

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1866号 2007年03月05日(月)

## 《 there was too much complacency 》

2月19日付け1864号(<http://www.ycaster.com/news/070219.html>)で指摘した「世界経済への慢心」に素早く、そして強く警告するかのよう、先週は世界中の市場に大きな動揺が走った一週間でした。

この動揺の中で、これまでやや過度に傾いていた市場のポジション(株高・円安期待)が、株式市場でも為替市場でも大きく修正・調整を余儀なくされた。インドや中国など新興国株式市場で始まった動揺は、世界中の投資家サイドにも「相場は思うとおりに動く」との慢心が強かったが故に、ニューヨークやロンドン、東京など世界の主要国株式市場を巻き込み、さらには為替市場での円安の修正としての円高を誘発している。こうした一連の動きが既に収束期に入ったのかどうかは、先週末段階では俄にははっきりしない。

筆者の見方は、「市場混乱の収束の時期はそれほど遠くないし、今回の市場混乱による世界経済への影響は大きくはない」というものだが、それにしても残った教訓は大きい。為替市場で進行している円高も、安定する前に今暫く続く可能性がある。

まず、日本を初め世界の主要報道機関は今回の世界的な株価下落に関して、「中国発」であると報じている。しかし筆者には、事の始まりは先々週の金曜日にインド・ボンベイ証券取引所(BSE)の株価が急落したことだと考えている。その日(2月23日)、つまり27日に上海の株価が大きく下がる2営業日前に、BSE市場では代表的指数であるSENSEXが600ポイント以上上げて、私が知っている限りでは最近にない大幅な下げを記録した。

それまでもSENSEXは一日で300ポイント程度の下げは珍しくもなかった。次の日には大きく上げる、といった展開。SENSEX指数で14000前後から高値波乱が続いていたので、上げ下げは激しかったのである。しかし私の記憶では一日で600ポイント下げることはなかった。金曜日はこの株価の急落も気になったのでニューデリーの友人に電話したことをはっきり覚えているし、そのことは筆者のHPの「day by day」のコーナー(2月23日)にも記してある。私がそうだったから世界の多くの市場関係者も同様の考え方を持った可能性が高い。それは、「高値波乱となっていたインドと中国の株価が当面下げに向かう可能性」を強く示唆したものだ。

加えて、筆者が先々週のこのインドの株価大幅下落に「いやな予感」を感じたのは、2月19日に記したように、世界の政策当局者の世界経済への慢心、そして市場参加者の先行き

への慢心がピークに達していたと思われるからだ。ウォール街の有名な諺には、「強気相場はユーフォリアの中で消える」というのがある。

加えて筆者には、「世界の市場は全部相互投資の形でリンクしている。言ってみれば網の目の中にあるのだから、一カ所市場が崩れたらそれは必ず他の市場に波及する」という基本的認識があった。インドの株式市場には世界中の投資家が投資している。その市場の大きな崩れは、他の市場に影響を与えない筈がない。また上海の株式市場が基本的には外国資本を入れない市場であるとしても、世界の資金はどこかで繋がっているし、心理的影響力は大きい。インド、そして中国と今注目の二つの巨大経済の健康度を示す代表的市場が崩れた影響は大きかった。

「当局者の世界経済への慢心」や「市場の連鎖」に関しては、筆者は2月19日に以下のように書いた。

『もう一つだけバーナンキや G7 が指摘していない問題を挙げておくとしたら、それは「過剰流動性」の問題だろうか。欧大陸諸国は円安の問題をまるで「日本の問題」のように論じたが、金融市場に少し詳しい人間なら、これが日本の問題と言うよりは、少しでも高い金利があれば大量に動く資金の存在であることは十分知っている。国際商品相場の値動きを荒くしているのも、こうした資金だ。こうした資金は、時に「インフレの局地戦」を演出する。全体的なデフレ傾向で相殺されているものの、そこでは常に小バブルの生成と崩壊が繰り返される。今の円安を「バブル」と呼ぶ人もいる。

「小バブル」で「限定的」なうちは良いが、それが「中規模」だったり「連鎖的」であったりすれば、それは世界経済に大きな影響力を持ちうる。もっとも資金は基本的には臆病な性格を持っており、確信が過ぎた動きがないうちはそれほど世界経済を攪乱するような要素にはならないかも知れない。しかし、日本の金利引き上げなどをきっかけに大きな、かつ連鎖的な資金移動が起きる可能性はあり、筆者はこれも世界経済にとってリスクであると考える。』

今はどうなっているかということ、株式市場の下落と円高の進行が相互にリンクしているという形になっている。このリンクは、先週後半に非常に顕著になった現象である。少なくとも今週の前半にもその傾向は見られるかも知れない。

### 《 not appear to be a huge issue 》

今後を予想するためにも、事態の推移を少し振り返っておく。筆者は23日のインド株の大幅下落が一連の事態の発端と書いたが、世界のマスコミが市場の動きに目を凝らすようになったのは、26日から始まった一週間である。旧正月明けの27日の上海市場では、当局による金融引き締め、それに株式取引利得に対する課税強化などの噂もある中で、株価が一日で8.8%下落し、そこから世界的な株価の下落連鎖が始まったと言われた。もっとも

筆者は、上海の株価下落は高値警戒感から発したものだと考えている。株下落は、欧州、アメリカと伝搬し、日本を直撃したのは28日である。日本の株はそこから週末まで4日連続して下げた。下げ幅は日経平均で1000円を超え、年初来の上げ分をすべて失った。高値からの下落幅は約6.2%。

ニューヨークの先週一週間の下げ幅はダウ平均で553ドル、最近の高値からの反落の幅は約5%である。ニューヨークの株価下落のきっかけになったのは中国の株価急落以上に、人々の記憶から消えかかろうとしていた前連邦準備制度理事会議長のグリーンズパンによる米景気後退予測や、世界の他の株式市場と同じようにあった高値警戒感だろう。グリーンズパンの警告は、「米経済は軟着陸」との予想が強まっており、かつバーナンキなどもその見方を強めていて、市場がそれに慢心し始めた時点での警告だった。であるが故に、市場の関心を通常以上に集めた。後で触れるが、グリーンズパンはその後この発言を修正している。「年内にアメリカがリセッションに陥る蓋然性は少ない」と。やや無責任な発言といえる。

あと株価下げの背景として挙げれば、アメリカ経済の先行きに対する懸念などもある。昨年10-12月のGDP実質伸び率が2.2%に下方修正されたことや、景況指数の低調など。しかしアメリカ経済に対する見方が強気、弱気を繰り返すのは昨年の初めからの現象であって、それが繰り返していることは当ニュースで何回も取り上げてきた。

今回の株価下落に付き添っている一つの大きな複雑化要因は、株価下落が円安の修正と裏表で進行しているということだ。円金利の低さを利用した資金の調達方法は、よく伝えられているように広く世界で行われている。一概に「キャリートレード」と言われるが、形は様々である。世界の中であって、スイスと並んで突出して低い金利を持つ日本の円は、様々な意味で「売り」や「借り」の対象になる。ポジションがその方向に傾いているのである。その過程で進んだのが、諸外国通貨に対する円安というわけだ。

こうした中で「円高」が進むと、円で資金調達した人達が苦しくなり、資産（株など）を売るかも知れないという連想を呼ぶ。円高になると、今の市場環境では世界の株価が不安定になるという現象が起きる。円キャリーのポジションが小さくなればこの現象は自然になくなるが、今のところは市場では目に見えるトレンドとなっており、先週金曜日のニューヨーク市場の動きも、為替市場の動向と密接に関連していた。

### 《 some more to come ? 》

いずれにせよ、問題は今の株安、円高という先々週前半までのトレンドがいつまで続くかである。まず世界の主要株式市場の先週一週間における下げ幅を見ると、途上国こそ大きいものの、日本、アメリカ、欧州など先進国市場では5~6%と比較的小さいことが分かる。大騒ぎした割には、買いも売りも厚いためそれほど一方的な下げにはなっていない。日本の下げが他の先進国に対して大きいのは、株の下げがあっても同時に円高が進んだため日本以外の投資家国通貨建てにしてみれば日本の株の下げは相対的に小さく、それがより一層

の利食いを誘った可能性がある。いずれにせよ、世界的な株価調整を誘った一番基本的な要因は、それまでの株価が急激に高くなりすぎたということだ。

週末のアメリカの新聞など読んでいて興味深いと思った指摘は、「ここ数年間におけるアメリカの株価の調整は、一回当たり6～8%である」というものである。とすれば、アメリカの株価はもうすこし調整して終わりと言うことだ。恐らく、世界各国の株価についても「あと少しの調整で終わり」との見方が当たっているように筆者には思える。過剰な上げの部分がはげ落ちれば、基本的経済条件の良さは確かなのだから、いつまでたっても買いが入らないと言うことにはならない。

ただし、これだけの一方的な動きがあったのだから、市場は少なくとも数週間かけて不安定な動きを続けるだろう。当局は今回の一連の動きをどう見ているのかという点について言えば、サンフランシスコ連銀のプール総裁の発言が参考になる。

「St. Louis Federal Reserve President William Poole, speaking to journalists after a speech in Santiago, Chile, said the sharp declines in share prices this week do "not appear to be a huge issue," adding there is "a lot of stability in the market's responses." However, he noted that the market turmoil might not be over yet.」

つまり「それほど大きな問題ではない」というのである。多分この見方は正しい。動きがシャープだっただけにマスコミの関心を浴びたが、過去の株価の動揺を見ても、实体经济に大きな打撃を与えたことは希である。こうした点を踏まえるならば、筆者の今後の見通しは以下の通りである。

- 1 . 先週の世界的な株価の急落、それに各国通貨に対する円高の進行はそれぞれの方向にかけたポジションが「当局の慢心」「投資家の慢心」が極に達する中で途上国株式市場（インドや中国の）の調整（当然あってしかるべきだった）をきっかけに生じたものである。ある意味では非常に健全である
- 2 . 最近の通常の調整（6～8%）だとしても、世界の株式市場がもう少し下値を試す余地はある。しかし今回の株価の下落が、インドや中国、さらには日本や欧州、それにアメリカの实体经济に大きな打撃になる可能性は少ない。大部分の市場において、株価は今年に入ってからの上げ分を失っただけであり、円相場については今年に入ってから円安進行部分が消えただけとも言える
- 3 . 調整がどの程度長引くかは、各国通貨に対する円相場の動きと密接に関連している。円高が進む限りにおいては、市場の「円キャリー取引解消の動き」に対する警戒感は強く、直ぐに円安に転換して株価が上値を追える確率は当面は低い。しかし、マスコミが騒ぐ頃には既にその現象はピークを越えている、というのが今までの

経験則であり、「円キャリートレード解消」の動きは既にピークを越えたと考えられる

円とその他通貨との関係を見ると、ポンド・円、豪州ドル・円、ニュージーランドドル・円、カナダドル・円などについて言えば、年初来の円安進行部分をすべてはき出した形となっている。対して、ユーロ・円、ドル・円は調整の幅がやや小さい。筆者はドル・円、ユーロ・円については実需絡みもあって調整のスピードが遅くなっていると見て、もう少し円高になる可能性があると考えている。その他の通貨については、円高への修正はそれほど大きな余地はないのではないかと考える。まあ相場はモメンタムの面があるから分かりませんが。

### 《 seeking the sign of stabilization 》

筆者を含めて大方の予想通り市場がいずれ沈静化するにしても、数々の教訓は残ったと言える。第一は、繰り返すが投資や政策運営などあらゆる経済活動において「慢心」ほど危険なものはない、ということだ。最近の G7 声明やバーナンキ米 FRB 議長の議会証言などに示された楽観論には、市場はもっと警戒心を持つべきだった。当局は、経済の好調さばかりを喧伝すべきでない。仮に今回の一連の騒動があるヘッジファンドの仕掛けだとしても、それは市場や当局のサイドに突かれる慢心があったということだ。

「慢心」は投資家のサイドにもあった。インド、中国を含めて「株は買えば上がる」と考え始めた投資家がいかに多かったか。しかし市場はいつもこの投資家の慢心に強いしっぺ返しを与える。相場の神様はいつも天の邪鬼だ。市場や投資家が「陶醉状態」になればなるほどリスクが高いことが証明された。

第二に重要なのは、世界経済の枠組みは国民国家の範囲や権限を遙かに超えた、ということだ。インドや中国の株式市場の変調は、直ちに日米欧の株式市場を直撃する。お金は国境を越えて瞬時に動く。しかも開発途上国、先進国の分け隔てなく。いかに多くのお金が先進国からインドや中国に投じられ、またロシアを含めて新興国のお金が先進国市場に流れ込んでいたか。

しかし、今の世界にはグローバル化するお金の流れを一元的に監視する体制がない。G 7 にはカナダは入っているのに、中国やインドは入っていない。サミットにはロシアが入ったが、中国が入っていない。市場の動揺への対処には、この国際システムの歪みの是正が急務だ。

今週の主な予定は以下の通りです。

3月5日(月)

10~12月法人企業統計

ポールソン米財務長官来日

米2月ISM非製造業景況指数

中国第10期全人代第5回会議開催

	IAEA 定例理事会 ( ~ 9 日・ウィーン ) 6 カ国協議の米朝作業部会 ( ~ 6 日・NY )
3 月 6 日 ( 火 )	米 1 月製造業受注 ポールソン米財務長官、訪韓 米フィラデルフィア連銀総裁スピーチ ( NY )
3 月 7 日 ( 水 )	1 月景気動向指数 ( 速報 ) 英中銀金融政策委員会 ( ~ 8 日 ) 米 MBA 住宅ローン申請指数 米 2 月 ADP 雇用統計 米ベージュブック ポールソン米財務長官、訪中 ( 上海 )
3 月 8 日 ( 木 )	2 月景気ウォッチャー調査 2 月工作機械受注 ECB 理事会 ポールソン米財務長官講演 ( 北京 ) ブッシュ米大統領、中南米 5 カ国訪問
3 月 9 日 ( 金 )	1 月機械受注 米 1 月貿易収支 米 1 月卸売在庫 米 2 月雇用統計

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。土曜日は映画を見に、日曜日は買い物などに出掛けましたが、まあ日曜日の暖かかったこと。もう完全に春の陽気でした。東京がよく空から雪をもらった3月3日も過ぎてしまったので、この日本の首都は「一度も雪のない冬」を経験したことになる。雪は降れば面倒だが、降らないと寂しい。

先週の末から立て続けに二つの映画を見ました。「ドリーム・ガールズ」と「幸せのちから」。どちらもまあまあ映画でした。ドリーム・ガールズは菊池さんから助演女優賞を奪った女優ジェニファー・ハドソンの演技を見たくて。しかし印象に残ったのはあの声量でした。菊池さんは声を出すことが出来ない役回りだった、ちょっと不利だったかなと。

「幸せのちから」は、原題は「the pursuit of happiness」となっていて、「幸せを求めて」に近い。レーガンが大統領になった年に話が始まる。貧しい黒人の一家。家賃も払えない。見ていてアメリカの貧困という問題をひしひしと感じる。

実話に基づいている。話は単純です。まあそれが映画らしい。子供がかわいいのです。ウィル・スミスの実の子供らしいのですが。エンディングは結構印象的です。そういえば、登場人物の名前の証券会社は聞いたことがある。

それでは皆様にはよい一週間を。

《当「ニュース」は住信基礎研究所主席研究員の伊藤(E-mail ycaster@gol.com)の相場見解を記したものであり、住友信託銀行の見通しとは必ずしも一致しません。本ニュースのデータは各種の情報源から入手したものです。正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。》