

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第2017号 2010年05月10日(月)

《 risk averse 》

今の世界の政治・経済のシステムにも、取引のシステムにも大きな疑問符がついた過去2週間のマーケットでした。この結果、今週の市場も折に触れて「リスク回避」の動きが表面化するだろう。ただし実体経済からみて、「これ以上のリスク回避はやり過ぎ」という判断が多く出るマーケットには、新たな展開を打診する投資行動が見られるだろう。いずれにせよ、当局の動きもからんで事態は依然として流動的である。」

「世界の政治・経済システム」への疑問・懸念としては、端的には「ギリシャの体制、仕組み」と「それを制御できないEU」への疑問・懸念として現象化しているが、根っこはもっと深い。それは「民主主義が本来的に抱えるシステム上の欠陥」、もっと具体的には「冷戦が終わって国民の願望に歯止めを掛けることが難しくなる中で、選挙に勝ちたい民主主義国の政府（政治家）が国の財力以上に国民にサービスを約束し、その結果各国政府が軒並み大きな財政赤字を抱えるに至っている」という根が深い問題に行き着く。この問題は今後ポルトガル、スペイン（ギリシャと併せて“GPS”と呼ばれる）以外の、例えば日米政府を巻き込むような“体制としての民主主義の脆弱性”として顕現化してくるだろう。

「取引システム」への疑問・懸念としては、取引所、または取引システムが優れてハイスピードになり、ソフトウェア依存を強める中で、多くの市場参加者が理解不能、状況把握不能な状況の中でマーケットの非常に大きなスイングが発生し、それを根本的に修復・是正できていないという問題。具体的には先週の木曜日（6日）のアメリカ（ニューヨークやシカゴ中心）の証券取引システムの中で起きたニューヨーク株式市場（NYSE）の一部銘柄の常軌を逸したスイング、それに伴うダウ工業株30種平均など株価指数の大幅下落とその後の反発が、世界中の投資家のマーケットへの信頼感を著しく損なっている問題である。

まずギリシャに端的に表れている「世界、特に民主主義国の政治・経済システム」が抱える脆弱性について、根本的な背景を考える。既にギリシャの放漫財政ぶりについては繰り返しここでも述べてきたから繰り返さない。ギリシャに対する市場の厳しい審判は、これから続く他の国々に対する市場の審判の序章となる。「G」の後には「P」と「S」が待ち構えていると言われるが、同じような懸念はイタリアにもアイルランドにも、そして少し

先にはイギリスにもあり、何故かと言えば「GDP に対する財政赤字の大きさ」から市場関係者の口の端に上っている。しかし、少し視点を変えれば日本やアメリカ、その国債市場も同じような問題を抱えていることは明らかである。

構図はこうだ。民主主義の国においては、政治を決めるのは国民一人一人が持つ一票である。政治家、彼らが構成する政府（政府予備軍）はそれが欲しいから、彼らの希望に添うような政策を国民にしばしば売る。公共サービスの無料化であったり、減税であったり、ファットな年金だったりする。そのプロセスの中で、財政支出の制度化が進む。進めば景気が悪化して税収入が落ち込めば国家財政は直ちに大きな赤字になる。冷戦の渦中では“敵”がいたから政治家は「敵に弱みは見せられない」という説得材料で、国民に痛みを強要できる。国全体が年齢的に若かったからそれも可能だった。しかし今は全体的に高齢化して社会保障費用がかさむし、そうした目に見える敵はいない。となると、政治家が国民に「痛みを伴う改革」を強い、財政の均衡化への道筋を付けることは非常に難しくなる。

今の日本を見れば、民主主義の国が陥りやすい政治力学の抱えるリスクがよく分かる。民主党は明らかに政権を取るためにしっかりした経済立て直し戦略や外交関係への理解なしに、国民に安易な約束をした。自民党の体たらくを勘案すればあれほど約束しなくても政権を取れたのに。しかし今、そのツケの支払いに四苦八苦している。問題は、ただでさえ危機的になっていた日本の財政が改善の見通しもなく悪化し続けていることだ。

こうした問題を回避できるのは、よほど政治家もそれを選ぶ国民も先を見たパブリック優先な考え方をしなければならぬ。今の世界ではそれが一番出来ている国としてはヨーロッパではドイツなどが挙げられる。しかしそのドイツでも失業の増大の中で財政に余裕がないことは変わらない。つまり世界が抱える問題としては極めて深刻だ。この大きな問題を回避できているのは、善し悪しの問題は別として体制としての民主主義を取っていない中国くらいなものだ。だから最近、私の身の回りには「上（指導部）がうまく機能している間は、中国の体制の方が良いのではないか」と感想をもらす向きが多くなっている。私は「権力は腐敗する」という歴史を見れば、また国民に最後は発言の自由がない社会であることが許容できないが。

《 110 billion euro for Greece 》

目をヨーロッパに戻す。問題は深刻だ。この週末までにギリシャ政府は財政緊縮策を議会通過させ、EU と IMF はギリシャへの巨額融資を認可する決定した。EU が 800 億ユーロ、IMF が 300 億ユーロ。また今日の東京市場の開場前に、EU が危機対応の全体的な仕組みを発表すると見られる。しかし市場の関心はそこにはない。問題は「whether the Greek government can carry out the strict austerity measures required in the aid package.」（ウォール・ストリート・ジャーナル）にある。考えれば考えるほどヨーロッパが今取っている体制にとっての重大な試練だと思える。「支援策の金額」の問題ではないのだ。最後は、ヨーロッパの人々が way of life を変えられるかどうかの問題であって、それは極めて

難しいと思う。

そもそも今回の巨額の支援措置を支えているドイツが、メルケル首相の思惑通り国内政治においてギリシャ以外の国に関しても「支援支持」に固まるかどうか不明だ。「ヨーロッパの危機」を叫んで今回はドイツの指導部は ok を出したが、「G」のあとは「P」や「S」も待っている。ドイツが中心になって危機に陥った国に対する支援体制が続けられるかは不明だ。もしかしたら、ドイツもそこまでは背負わないだろう。いくらヨーロッパに負い目があるとしてもだ。今朝のウォール・ストリート・ジャーナルには、「Zeal and Angst: Germany Torn Over Role in Europe」という記事がある。ドイツも悩んでいる。

ということは今後の支援策そのものにも疑念が付くということだ。なによりも問題なのはギリシャ政府が EU や IMF に約束した緊縮財政を実行できるかどうかだ。それはそれは厳しいもので、1997年に韓国でも”IMF ショック”が起きたが、ギリシャはもっと国民そのものが政府に対して反抗的だし、権威を重んじない。それは過去二週間でたっぷり示された。国民性的一种だ。それがギリシャの良さでもある。闇経済も大きい。

支援策が決まった後でも、総労働人口の半数に当たる労働者がストに参加している。こうした中で公務員削減、財政支出の大幅な削減などを実行すれば、政府は直ぐに不人気になる。ギリシャが取っている政治方式は民主主義体制だ。つまり一人一票を持っている。政府は簡単にひっくり返る。国民が IMF や EU からの支援を取り付けた政府に「ノー」を突き付けたらどうなるのか。これは厳しい。支援策の撤回、それに伴う混乱、その先にはギリシャのユーロからの離脱などが待ち受けている可能性がある。

既に週末に配達された日経ヴェリタスには、「ギリシャのユーロ離脱論まで浮上」という記事がある。この記事によればクルーグマン教授やステイングリッツ教授が悲観的な見通しを述べているという。ギリシャがユーロから離脱すれば、ギリシャの通貨（何と呼ぶかは不明だが）は急落するだろう。それによってギリシャの輸出は回復するかも知れない。しかし既に実施された分の支援策はユーロ建てなので、ギリシャの借金は新通貨建てでは一極に増えるという勘定になる。また通貨の切り替えなどはどうやって行われるのか。分からないことだらけである。

通貨権と金融政策を一元化した EU だが、財政政策は各国任せ。しかしこの財政でこそ、政治家は甘いことを言いがちだ。どの国でも。日本でもそうだ。過去に財政で存亡の危機に立ち、今はその反省から財政の健全化に努めているし、輸出力もあるドイツのような国は良い。しかし、社会主義を経験したギリシャなどは、国民はバラマキの魅力を忘れずに、それを当然だと思ってしまうがちだ。

ギリシャは確かに EU 内の GDP ベースでも 2～3%と小さい。国民の数も 1113万人しかいない。しかし、今の危機は共同体としての EU にとって大きな試練だ。政治と財政を各国任せにしてにおいて金融と市場を一つにするというシナリオの是非が問われている。EU は加盟へのシナリオはあった。しかし離脱のシナリオは描けていないし、過去に実績もない。結局、最後の道を決めるのはギリシャ国民だ。

《 something horrific 》

次の「取引システム」への疑念・懸念はもしかしたら、早期に解消するかもしれない。原因が特定され、それが修復されれば良い話だ。しかしこの文章を書いている時点では、世界中の投資家を不安にしている。

理由ははっきりしている。驚いたことに、誤注文説などを含めて諸説ある先週木曜日のニューヨーク株価の急落（ニューヨーク時間午後2時40分過ぎ、ダウは998ドル安、その後僅かな間で500ドル以上急反発）については、週末を超しても「これ」という原因特定が出来ていない。これは投資家にとっては不安だ。まだ「あれは誤操作でした」と分かってくれた方が、次の行動を決められる。「ああそうか、あれは事故。では経済や市場の本来の姿はどうだったのか」という気分になる。しかし、原因が特定できての再発防止だ。それがなければ、突然の市場の急落（急騰）がまたあるかもしれない、と考えるのが普通。「オーダーを出すのも不安」「ストップの出しようもない」ということになって取引そのものが手控えられる。

実際に週末7日のニューヨークの株式市場の取引は時間の経過とともに、つまり取引時間の経過にもかかわらず原因究明が進まない状況の中でジリジリと下げた。引値はダウで139.89ドルも下がって週越え。雇用統計の内、非農業部門就業者数の増加が予想を上回ったにもかかわらずである。当然だが、オーダーの執行は、瞬時瞬時の取引水準で行われる。1000ドル近くスイングすれば、ほとんどの下のオーダー（指し値にしろストップにしろ）は done になったのだろう。だから取引所（NYSE や Nasdaq）は異常事態が生じていた取引時間の内、直近の取引時より相場が60%以上動いた取引をなかったことにする方針のようだ。

しかしこれは、局所救済の悪しき例である。なぜなら、ニューヨーク株式市場の信じられない動きを受けて、外国為替市場では異常な、しかも短期間の円高局面が演出された。それは国債市場、商品市場でも同じ事だろう。極端な相場スイングが起きた。市場は秒単位で動くから、ニューヨークの株価の極端な動きは、各地市場での同様な動きに繋がった。

例えば日本で人気の FX で仮に円以外の通貨（例えば金利の高い豪ドルなど）を対円でロングにしていた投資家がいたら、ユーロ・円の一日10円近い下方スイングの中で、ロングに対してストップを出していたらそれらはすべて強制執行されたと推測することが出来る。ストップを出していなかった場合は、FX の口座に置いていた全資金を失った人も出たに違いない。業者による強制執行条項が起動するからだ。damage has been done であって、ニューヨークやアメリカの取引所が取引所取引だから「それはなかったこと」に出来るとしても、そうした世界中の投資家、各地市場（OTC など）で取引をしている投資家は救われない。これはどう考えても不公平だ。

よって、原因が特定できずにニューヨークの株式市場への不安が残ると言うことは、世界中の市場に対する投資家の不安感が残ると言うことだ。金曜日の記事の中には、「P&G や

3M などダウ構成銘柄が明確なニュースもなく一日に20%も変動することはない」といった今までの市場の常識が紹介されていたが、今後はそれが通用しなくなるということだ。木曜日はもっとひどい値動きがあったことが報告されている。それは、世界中の投資家を不安にさせる。

この不安は世界中での投資資金の動きを鈍くするか、細くする。投資資金の動きが過剰に velocity を高めるのも良くないが、それが鈍くなったり細くなったりすれば、それは世界経済の鈍化、景気悪化、雇用の伸びの鈍化に繋がる。だから米市場監督当局は何があっても、「異常な値動き」の原因を特定し、それを修復しなければならない。

誤操作でないとしたら、プリウスの件（回生ブレーキと通常ブレーキの受け渡しのタイミングに関するもので、許容範囲との見方も出来る）がそうであったように software-driven かもしれない。Computer-driven と言っても良い。例えば high frequency trading (high-speed とも言う) などの取引プログラムのブラックボックスにソフトウェアの欠陥が入っていた可能性だ。しかしこれは我々には分からない。

この週末に当局 (SEC や CFTC) が出している声明は以下のようなものだ。「Thursday's unusual trading activity included extreme volatility for a number of individual securities. This is inconsistent with the effective functioning of our capital markets and we will make whatever structural or other changes are needed.」。ないよりはましだが、これだけでは要するに何の役にも立たない。結局の所、「At a minimum, traders said, the selloff shows that regulatory oversight of stock trading has not kept up with the changing nature of trading.」（ウォール・ストリート・ジャーナル）ということだ。

もし「There's no mechanism in the current system to stop an error from crushing a stock,」 said Dan Mathisson, head of electronic trading at Credit Suisse. "The regulators will need to explore restricting the use of market orders, or adding some type of circuit breakers." (同) としたら、世界中の投資家は不安感をもって週明けの市場を見つめることになる。あのような理由なき暴落が繰り返されるようなら、怖くてオーダーなど出せない。

《U.S. is getting more jobs》

米4月の雇用統計などに見る経済実態は悪くない。4月の非農業部門就業者数は18万人のプラス予想に対して、29万人も増えた。これは2006年3月以来の大幅な増加。うち民間での雇用増は23万1000人。また3月の雇用増も23万人（当初発表は16万2000人）に上方修正された。改定を考慮に入れると、今年1～4月の4ヶ月平均の同就業者数の増加幅の平均は14万3000人となった。もっとも失業率が9.9%と二桁直前まで上昇したことは、マイナス材料。

今週も数多くの指標が発表され、市場はこれらの数字にそれなりには注目はするだろうが、今の市場にはもっと大きな材料がありすぎる。

今週の主な予定は以下の通り。

5月10日（月）	EU緊急首脳会議開催へ 中国4月貿易収支 中国預金準備率0.5%引き上げ実施
5月11日（火）	米3月卸売在庫 中国4月生産者物価／4月小売売上高／4月鉱工業 生産／4月固定資産投資
5月12日（水）	3月景気動向指数 米3月貿易収支 英中銀インフレ報告 独1-3月GDP（速報） EU1-3月GDP（速報） インド3月鉱工業生産 豪5月消費者信頼感指数
5月13日（木）	4月企業倒産件数 4月景気ウォッチャー調査 4月工作機械受注（速報） 豪4月雇用統計
5月14日（金）	米4月小売売上高 米4月鉱工業生産・設備稼働率 米5月ミシガン大学消費者信頼感指数 米3月企業在庫

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。連休中に続き温かい日が続いて「このまま夏か」という雰囲気。春になっても寒かったときには「寒い」と文句を言っていたので、いろいろ言って身勝手かなと思うが、「まだちょっと涼しいままでいて下さい」というのが今の筆者の希望。

ところで、金曜日のラジオ番組（森本毅郎スタンバイ）にかかわっているTBSの若手が上海万博に行ったというので様子を聞いたら、「面白くない」と一刀両断。一部のパビリオンをみただけではなく、彼は全パビリオンを見た上でそう言っている。お土産に「朝中友誼」という切手集をもらいました。いかに北朝鮮が中国と緊密に付き合ってきたかを切手で見る事が出来るが、どう見てもちゃち。聞くと金正日の滞在中は閉鎖されていた北朝鮮のパビリオンは、真ん中に噴水があるだけで、あとはこうした切手集などの物販だけとか。それじゃ面白くない。ウリは「楽園」だったはずだが。

初日、二日目はまだしも三日目、四日目からは入場者が大幅に減少してその後も低迷。

こままだと入場者7000万人達成の主催者意向にもかかわらず、3300万人が良いところのようだ。むろん主催者は慌てている。日本館が人気と言うが、名古屋の時のそれを想起すると、「じゃ、他はどうなっているの」と。結局名古屋でも、各国の食べ物が面白かった。あと着るもの。

「最初のうちは混むので.... 後で」という人が多いのは確かだろう。中国には都会を見たい膨大な数の人がいる。しかし私は普通に回れば一日3~4館がせいぜいで、待つ時間の方がはるかに長い万博に、それほど人が殺到するとは最初から思っていない。実は名古屋の万博会場を思い立って回ったときに、「万博は終わった」という印象も持ったし、今もその思いに変わりはない。なぜなら、あれだけ並んで何を見れたかと言えば、今は印象に残っていないものばかりだ。ロボットのダンスなどごく一部を覚えている。あとは書いたように食べ物、着るもの。

これはあちこちで言っているのですが、「ネットは毎日万博」というのが私の意見です。多分中国の若い連中もそう思っている。まあ機会があれば行きたいという人はいるだろうが、ネットでいくらでも見ることが出来るものを見るために、あえて長時間並ぶ必要はない。彼は、「上海の街の方が面白かった」と言っていた。

「なんでも人海戦術」の中国だから、入場者数の帳尻は合わせるかもしれない。しかし、「日本人の半分が行った大阪万博」のころの勢いは万博にはない。そういう時代だと思う。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(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。》

資料：2010年5月06の午後アメリカの市場で起きたこと
(ウォール・ストリート・ジャーナルより引用)

For a good part of the day, markets were down on worries about debt woes in Europe and unrest in Greece.

.Shortly after 2 p.m., traders on the floor of the NYSE say, they noticed some wild moves in currency markets, and gold was ticking up. Stocks fell further.

Around 2:40 p.m., with the Dow Industrials down about 500 points, a big high-speed

trading firm, Tradebot Systems Inc., stopped trading to limit its losses. Other high-speed firms also pulled back. These firms typically buy and sell when other investors need to trade, so their withdrawal could have primed the market for a fall.

Around the same time, the big P&G sell order hit the NYSE floor. It is not clear where the sell order came from and how big the order was. It overwhelmed available buy orders, traders say.

Because that order came amid the market selloff, a NYSE system kicked in that's designed to slow trading when there's a big move in a stock's price or trading volume. That so-called liquidity replenishment point system stopped the NYSE's electronic trading in some stocks, down-shifting into "slow" mode.

The system is supposed to allow designated market makers—human traders who work on the floor—to help bring order to the market. These traders are required to step in and buy or sell stocks when there are no other investors willing to make the trades.

..Starting at 2:45 and 52 seconds and continuing for nearly two minutes—an eternity in markets where millions of shares trade every second—no P&G trades were reported by NYSE. For about 80 seconds, not a single share of P&G stock traded through the Big Board.

Sell orders continued to flood into the NYSE. When the orders couldn't be filled, they spilled into other electronic trading venues.

That created an overload of sell orders and caused temporary divergences in prices between stocks on the NYSE and other exchanges. Essentially, there were no buyers for many stocks, which allowed their prices to fall until a trade was done, in some cases to 1 cent.

During that time, P&G declined 35%, then began to rebound. At 2:47 and 42 seconds, the NYSE reported a new P&G trade at \$56.27, just below where the stock was changing hands before the trading halt.

Meanwhile, the broad market was falling more than 100 points a minute.

"We were here and didn't know what happened out there," said Doreen M. Mogavero, president of Mogavero, Lee & Co., a floor broker. "We thought something horrific happened."

Some traders say one culprit for the quick downdraft might have been a type of trade called an "intermarket sweep order," or ISO. ISOs, which some studies say account for nearly half of all trades, send trades to whatever exchange that has the best price. The order can remain there until it is filled?even if that means the price falls to near zero.

A large number of stocks that plunged dramatically Thursday were ISO orders in which there were no apparent buyers, data shows.

Shares of consulting firm Accenture PLC fell from \$41 at 2:30 p.m. to \$32.62 at 2:47:46 when a trade was routed through NYSE Arca Exchange. Seconds later, at 2:47:50 p.m. an ISO trade cleared through Nasdaq at \$5.54. Moments later, an ISO trade went through on Nasdaq at \$3.04. The shares traded at a penny at 2:47:53 p.m.