

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1393号 1997年10月29日(水)

《 the so-called buy the dips mentality 》

今朝のニューヨーク株式市場の市況記事を読んでいたら、面白い言葉を発見しました。なぜ火曜日のニューヨークの株式市場が大きく反発したかに関する解説記事の中にあったもの。「the so-called buy the dips mentality」。およそ1987年のブラック・マンデー以降、アメリカの株式投資家には「押し目は買えば儲かる」というメンタリティーが染みついていて、だから、高値から15%も調整し、ダウで28日の朝方には一時7000ドルを割った(6971ドルと報じられている)株式市場には、大量の資金が流入したというもの。まだまだニューヨークの株式市場は、投資家の信頼感を失っていないということです。基本的に下げムード、悲観ムードが強い一部のアジア市場とはニューヨークの株式市場が違うことを如実に示したと言える。

とまれ、554ドルという**史上最大のポイントでの下げ幅**(%ではわずか7.2%)のあとは、これも**史上初めて一日の出来高が「10億株」を越える**中での、**史上最大の上げ**(337.17ドル、今までの最高は今年9月2日の257.36ドル)という展開は、今のニューヨークの株式市場でいかに強弱の相場観がぶつかり合っているかを端的に示したと言えます。重要なのは、火曜日には大きく反発したもののこの相場観の激しいぶつかり合いはここ当分続くだろうと思われる点。筆者は当面の株式市場に対する見通しとして、

ここ当分のニューヨークの株式市場は、激しい上下を繰り返しながらも7000ドル台を中心としたかなり広い幅の中でのレンジ取引が続く

ニューヨークが反発したことにより世界的な「根拠無き不安感」はとりあえずかなり沈静化し、それぞれの国の株式市場が置かれた環境によってパフォーマンスの差が再び出てくる。その意味では、一部アジアやその他地域の株式市場の動向は今後も注意する必要がある

個々の市場の中でも、銘柄ごとにさらに格差が大きく出て市場の内部で大きな入れ替えが発生する。従って、「平均株価」で株式市場を見るのは一段と適切な手法とは言えなくなる

との見方をしています。

そもそも、ニューヨークを初めとする世界の株式市場(東京は例外ですが)が90年代

に入って大きく値を上げた背景は二つあったと考えます。

- 1) 冷戦終結による市場経済のスパン拡大による企業の活動舞台の広がりと、それに対する企業業績への期待・楽観論台頭
- 2) 大競争時代到来やニュー・エコノミー論などに基づくインフレ環境への懸念の減退と「新時代への楽観論」

1) について言うならば、全体的には不振を続けた日本の株式市場にあっても「市場経済のスパン拡大」のメリットを享受できる実力があると見られた銘柄は大きく買われて、いわゆる「二極化」現象をもたらした。ニューヨークを含めて世界の他の株式市場も基本的には同じ動きで、そうした銘柄がどのくらいあるかがその市場全体の強さとなっていた。当然だが、世界的スケールでビジネスを展開できる企業を多く抱えたニューヨークの市場は一番 BULL だった。

一方、2) は世界的な「債券投資」の活発化を生むと同時に、「新時代」を担う企業への期待を強める役割を果たした。どの国の市場でも「ハイテク株」が市場の関心の中心だったのは、技術変化が激しく、需要を生み出しやすいハイテク産業、ソフト産業に新しい時代が依存していることを市場が承知していたからである。事実アメリカでもその他の多くの市場で、新時代を担う技術を持つハイテク株は株価上昇をリードした。

「市場経済の拡大」と「新時代への予感」は、それに乗れる企業の活躍分野の拡大と企業業績の改善を予感させた。当然株式市場の対象銘柄には、投資資金が流入した。

〈 **diminishing euphoria** 〉

こうした世界経済の構造が崩れたわけではありません。しかし、ここに来て環境に変化が徐々に顕在化してきたのも確かです。

第一に、「世界的に金利は上がらない」と踏んでいた市場は、欧州諸国のどちらかと言えば通貨統合がらみでの金利引き上げと、グリーンズパン議長からの「インフレ警戒 金利引き上げ示唆」とも受け取れる議会証言で、世界経済の枠組みに関する考え方の修正を迫られた。つまり、「寝た子（インフレ）が起きてしまう」危険性を感じ取った。統計にはどこにも出ていないものの、将来のインフレを市場は警戒しだしたわけです。これはつい最近までの「楽観論」から見れば、世界経済に対する大きな認識の変化です。

第二に、「NEW ERA」「NEW ECONOMY」など呼び方はいろいろありますが、過去の経済の様々な制約（賃金コストの観点から見た失業率低下の限界、生産性パラドックス脱出への期待、景気循環）が解消したかも知れないという楽観論の後退もあります。特に、グリーンズパン議長が前回の証言で労働市場の逼迫の危険性を強く指摘し、インフレ再燃の可能性を示唆し、経済の様々な古いルールは簡単には死なないと述べたことは、当然ではあるものの市場のユーフォリアを冷ますのに十分だった。つまり今年の夏まで世界の株

式市場で強く見られたユーフォリックな楽観論は、ここに来てかなり萎んでいたと言える。ただし「先取り」が原則の株価はそれまでに楽観論を織り込んだ相場水準を形成していたと言える。

また、「NEW ERA」「NEW ECONOMY」に極めて“協力的”だった労働者の“反乱”を警戒する心理もマーケットに働いたと思えるふしもありました。

第三は、日本でも顕在化しつつあるハイテクの成長余力に対する疑念です。消費もそうですが、例えば司法省がブラウザの抱き合わせ販売に関する1985年の同意審決違反でマイクロソフトを訴えたことなども投資家心理には影響しているでしょう。つまり、ハイテクの世界は「行け行けドンドン」ではなくなっている。

《 triggered by Asian crisis 》

こうした中で、以下のような要因で成長の壁にぶつかったアジアの株式市場の動揺や、通貨の大幅下落は、世界的な株価の「調整」を誘発するに十分でした。なによりも、世界の資金の流れはリンクしている。投資家はどこかの市場で失った利益、または生じた損失を他の市場で利益確定して相殺しようとする。香港以外のアジアの小さな市場での損失はニューヨークの株を売るまでは必要なものではなかったものの、香港の下げでニューヨークに展開している資金にまで及んだとみます。

アジア経済が「成長の壁」にぶつかった理由は

ハード輸出中心の経済にあって、市場経済の拡大、モノのデフレの拡大で輸出環境が悪化した

加えての世界最強通貨ドルへのペッグで、アジア各国の輸出競争力は減退した
追随型の官僚主導の中で順調な足取りで成長してきたものの、アジアが追随する経済（具体的にはアメリカや日本の経済）が大きく形を変える中で、対応ができなくなった（官主導の経済の限界に対する認識不足）

過度な生活水準の維持を海外から流入した資金（borrowed money）でまかない続けた

高金利、ドルペッグの中で国内に流入した資金の用途を間違えた

しかし、アジアの危機を背景とはしながら、アジアの株安とニューヨークの株安を一緒にするのは間違っていると考えます。アジアは、いわば「成長の壁」にぶつかっている。一方のアメリカ経済は基本的には極めて形が良く、世界で通用する企業を数多く抱え、活力があり、「成長の壁」も具体的に見えている訳ではない。つまり、ニューヨークの株は「上げすぎた調整」に過ぎないと見ます。

考えてみれば、ダウで7000ドルの近辺というのはグリーンズパン FED 議長にとっ

てもむしろ望ましい水準でしょう。落ち方が速かったという意味でマスコミは騒ぎましたが、レベルそのものは今までの過熱感を解消するには良いレベルです。従って、ニューヨークの株式市場は95年の上半期までのように高値を追い続けるというようなことは出来ないものの、「**buy the dips mentality**」に支えられて持続的な下げはないと考えます。

これに対して、アジアはまだまだ心配な材料を多く抱えています。

ドルが下落する時代に有効だったシステム（自国通貨のドル・ペッグなど）をまだ数多く残している

ファイナンスを含め自律的な経済成長の為の環境整備が整っていない

モノ輸出依存の経済体質からの脱却が遅れている

官僚主導の経済で市場経済のニーズとしばしば齟齬する政策が平気で取られる

こうした歪んだ市場環境を取り除くことに成功する国の株式市場から、株価は落ち着いてくるでしょうが、こうした思い切った改革に乗り出したアジアの国はまだ少ない。従って、アジアの通貨・株価危機の火種は今後に残ったと考えます。日本の株価の動向も特別に考えることなく、こうした大きな脈絡の中で考えれば良いと思います。

当面の関心は水曜日の米東部時間（日本時間で零時）のグリーンSPAN議長の議会での証言に集まるでしょう。証言は、上下両院協議会で行われます。ここ数日間の世界的な株式市場の大きな変化にも触れて、アメリカの金融政策の行方についても言及してくると思います。ただし、再び世界の株式相場の急落を招くような発言はしてこないと考えます。

<http://www2.gol.com/users/ycaster/>