現実性は高まることになる。既に、アフガニスタンではカルザイ大統領を狙ったテロなどが起きている。ドイツでもテロ計画が発覚しており、この一週間はテロ再発を恐れる一週間でもある。

アメリカのイラク攻撃計画に関しては、この週末にイタリア発で以下のようなニュースがウォール・ストリート・ジャーナルに載っていた。

「CERNOBBIO, Italy -- There is a "strong possibility" United Nations weapons inspectors will be allowed to return to Iraq unconditionally in a move to avoid a U.S. military strike, the leader of the Arab League said Saturday.

Amr Moussa, secretary-general of the Arab League, said the inspectors would have unlimited access to "whatever sites" they want to see in Iraq.

"There is a strong possibility the inspectors will go back," Mr. Moussa said on the sidelines of a seminar in Cernobbio, a lake retreat in northern Italy. "There's room for optimism that the inspectors will be allowed back, especially after consultations, rounds of talks between the government of Iraq and the U.N. Security Council."」

「まずは国連の査察団を入れる」というのは、対イラク攻撃を急ぐアメリカ、イギリスを除く国際社会の総意で、イラクとしては国連の査察団を入れることで国際社会の敵意を散らそう、アメリカの攻撃開始時期を少しでも延ばそうともしていると思われる。しかし、イラクは一筋縄ではいかない国であり、一方でアメリカが「フセイン除去」の大方針を変えとも思えない。アメリカは明らかに「軍事力の行使」を「フセイン除去」の大前提に置いている。

週末にキャンプ・デービッドで会談したブッシュ大統領とブレア首相はこうした国連サイドの動きには無関心を装いながら

「Bush and Blair agreed the Iraqi threat must be addressed quickly. "We owe it to future generations to deal with this problem," Bush said.

"The policy of inaction, doing nothing, is not something we can

responsibly adhere to," Blair said.」

と記される会談を終えた。時間のかかる国連経由ではなく、対イラクでの「早急な対応」を米英は望んでいるということです。両国は、「不作為 (the policy of inaction)」は責任ある姿勢ではない、と言い切っている。

今「対イラク」で明確になってきているのは、「ブッシュのアメリカ」と世界各国との対イラク姿勢での乖離である。ブレア首相が代表するイギリスでも、国民レベルでは対イラク攻撃に慎重な姿勢が強まっている。その意味では、国民の依然として6割以上の支持を受けているブッシュ大統領の突出は目立つ。

同大統領はこの週末に中国、ロシア、それにフランスの首脳に電話で対イラク政策での同調を求めたものの、冷たい反応しか返ってこなかったと伝えられる。世界と「ブッシュのアメリカ」との距離は深まっているように思える。

筆者は今年の4月から毎週土曜日の午前11時からBSジャパンでやっている「ネクスト経済研」という番組に関わっているが、先週土曜日のゲストはニューヨーク在住で、9・11のテロが起きたときにWTCからそれほど遠くないところに住んでいたジャーナリストの青木富貴子さんだった。彼女は最近「FBIはなぜテロリストに敗北したのか」(新潮社)という本を出した。番組では、9・11に絡んでテロから一年後のアメリカ、その対テロのスタンスを聞いた。

その話を聞きながら、「これからの世界は構造が明確だった冷戦時代よりも、場合によっては難しいものになるかもしれない」との、これまで持っていた思いを一段と強くした。番組から出てきたキーワードは

「理解しないアメリカ」

「にも関わらず隊列を揃えて突き進もうとするブッシュ」

「そして、そのブッシュのアメリカとの位置取りに悩まざるを得なくなる世界」

といったところだ。アメリカが理解しないのは、なぜああいうことまでするテロリスト集団が出てきて、自分をも殺しながら(自爆しながら)もあれだけの大量殺戮テロをしたのか、という点だ。テロの犠牲になったのは市民だ。中東政策の策定者や軍の関係者ではない。テロリスト達のアメリカに対する憎しみの深さは、我々の想像を超える。しかし、彼女によればアメリカは「なぜ」を解明し追えていないという。

むろん、すべてが解明できるわけではない。ずっと問われ続けるだろう。しかし、「攻撃には報復」だけでは悲惨な出来事の連鎖が生まれるだけで、それをいろいろな手だてを持って何とかして断ち切らねばならない。少なくとも、その努力をしなければならぬ。しかし、ブッシュのアメリカはその「なぜ」をよく解明しないまま、報復の恐怖でもってテロ

を押さえ込むことに突き走っている。「悲惨な出来事の連鎖」の端緒にいるわけだ。原因からして出てくる解決の方向性と実際の対応策が齟齬しているならば、いくら武力で一時的に押さえ込んで同じ悲惨が繰り返す可能性が高い。

しかし青木さんは、アメリカの対イラク対処方針の持続性を問う。「アフガニスタンでは成功した。(私は嫌いな方法だが)空爆中心でアメリカ兵は17人しか死ななかった。しかし今回(対イラク戦)は最高25万ものアメリカ兵を投入するという。死者が1000人、10000人と増えていったら、ブッシュは持たないですよ……」と。で、その時アメリカはどうなるか。アメリカが勝つのは十分予想できる。しかし、ベトナムで懲りたアメリカ国民は兵士が血を流すことには極めて神経質だ。だから、今は支持があっても、ブッシュの対イラク政策は国内でも攻撃開始後に大きな変容を迫られる可能性が高い、と。

国外では既にアメリカの方針への疑念が噴出している。アラブ諸国を含めて、国としてアメリカの今の政策を強く支持しているのはイギリスくらいだ。しかしそれはブレア政権の話で、国民レベルでは批判が強い。国際社会の見てきた全体的意思は「イラクが核など大量破壊兵器を持つのは心配だ。しかし今のところその確証はないし、その査察はまず国連がすべきで、その後に国際的な対応を検討すれば良い」、というものだろう。最初に英文で紹介したニュースは、その方向に従ったニュースだ。

しかしこれも既に紹介したように、アメリカはそうした迂回路線を嫌っているように見える。何でも自分で決め、自分で処理したいのだ。いわゆる「一国主義」だ。しかし、諸外国にはこういう恐怖があるに違いない。「アメリカの意に沿わなければ、政権まで脅かされるのか……」。恐らくブッシュに必要なのは、諸外国やいろいろな勢力と「より頻繁に、より深く話す」ということだろう。武力を使う前に。しかしそれがブッシュには出来ないように見える。

冷戦時代には、一種の均衡があった。戦力の均衡、政治的影響力の均衡、etc。しかし今という時代は戦力面でもイデオロギーの面でもこの「均衡」が崩れている。武力、特にハイテク戦闘力ではアメリカが突出する。イデオロギー面では、ある意味で合理的・理念的だった資本主義と社会主義の対立構造が終わり、排他的論理と強い感情を伴う宗教的イデオロギーの衝突の時代に入っている。

テロリスト集団は排他的な、そして宗教的なイデオロギーを発散させて、「balance of power」の空白を突き、世界最強のアメリカに突き掛かる。むろん、テロリスト集団の教条主義の方が問題だが、一方で「聞く耳」を持たないブッシュのアメリカとの付き合いは日本にとっても、世界にとっても難しい。今回の番組での青木さんのメッセージは、そう聞こえた。回答があるわけではないが。

今週の主な予定は以下の通りです。

9月9日(月)

8月マネーサプライ

	8月卸売物価
	7月機械受注
	小泉首相訪米(～14日)
	米7月卸売在庫
	B I S 中央銀行総裁会議
9月10日(火)	9月消費動向調査
9月11日(水)	4 - 6月G D P改定値
	同時テロから一年
	米地区連銀経済報告
9月12日(木)	米4 - 6月経常収支
	グリーンспанFRB議長議会証言
	E C B 理事会
9月13日(金)	先物・オプションSQ
	7月企業倒産
	7月鉱工業生産改定値
	米8月小売売上高
	米8月卸売物価
	米9月ミシガン大学消費者センチメント指数

《 have a nice week 》

東京の話ですが、土曜日の夜の雨は凄かったですね。その反動か、日曜日は非常に良い天気。今週は週の前半では関東地方は蒸し暑さがぶり返すようですが、東北地方や北海道ではすがすがしい天気になるようです。ということは、秋もそうそこまで来ているということ。秋と言えば、日曜日に伊勢丹に行ったら「北海道物産展」をやっていて、秋の味覚がずらっと並んでいました。確か月曜日までだったと思った。

ところで、先週の金曜日は昼過ぎまで特に用事がなかったので、東京駅の前に出来た新装丸ビルのオープンを見に出かけました。この真新しいビルの正面に着いたら、ちょうどカウントダウンだった。ですから、午前11時ですか。激しく降る雨の中を、随分の人が並んでいました。朝から並んでいた人もいたようです。

中を見ましたが、35～36階と5～6階がレストラン階で、8階から34階がビジネス棟、あとはショッピング街という構成。ショッピング街は、デパート的な展示手法をかなり取り入れてある。面白い企画もありました。レストラン街はまああんなものかなと。

しかし各階を回りながら、このビルが一番良いところは、店の向きによってあの趣のある東京駅の正面をまともに見ながら食事ができることではないか、と思いました。その面では、35～36階の上の階のレストランよりも、5～6階の、しかも東京駅側のレスト

ランの方がよほど良いと思う。あと見るべきものは、旧丸ビルを取り壊したときに出てきた土台の木が確か一本だったと思いますが、保存されていることでしょうか。東京駅から皇居に抜ける道に沿ってビルの一階に埋め込まれている。何年たったか知りませんが、非常に立派な木です。

何を買うつもりも、食べるつもりもなく行ったのですが、ついやまノ楽器でDVDを二つほど買いました。花火と地球のDVD。最近この手のDVDに凝っているのです。「さくら」は良かったな。時間があるときには、このビルで食事をしても良いと思いました。

週末は、丸ビル目当てで買い物客が来ていたそう。でもあの商店の数では全部欲しいモノが揃うかどうか。あと気になったのは、建物の周辺に色気がないこと。コンクリートとガラスばかり。まあ半年は結構な数の人が入るのでしょう。物珍しさもあって。しかし、その後の客のリポートを取れるかが勝負だと思う。

繰り返しますが、機会があったら夕暮れに東京駅を正面に見ながら軽い酒でも飲みたい。それでは、みなさまには良い一週間を。

《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》