

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS


第1521号 1999年12月13日(月)


《 something very special in November 》

今回のレポートは、2000年のミレニアムを控えて今年一年間、その中でも11月に世界の株式市場で起こった資金の異様な集中を取り上げます。

具体的に言うと、日本、アメリカ、欧州を問わずこの一年間の株式市場で通信、インターネット関連など一部のハイテク銘柄が集中的に買われた。特にミレニアムを2ヶ月後に控えた11月には、それぞれの市場でごく一部の株がたった一ヶ月で60%、70%という過去に例を見ないような異常な上昇を示したのです。それは何故か、というのがこのレポートのポイント。その意味するところや、そこから2000年以降の展望もしてみたいと思います。

最初にお断りしておきますが、今回のレポートはワードファイルに gif ファイルなどを張り付けて作成しましたので、テキスト形式のメールでお読みの方にはかなりつらいと思います。私がこのレポートで使った gif ファイルはいずれもインターネットから採取したもので順番に

 http://quote.bloomberg.com/gcenter/gcenter.cgi?iquote=indu&PERIOD=1Y&equote1=&equote2=&equote3=&nasdaq=CCMP&EXCH=US&T=markets_gcenter99.ht&x=27&y=7

 <http://quote.yahoo.com/q?s=nok&d=b>

 <http://quote.yahoo.co.jp/q?s=9984.t&d=b>

で見る事が出来ますが(このままの URL をブラウザの「開く」に入れて下さい) メールで受信されている方でインターネットを使える環境にある方は、なるべく「<http://www.ycaster.com/new/991213.pdf>」でこのレポートをご覧頂ければ幸甚です。

さて、最初のチャートは次のものです。これはニューヨークの株式市場における「ダウ」と「NASDAQ」という二つの代表的な指数の動きの軌跡です。スタート時点は一年前。つまり、一年前に比べてそれぞれの指数がどのくらい上昇しているかを示している。見ると分かりますが、日本で一番ニュースに登場するダウ工業株30種平均は実は5月の初め以来横這いの動きしかしていない。11月1日にマイクロソフト、インテル、SBC コミュニケーションズなど今までは NASDAQ にしかなかったハイテク株を指数の中に入れて少し上げ

基調になってきたものの、「ダウ」はまだ明確な形で新値を抜いてはいない。

これに対して NASDAQ の上げは非常に明確です。ここ一ヶ月くらいはダウに何が起きようが 新値をほぼ毎日更新している。ダウが一年前に比べて 25% しか上がっていないのに、NASDAQ 指数は一年前に比べて 80% も上昇しているのです。特に目立つのは 11 月に入ってから 槍ヶ岳を登るかのような急峻な上昇。

NASDAQ は改めて言うまでもなく、アメリカを最も代表するハイテク株が数多く入っている株価指数です。10 日の NASDAQ 市場において取引が多かった順に 10 社 (<http://dynamic.nasdaq-amex.com/dynamic/marketactivity.stm> から採取) を挙げると次の通りになっています。IPO (株式公開) で突然登場している株もありますが、大部分は常連で、最近の NASDAQ の株価高騰を先導しているのは、こうした銘柄です。

Corel Corporation (Linux 関連のソフトウェア会社 <http://www.corel.com/>)

Dell Computer Corporation (コンピューター <http://www.dell.com/>)

Intel Corporation (ハードディスク <http://www.intel.com/>)

Sun Microsystems, Inc. (コンピューター関連 <http://www.sun.com/>)

Microsoft Corporation (コンピューター・ソフトウェア <http://www.microsoft.com/>)

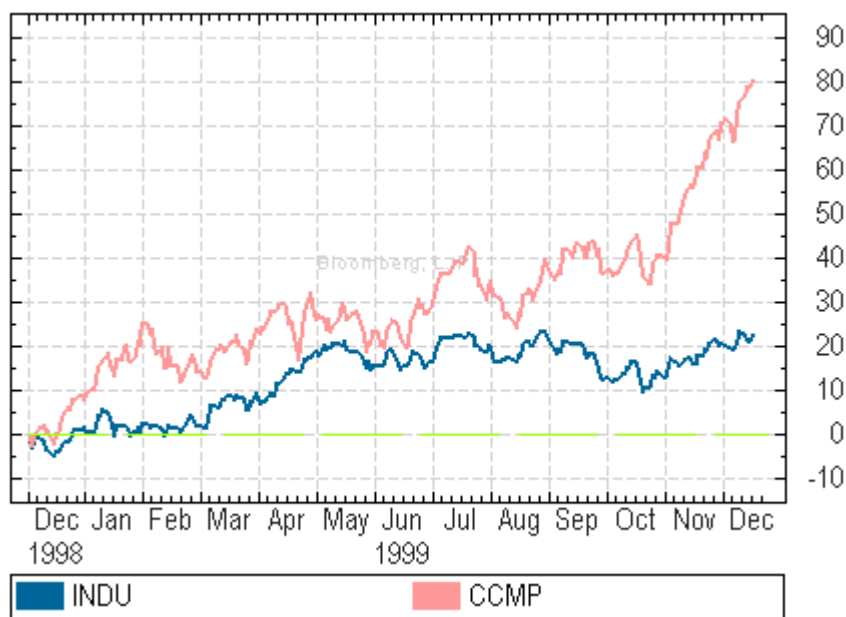
ESPEED INC (不明)

Cisco Systems, Inc. (コンピューター・ネットワーク <http://www.cisco.com/>)

Amazon.com, Inc. (オンライン販売業者 <http://www.amazon.com/>)

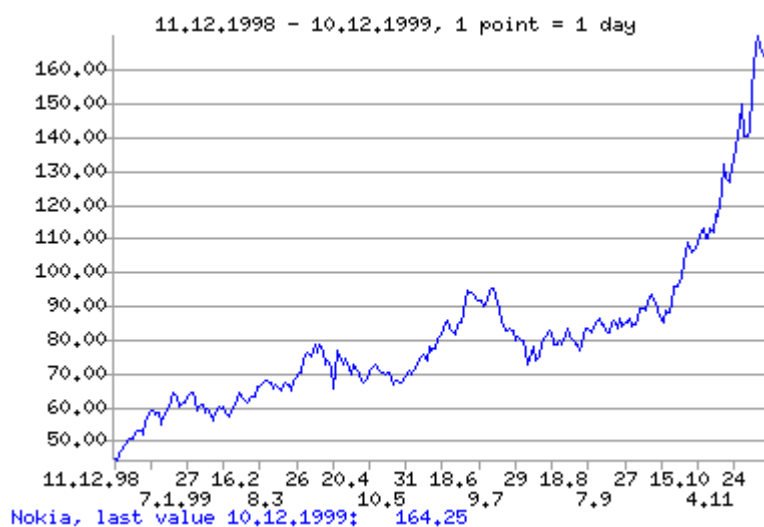
El Sitio, Inc. (アルゼンチンのインターネット・プロバイダー)

Global Crossing Ltd (インターネット、長距離電話 <http://206.132.184.108/index.asp>)

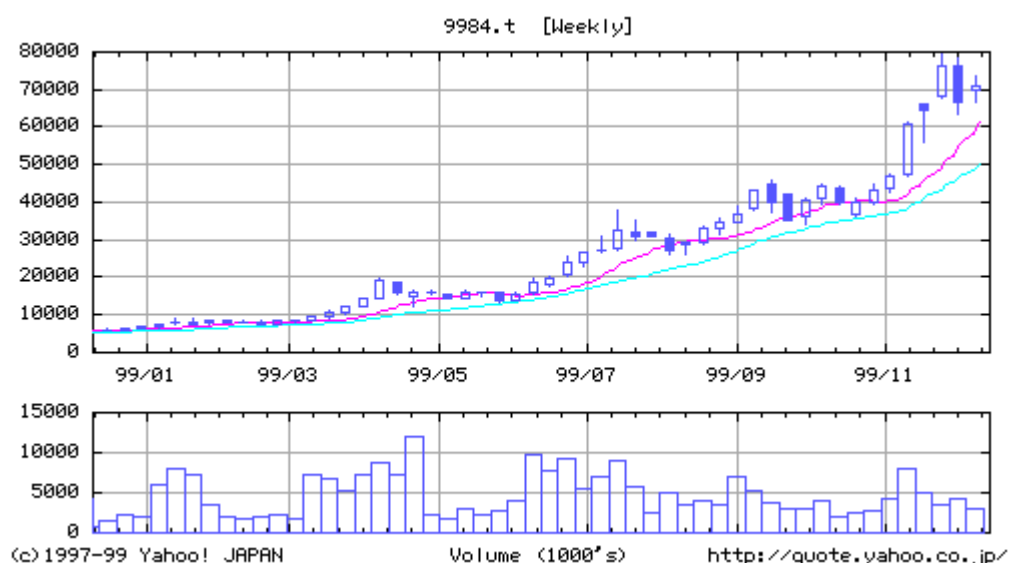


赤線が NASDAQ の過去一年の動き、青線がダウ工業株 30 種平均の動きです。特に最近になっての乖離が目立つ。

次のチャートは、つい最近欧州で最も時価総額が大きくなった代表的なハイテク株であるノキアの過去一年間の株価推移です。ノキアは世界の携帯電話市場で25%というシェアを持つ。よく見ると、このノキアの株価も年間を通して上がっているのですが、特に11月に入って異様な動きが出ていることが分かります。つまり、同月初めにヘルシンキ取引所で大体100ユーロだった株価が、一ヶ月後には170ユーロになった。つまり、一ヶ月で70%も上昇したのです。



最後のチャートは、日本で最近注目された株の代表としてソフトバンク株の過去一年の動きをとったものです。ここでも分かりますが、年間でも上がっているものの、11月の初めに4万円前後だった同社の株は約一ヶ月で7万円台の半ばにまで上昇している。



注目されるのは、経済状態が違う日米欧という別々の市場の株、または指数でありながら、極めて似た過去一年間の軌跡を辿っていることです。世界中の大部分のハイテク企業にとって、99年は一年間株価を上げることが出来た。しかし、一部の企業（およびその投資家）にとって11月はその上げが急峻になったという点で特筆すべき月だったということです。

日本のその他の代表的なハイテク株であるNTTドコモやソニーの株価の動きを見ても、また10日のNASDAQ市場で出来高ベスト10に入っている企業の過去一年の株価チャートを見ても、その上げパターンは極めて似ている。11月の初めに比してたった一ヶ月で5割以上値上がりした株を見つけるのは難しくはない。

《 more concentration 》

ニューヨークのダウを見ると、ハイテク株がこれだけ上がっているのにダウは上がっていないと言うことは、ダウの中には下がっている銘柄があるということである。ダウ工業株30種平均の中で最近下げている銘柄を探してみたら、ボーイング、キャタピラー、イーストマン・コダック、デュポン、ジョンソン・アンド・ジョンソン、メルク、フィリップ・モリス、ユナイテッド・テクノロジーズ、ウォルト・ディズニーなど。そうそうたる名前の企業だ。あと6~7銘柄は保合推移で、上げているのはATT、シティグループ、エクソン、GE、ゼネラル・モーターズ、ホームデポット、ウォール・マートなど。

つまり、活況に見えるニューヨークの株式市場の中でも下げている株は結構ある一方で、たった一ヶ月で数十%といった勢いで上げている株もある、というわけである。その意味では、例えばアメリカではNASDAQ銘柄に、その他の市場から資金が移動していることがわかる。つまり、株式市場における資金の「集中現象」である。

重要なのは、この現象は、日本でも、そしてヨーロッパでも見ることが出来るということだ。代表例が、ヨーロッパのノキアであり、日本ではソフトバンク、NTTドコモだということになる。

で問題は、なぜそのようなことが起きているかです。実はこの問題をちょうど考え始めた先週の水曜日の夜に、勉強会を一緒にしている日本の銀行系証券会社の若手有望ストラテジストから以下のようなメールが来た。

米国株式相場について、私は次のような疑問を持っております。「何故、ハイテク株中心の一極集中相場が、99年から始まったのか？」

因みに、NT倍率（日経平均÷TOPIX）の要領で、NS倍率（NASDAQ÷S&P500）を計算すると、95年~98年が 1.7 ± 0.2 なのに、99年から格差が生じ、現在は 2.5 になっております。ハイテク・セクターが人気化するの分かるような気がしますが、分からないのは、何故それが、95年や97年ではなく99年からなのか、という点です。

この米国株の一極集中は、米国だけに止まらず、日本や欧州の株式相場にも影響を与えて

おります。例えば、欧州と日本では、為替相場的には対極に位置しているのですが、株式相場の方向、物色の中味（いずれも情報通信主導）は、日欧でも同じです。

こうしたハイテク（含む情報通信）への集中は、なんとなく理解できるだけに、それがなぜ99年からなのか、については余り議論されていないように思います。もし、伊藤さんに、「99年から一極集中が始まったのは、・・・という理由からではないか」というアイデアがございましたら……………(続く)

こういうメールは嬉しいのです。波長が合っている。私はこのメールを携帯電話のリモートメールからサーバーをチェックして知ったのですが、このメールを見つけたときは嬉しかった。まさに考え始めた問題でしたから。

で私が返信の中で申し上げた要因は次の四つでした。

- ✚ time lag
- ✚ ハイテクのマスとしての登場
- ✚ 投資パターン
- ✚ 新しいミレニアム

それらを返信メールの骨格を大部分残しながら解説していくと、次のようになります。

(time lag)

アメリカにおける生産性パラドックス(大規模なハイテク投資をしても最初の数年間は生産性が上がらないパラドックス)の議論の中で、小生が一番納得しているのは、time lag 説です。つまり、設備投資をして企業がハイテク武装をしても、従業員がそれを使えるようになるには時間がかかるし、ましてや企業内の意志決定や情報の流れの面でシステム全体が変わり、企業全体の生産性が上がってくるには時間がかかる、という説。

実はこれは、投資家の間にも当てはまると思っているのです(アメリカでも日本でも)。今ではみんな偉そうに「インターネット」とか言う。しかし、本当に分かっている(その経済への影響など)奴(失礼)はどのくらいいるのか。「ハイテク語りのハイテク知らず、さらにはハイテク使えず」は結構多い。97年に「スピードの経済」という本を日本経済新聞社から出したとき、世の中の反応の遅さにはびっくりした。

実は投資家たちもマスとしてハイテクの経済における役割の大きさ(経済の形を変えてしまおうと言う意味で)に気づいたのは最近ではないかと。つまり、投資のサイドにも現在起きていることについての認識でtime lagがあったわけです。それは90年代も最後になって認識が高まったと言える。

アメリカの生産性統計を見ても分かりますが、まごうことなく上昇を始めたのは、98年も終わりに近づいてからです。グリーンSPANも97年ごろには生産性パラドックスの議論

を、その将来（ハイテク投資はいずれ生産性を上げる）に対する確信を隠して紹介していたようなところがあった。グリーンSPANはそのころから自分では分かっていると思っていたし、であるから「スピードの経済」に頻繁に登場してもらったのだけれど、彼はアメリカの生産性は上がってくると読んでいたと思う。

それが具体的に形で現れた。もうどんな投資家にも、デジタル技術を持つ企業の存在は神々しく見える。

（ハイテクのマスとしての登場）

マスという点でいうと、多くの人にとって抽象的でしかなかった「ハイテク製品」が携帯電話のような形でマスとして登場してきたことも、投資安心感を呼んでいると思う。例えばノキアは今世界の携帯電話市場で25%のシェアをもっているらしいのですが、具体的に「5年後の世界では、世界30億人の人が携帯電話を持つ」と言われたら、どうしてもノキアの株を買いたくなる。そういうマスの話になり始めている。インターネットもそうだし、そうだとしたら e-commerce 関連株もそうです。

（投資パターン）

第三は、今買われているハイテク株を買わないと運用が回らなくなっていること。11月末に時価総額で6位（でしたっけ）のソフトバンクを入れていなかったファンド・マネージャーが株価指数をうち負かしているとしたら、よほど他の銘柄が選りすぐられたものではなかったか。ソフトバンクに関わらず他のハイテク株でもそうです。

それは「あがるから買う、買われるから上がる」の88、89年状態に近いモノがある。しかも重要なのは、世界的規模で起こっている。ヨーロッパでも、日本でも、アメリカでも。本当に買われる株は、ほんの一握りです。アメリカではダウは4月以降実は上がっていない。NASDAQは一年前に比べて今は80%くらい上昇している。多分、ダウ構成銘柄をはずしてNASDAQを入れた投資家がこの半年でいっぱいいるのでは。そうしないとベンチマークをビートできない。運用者のサガのようなものです。その投資パターンが雪だるま式に加速している。

（新しいミレニアム）

最後に言うと、beyond 2000 ということを考えてとやはり買える株はハイテクになる。それまでは、つまり98年くらいまでは1900年代のことを考えていたが、99年になった2000年が目前に迫ってくるとそれからの1000年を考える。考えれば、今までの視点にとらわれない次の世代を担いそうな銘柄、業種と考えていくと今買われているようなものしかない。

実はハイテク銘柄というのは、世界市場のどこかでつながっている。NTT ドコモはドメ（国内銘柄）だという人がいる。しかし、この会社は世界で初めて携帯電話をネット端末に

した(i mode)会社だし、2001年の春には世界で初めてIMT2000(世界共通基準の次世代携帯電話 大容量・高速通信が可能。同一端末で世界のどこでも使える。つまり日本の携帯を世界のどこにもっていっても使える=2004年くらいに)を日本で導入する。IMT2000は世界標準の携帯電話(というより、インターネット端末としての役割が大きくなる)だから、その時点でNTTドコモは一躍世界の携帯電話会社になる可能性がある。

ハイテクは全部つながっていると考えた方がよい。同様にノキアの株を買うときに「フィンランドの景況は」というようなことを言う奴はいなくなる。為替はハイテク銘柄を買う、買わないの意志決定要因の中では地位は低い。まあ私が今のところ考えているのは以上のようなところですよ。

以上が返信メールの主要な中味ですが、若干付け加えると「ハイテクのマスとしての登場」というのは最近では特にワイヤレス端末の将来に対する確信から来ていると考えます。例えば先週ではマイクロソフトとスウェーデンのエリクソンが提携を発表したが、これは将来における「wireless industry」(携帯電話、その他携帯端末)における覇権を両者とも睨んでの措置と見られる。ノキアやNTTドコモの株価高騰は、この産業全体の急激な伸びに対する投資家の期待の現れでもある。

ちなみにマイクロソフトとエリクソンの提携に関するアメリカの新聞記事を見ると、2003年の出荷台数見通しとして、インターネットにアクセスする能力のある携帯端末(電話を含む、日本のアイモードのような端末)は、世界全体で4億5千万台に達すると見られるが、これはPCの出荷台数予想の1億8000万台を大きく上回る。

またノキアは12月初めに出した同社の世界需要予測で、99年末の同社製端末利用者(多分累積数字だと考えられる)は4億5000万人に達したが、2002年にはこれが10億人に達する見込みだという。同社はこれまで利用者が10億人に達するのは2003年としていた。「億」の単位の利用者は、「マス」以外の何物でもない。

次に「ミレニアム」に関して言えば、Y2Kの問題が接近する12月には動きにくいので、11月に前倒して世界中の投資家が2000年に向けたポートフォリオを組んだ可能性もある。入れたがったものは同じだったということである。実際の所、多くの銘柄が12月に入って11月ほどの値動きを示していないのは、Y2Kを控えて投資家の動きが鈍くなっている証拠と見られる。NASDAQは依然として動きが活発ではありますが。

《 trend will continue 》

グリーンスパンが繰り返し述べているように、「バブル」であるかどうかは振り返って「あの時期を考えてみるに……」という形でしか認知することはできない。だからグリーンスパンは、「株価が通常のレベルを超えて調整が起きたときの金融面からの対応」に事前準備を絞っている。しかし、通信を中心にする世界のハイテク、ソフトウェア企業の株価に11月に起こった高騰は、例外的であることは間違いない。

過去の市場の歴史を見るまでもなく、その産業に明らかな成長見通しがあるにしてもその産業内の特定の銘柄（最近では通信関連が多い）への資金の集中、それら銘柄の株価高騰は市場全体の資金の分配を必要以上に歪め、必ず「行き過ぎ」を生じさせて、その後に一時的にはかなり大きな「調整」を呼ぶ可能性が大了。筆者も今年の11月に世界の有望なハイテク企業の株価に起きたような高騰が続くとは考えないし、揺り戻しは来ると考えます。それが2000年になって直ぐか、まだ先かは分からない。今買われている銘柄が、企業体としての形、収益力を整えるのはかなり先です。

今世界中の株式市場で進んでいるブームに対する正しい対処としては、

「Enjoy the party but dance close to the door」

というのが正しいのでしょう。

しかし、2000年以降の世界経済の形がデジタル技術を中心に展開するのは間違いないでしょう。デジタル技術の中でも特に有望なものは、自らも最近その有望さを身近で感じるものが大きくなった wireless の世界です。ネットワークというと「線＝ライン」がつながる世界を想像しますが、「last one mile」(ネットワークが最終使用者と最後につながる一マイル)のところは、wireless が主流になるものと考えます。

そういう意味では一部の銘柄の上げ幅は異常だけれども、今後とも株式市場で注目を集めるのは先端にいて、経済の形を変える力のある銘柄群だというのは変わらないでしょう。市場はそうした銘柄を探し続けることになる。

今週のスケジュール

12月13日(月)	12月日銀短観 BIS中央銀行総裁月例会議
12月14日(火)	11月の日本マネーサプライ 11月企業倒産 米11月の消費者物価指数 米11月小売売上高
12月15日(水)	臨時国会閉幕 10月の日本の鉱工業生産確報 米11月の企業在庫 米11月の鉱工業生産、設備稼働率 ECB理事会
12月16日(木)	自民税調が来年度税制改正大綱を決定 米10月の貿易収支統計 G20蔵相、中央銀行総裁会議

12月17日(金)

日銀金融政策決定会合
米11月住宅着工

13日の午前8時50分に発表された日銀短観は「業況判断」では、大企業製造業の「最近」がマイナス17と前回のマイナス22から5ポイントの改善。これは、予想よりはやや穏やかな回復ぶり。大企業非製造業がマイナス19で、前回のマイナス23から4ポイントの改善。業況判断は改善してはいるものの、市場が期待したほどのスピードではない。

これを受けて、13日の東京市場ではドルが若干買い戻されて102円台の後半、株は売られて日経225は100円弱の下げ、債券相場は買い進まれて長期金利は低下している。「先行き」を見ても、大企業製造業は8ポイントの改善でマイナス9、大企業非製造業を見ても3ポイントの改善でマイナス16と、どちらもプラスになるのは1990年代は無理との見方。

引き続き、大企業よりは中堅企業、中堅企業よりは中小企業の方が業況判断は厳しい。中小企業製造業は「先行き」でさえも、マイナス30。「最近」よりも2ポイントの改善しか見ていない。中堅企業製造業の先行き変化幅はゼロ。設備投資計画を見ても、雇用を見ても日本の景気は回復基調にはあるものの、依然として重い雲が垂れ込めている状態の下での、ということである。

《 have a nice week 》

もう考えれば3週間ないんですね。21世紀は2001年からだそうですから、来年も「世紀末」であるのですが(なんとなく納得できない)、2000という数字の方が強く出て、かなり「今後」を睨んだ動きになるでしょう。今年を象徴する言葉は「末」だそうです。確かに。しかし終わらなければ、始まらないということも言える。<^!^>

週末は外に出かける予定も久しぶりになく来年日経新聞から出す翻訳本の翻訳に時間を費やす一方で、サッカーなどを見ていました。サッカーにはそれほど詳しくはないのですが、土曜日の試合は面白かった。ところどころ、「日本のレベルも上がったな...」と思うシーンもあったし。

それにしても、あのPK戦を見て「なんと皮肉な」と思いました。清水でPKを外したのがサントスとファビーニョだったこと。澤登の見事なフリーキックもありましたが、やはりゲームを作っていたのは、清水サイドではサントスであり、途中から出たファビーニョだったと思う。後者は勝利(第二戦の)を決めるゴールもしている。

しかしその勝利からわずかに5分ほど。サントスもファビーニョも顔が青ざめていた。他の日本人選手が平気で、落ち着いた顔をしていたのと対照的に。そして、二人とも失敗した。特にファビーニョは全くの中に入らないPKキック。見ていて、「かわいそうに」と思いました。清水の監督の気落ちした顔が印象的。

それにしても、年間王者の決め方にしてはちょっとお粗末では。PK 戦は確かにおもしろい面もあるが、どこか味気ない。清水には天国と地獄が一緒にあった土曜日。途中退場したあの選手は「反省」ということでしょう。

それでは皆さんには良い一週間を。

《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》