

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1539号 2000年04月24日(月)

《 need more accurate reporting 》

過去10日あまりの市場ほど、「事態の正確な把握とその報道」の必要性を示した期間はありませんでした。14日のニューヨーク株急落のあと週末2日に渡る取引停止期間があり、世界の先進各国で金融に責任のある人々（蔵相・中央銀行総裁）の会合（G7）があったことは、実にラッキーだった。週末が入らず、G7もなかったら世界中の株式市場はもっと大きな混乱に見舞われた可能性が高い。

先週月曜日のこのニュースで指摘したとおり、確かに14日のニューヨーク株の下げは大幅でした。ポイントではダウ平均30種でもNASDAQ総合指数でも史上最大。新聞見出しが大きくなったり、その影響を懸念する記事が溢れるのは無理もない面がある。しかし、日本のニューヨーク株急落に関する記事の中に「税支払い」という特殊要因をきちんと指摘していたものは驚くほど少なかった。実際はキャピタル・ゲイン税の支払い期限でそのからみの売りがかさみ、それに追い証がかぶさって売り一色になった展開なのである。

日本での受け取り方は、「やっときたアメリカ株の崩壊」といった類のもので、とても冷静といえるようなものではなかった。確かにそういう面もあったし、14日については全セクターが売られたことからアメリカ国内でも株価の先行きに対して懸念が強まったことは確かです。しかし、先週の月曜日のこのニュースにも書きましたが、いくつかの特殊な背景が明確であったが故に、専門家の間では楽観論も強かった。そういう事情や、背景をはっきり認識しなければ、株価下落の報道はただただ懸念を煽っただけに終わってしまう。

17日の東京市場の株価急落についても、当初から日本経済新聞社が15日に発表した225の銘柄変更の影響をはっきり指摘した記事は極めて少なかった。当の日経はこのことにはあまり触れられず、他の新聞社は日経の株価指数について解説するのが嫌だったという事情があったのだろう。しかし、正確な影響度は測りきれない面があるのですが、月曜日の1400円強という大幅な下げのほぼ三分の一は銘柄入れ替えの影響だったと見られる。

月・火にそうした解説をしていた新聞はほとんどなかった。ただ「こんなに下がった」と言われただけでは、一般の投資家は途方に暮れてしまう。225の銘柄入れ替えの影響は、先週の金曜日にも再び指数としての225を大きく押し下げた。

改めて感じたのは、ネット取引などが普及し株式市場の参加者が劇的に増加する兆しを示している中でも、市場に関する情報は偏在し、その中味を正確に理解している人も極めて少

ないと言うことです。これだけネットは発達しても、やはり情報が人々に運ぶコンテンツはそれを扱う人の力量や、受け取る側の能力に依存した面が極めて大きい。

それにしても、10年ぶりの日経225の改訂というのも罪作りでした。除外される30銘柄を見ると、経済の実体を反映するにとくに相応しくなくなったネームが多い。やはり、もっと期間を短く区切って徐々に変えていくべきではなかったか。

(なお、日経平均株価の銘柄選定基準変更のポイントについては、http://www.nikkei.co.jp/sp2/nt28/20000415at34f009_15.html に解説があります)

《 more volatility ahead 》

「先週一週間の荒れた展開を受けて」ということではなく、筆者は今後数年の株式市場は一般に想像されている以上に「不安定化」と考えます。その理由は以下の通りです。

1. そもそもデジタル革命が凄まじい勢いで進む現代においては、産業構造そのものが大きく変化している。衰退する企業、産業、勃興する企業、産業があり、しかもその盛衰のサイクルは短くなっている
2. 既存の産業や企業が今後経済環境の変化に応じて適応していくことを見込んだとしても、それをもって当該産業や企業の競争力・収益力の永続性を見通せるわけではない。投資家は、常に自分が投資した会社や産業の将来に対して不安である
3. 勃興してくる新しい産業や業種に関しては、どうしても最初は期待先行になって、株価はその段階でその産業や企業を過大評価しがちであり、その評価がはげ落ちるときに、株価も大きく水準訂正を余儀なくされ、時には市場全体もそれに引きずられる
4. ネット取引で今までに増して株取引参加人口が増加していることや、世界的に年金資金の運用対象として株が普遍化し、インスティテューショナルライズ(制度化)されてきていることで、ニュース全体に占める株の割合が大きく上昇している。世界中が一種の「株マニア」の状態になっている
5. この数年の、特に昨年秋以来の世界的な株価ブームで投資家層が広がったことにより、「市場」というものに慣れてない人々の市場参加が増加している
6. 一方で、新興企業にとっても株式市場は重要な資金調達ルートとなっており、今後もこの面での株式市場の重要性は高まるし、直接金融の場としての株式市場を通過する資金の量は増加している

などである。市場に長く携わっている人間なら誰でも知っているが、市場はというのは程度のさこそあれ常に不安定であり、また常にどこかが歪んでいる。であるがゆえに相場は変動し、市場には投資家を集めてやまない「面白さ」が生まれるのだが、そうした市場に関する基本的な事実も知らない投資家が最近は大量に登場してきている。

こうした投資家にとって、今年の世界の株式市場の動きは大きな教訓になったはずで、今後世界中の投資家の投資スタンスは従来よりは慎重なものとなるでしょう。しかし、それでも産業構造の変化の加速や、企業の盛衰の激しさは個々の銘柄の値動きを激しいものにするだろうし、その集積としての市場全体も時に上がる銘柄に引っ張られたり、下がる銘柄に引きずられて動くことになるはずで。

こうした観点から言えば、今のように市場がわずか数%上下しただけで上下のポイントの大きさに着目して、市場が不安定であることだけを宣伝するような報道はもうやめた方がよい。日本の株価指数（日経平均）は例外（ピーク時は39000円弱）ですが、世界的に株価指数の絶対値は大きくなっている。ポイントの上げ下げが大幅になるのは当然です。

これからしばらくの世界経済は、「不安定な市場」との共存が不可欠である。多少の動揺で地球がひっくりかえったような騒ぎをするのは、報道の信頼性への低下をもたらしかねないし、経済の機能にも打撃になる。今回の騒動の一番の教訓はこの点だと考えます。

〈 employment cost index 〉

筆者は先々週からのニューヨークの株価の動揺やインフレ圧力の増大を示す指標の増加にも関わらず、FRBの金融政策運営スタンスは「段階的な利上げ」の方針を変えないだろうと見ている。株価急落から一週間を経て改めてアメリカ経済を見ると、基本的な「需要超過」の環境は変わっていないことが分かる。

アメリカの物価状況という点では、今週は「雇用コスト指数」が発表される。雇用に関するコストの推移はグリーンズパンや米FRBが最も注目する指数で、その数字には市場の関心が集まるでしょう。同指数は昨年第三・四半期が0.8、第四・四半期が1.1で徐々に上昇の気配を示している。同国の場合、雇用コストの上昇ペースは明らかだが、一方で生産性の上昇も顕著。第三・四半期の5.0%アップに対して、第四・四半期の伸びは6.4%。生産性の上昇が吸収できる範囲の雇用コストの上昇だったら、FRBの金融政策が大きく左右されることはないと考えられる。

日本の金融政策に関しては、23日の日経朝刊の「リレー討論」に「ゼロ金利政策の次を読む」シリーズの4回目として、「解除の時機、先入観持たず」という翁・日本銀行金融研究所長のインタビュー記事が載っている。「先入観持たず」という見出しの通りこの記事を読めばゼロ金利の解除時機が分かるというものではないのですが、速水・日銀総裁の「ゼロ金利の解除」に触れた発言以降の議論を総括できるものとなっている。

興味深いのは1987年のブラックマンデーの後に「“しばらく金融政策は動けない”という思いが強くなって、結果的に後の展開から見て非常に悔いが残る結果になったのではないかと……」と述べている点。だからといって、早期にゼロ金利を解除すると言っているわけではないのですが、翁さんとしては今回の株価動揺のようなことがあると金融政策を動かしたいもののように考える雰囲気が出るのに警鐘を鳴らしたかったのでしょう。

筆者はゼロ金利を例えかなり継続してもそれゆえに「インフレ圧力」が高まる可能性は当面は極めて低いと考えている。日本のように非効率（inefficiency）を随所に残した経済を持つ国では、経済の効率性を高めるデジタル革命が進む中では物価押し下げ圧力は極めて強いし、かつ持続的であると考えられる。経済の非効率性の排除がかなり進んでいたアメリカでも景気回復が既に8年も続いている中で具体的なインフレ圧力は顕現化していない。その最大の要因は、デジタル革命の進行である。

ということは、日本は景気がかなり強くなっても物価上昇圧力が高まるのは随分先と予想される。その意味では、ゼロ金利を時期尚早に解除する理由はない。しかし、翁さんも指摘している通り、93～94年のアメリカの「実質金利ゼロ」に対して日本の現在の「名目金利ゼロ」は一部金融市場の機能が失われるなど弊害が多い。「ゼロ金利は異常」と言うのは異論がないところだが、そのゼロ金利を続けていると言うことは「日本経済の異常」が続いていることの証明のようなもの。タイミングを間違わずになるべく早期に解除する必要があると思う。

しかし、その時の広報体制はかなり難しくなるでしょう。最近の例を見ても、世界で一番低い、資金の供給元の国が金利を引き上げるときには世界的に市場の動揺が起こる。ということは、「突然行うというのはリスク管理の面からやれない。十分に素地を作ってからということになる。それをどうオーガナイズしてやるかが難しい。主役は速水さんになるでしょうが、危なっかしい面もあり日銀全体としての取り組み必要があると思います。

今週一週間の主な予定は以下の通りです。

- | | |
|----------|---|
| 4月25日（月） | 米4月消費者信頼感指数
米司法省と全米19州から提出される「マイクロソフトへの反トラスト法違反に伴う改善命令案」の提示期限。 |
| 4月26日（火） | 米3月耐久財受注 |
| 4月27日（水） | 3月鉱工業生産速報
日銀金融政策決定会合
米グリーンспан議長講演
米第一四半期GDP速報値、雇用コスト指数 |
| 4月28日（金） | 4月東京都区部消費者物価及び3月全国消費者物価
3月完全失業率と有効求人倍率
米3月個人所得・支出 |

〈 have a nice week 〉

週末はいかがでしたか。特に日曜日ですが、風の強い日でしたね。用事があって日曜日に街に出たら、倒れている自転車の多いこと。風で倒されたのでしょうか。日本全国では何万と

いう自転車が倒れたのでは。

春は風が強い、の証明のような一日でしたが、風は強くても月曜日もそうですがかなり温かくなってきた。うーん、着るものが難しい時期にはいりました。今朝は行きつけのコンビニの女性がまるで真夏のような服装をしているのには仰天しましたが。一方で、「まだ冬か」と思わせるような服装をした人もいる。風邪でもひいているのか。

あと一週間で連休です。ユーロ安で当然予想されたことですが、今年はY2Kで年末年始に休めなかった人が一斉に長い休みを取り、そのかなりの部分が欧州に出かけるようです。日本から行くと今の欧州の物価はめっちゃ安い。先週火曜日だったと思ったのですが、フランクフルトから一時帰国した人と食事を食べていたら、逆に彼等は日本の物価には手が出ないそうです。ユーロがあれだけ下がったら、欧州は旅行者には嬉しい。有名ホテル(ドイツの場合)は、邦貨にして15000円くらいの宿泊料で済むらしい。

それではみなさまには良い一週間を。来週月曜日のこのニュースは休みます。

《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》