

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1514号 1999年10月18日(月)

〈 October again ? 〉

今週のレポートのポイントは次の通りです。

1. 米東部時間木曜日夕刻のグリーンズパン発言をきっかけとした「株価のレベル」への懸念、そして金曜日朝発表の米9月生産者物価(PPI)の大幅上昇で高まった「インフレ」「利上げ」への市場の不安心理は、米消費者物価(19日発表)がよほど落ち着いたものにならなければ今週も強いままで推移し、世界の市場も不安定な展開を示そう。現時点では株価の下げがよほど大幅なものにならない限り、FRBが11月16日の次回FOMCで利上げに動く可能性は大きい。一方、ヨーロッパでもインフレに対する懸念は強まっていて、今後は利上げが視野に入ってくる。世界は「利上げモード」「インフレ警戒モード」に入っている。
2. グリーンズパン議長の「21世紀の金融リスク測定(Measuring Financial Risk in the Twenty-first Century)」と題する講演は、金融リスクをいくつかの前提を置いて扱ったもので現実を論じているものではないが、全文を読めば株高の永続性に酔いを残している投資家や、株価の先行きに対して依然慢心に見える金融機関に対して、排除しきれない株価急落の危険性を警告したものであり、明らかに市場全体への警告となっている。おそらくグリーンズパン議長は、アメリカ経済がまだ健全な現在の機会をとらえて、直接的な株価の調整よりも一般投資家や金融機関に株価への適切なリスク感覚を持つこと、急落への備えを促したものと思われる。(もっとも株価は調整するだろうが)
3. グリーンズパン議長が株価の持つ潜在的なリスクやその先行きに関する投資家や機関投資家の慢心に警告を発するのは1996年12月5日の有名な「irrational exuberance」(根拠なき熱狂 全文はFRBのネットサイトの<http://www.bog.frb.fed.us/boarddocs/speeches/1996/19961205.htm>に依然存在する)以来数度に及ぶが、これまでのところ効果的だったとは言えない。この発言以降の約3年間にニューヨークの株価は60%も上昇している。今回も数日間の混乱で忘れ去られる可能性なしとしないが、今回の場合は A)長期金利が上昇基調にあり、水準的にも6%を大きく上回ってきている B)ニューヨークの株価のボラティリティーが大幅に上昇していて、市場が不安定になっているーこと

から市場が直ちに上昇基調を取り戻すことはなさそうで、ニューヨーク市場は不安定な状況が続き、このムードはしばらく世界の株式市場に伝搬しよう。

- 4 . ただし、世界経済を全体的に見るとアメリカ経済は強く、日本を含むアジア、ヨーロッパは景気拡大パターンを回復しつつある。こうした世界経済の成長パターン取り戻しの中で、90年代のほぼ10年続いた「世界的なデフレ」という大きな物価環境が変わりつつあるが故に、市場は不安心理を強めているという認識が重要である。今までの「低インフレ」「低金利」が当然だった環境が変われば、それを前提とした資金の流れは変わる。既に原油など商品相場は先週も大幅に上昇した。ここは広く、「世界を取り巻く物価環境の変化」を頭に入れて全体のピクチャーを考え直す時期であり、そのプロセスの中で今後も買える市場、資金の方向性を検討すべきである。
- 5 . 先週金曜日はパニック的に世界中の市場が下げたが、その中でもアジアの市場は比較的下げが小さく（約1%）、ヨーロッパ市場の下げはアジアとアメリカの間（2%）だった。日本を含むアジアの市場は、相対的には今後もしっかりした展開を示すと思われる。先週末のニューヨーク市場では、当初は債券と株が両方売られたが、あとは「質への逃避」で債券は買い戻され、金曜日の利回りは6.26%と木曜日の6.32%の下回った。こうした中で、ドルの展開は不安定なものになる。米金利高は必ずしもドルを支えない。金利高が資産市場で嫌われる限りにおいて、金利高はドル安を誘う。アメリカを震源地にドル・円が円高・ドル安になる局面も出てくると考える。

《 measuring financial risk by Greenspan 》

随分と長い「ポイント」になってしまいましたが、「21世紀の金融リスク測定 (Measuring Financial Risk in the Twenty-first Century)」と題する講演の中で行ったグ議長（議長）の警告（<http://www.bog.frb.fed.us/boarddocs/speeches/1999/19991014.htm>）から見ておきましょう。最近のグリーンズパン議長の講演、証言は以前に比べて短くなってきているのが特徴ですが、プリントするとA4で3枚くらいのこの講演で彼が言っていることは二つです。

第一は、最近数年間の株式プレミアム（equity premium）すなわち米財務省証券などリスクフリー資産の保有に対して（リスクのある）普通株投資で投資家が要求するプレミアムは低下してきているが、これは慎重に検討すべき問題である。このプレミアムは、予測不可能な形でしばしば起きる金融危機の際には劇的に上昇する危険性があることを歴史は示している。

第二に、株式プレミアムの低下が永続的（permanent）でなく一時的（temporary）であった場合には、金融機関やポートフォリオマネージャーは株など資産の市場価格をベースにした個々の融資のクレジット・リスクを過小評価し、ポートフォリオ拡散のメリットを過大

評価している危険性がある。(プレミアム増大に備えた動きをすべきだと要請している)

相変わらず巧妙なのは、グリーンспан議長は一言でも「今の株価が高すぎる」などとは言っていない点。そしてこれもまた彼が重要な問題にアプローチするときにはしばしば使うやり方だが、株式プレミアムに関しても

「The key question is **whether the recent decline in equity premiums is permanent or temporary**. If the decline is permanent, portfolio risk managers need not spend much time revisiting a history that is unlikely to repeat itself. But if it proves temporary, portfolio risk managers could find that they are underestimating the credit risk of individual loans based on the market value of assets and overestimating the benefits of portfolio diversification.」

と疑問文をはさみ、if を使って「もしこうだったら」「もしそうでなかったら」と話を進めている点。たぶんグリーンспан議長は気持ちの中では講演の中で発する疑問に関してはかなりの確信を持って回答を見つけているのでしょう。しかし、講演などを通じて市場に投げる問題意識は必ず疑問の形を取っている。市場はそれを「たぶん彼はこう確信していて、こう行動するだろう」と判断して相場を動かす。今回の場合市場は「グリーンспанは今のニューヨークの株価を高すぎる(リスク・プレミアムが低すぎる)と見ている」と見た。実際には、株価は急落するケースもあるから投資家や金融機関はそれに備えた慎重な行動をすべきだと言っているのですが、市場は回りくどい受け取り方はしない。

ただし今回もそうですが、グリーンспанは疑問を提示するときには必ずサイドの双方を組み込んだ議論を提示する。今回は株式プレミアムの低下に関しては、

「最近数年間の IT (情報技術) の劇的な改善がリスクに対するアプローチを変えたことは間違いない。一部のアナリストは IT が永久的に株式プレミアムを引き下げたと主張している。リスクの評価には情報が不可欠だが、IT の進歩によるリアルタイム情報の増加は、投資に関わる不確実性を減少させた」

「株式プレミアムの低下を全く違った側面から議論する人もいる。長い歴史から見て、株式に対する投資リターンは終始リスクフリーの金利を上回ってきており、今はその学習カーブが市場に現れてきていると主張している」

などの議論を展開。特に IT の部分に関しては、技術は不可逆的なもの (irreversible) であるから、株式プレミアムの低下はこの部分では永続的なものとなった部分もあると言える。しかしグリーンспан議長は、株式プレミアムの低下のどの部分が IT によるもので、

どの部分が間断なき長期の景気回復によってもたらされているのかは不明であり、IT と違って景気は可逆的 (reversible) であると警告する。つまり、景気が切れれば株式プレミアムは上昇すると予測しているのである。

グリーンズパン議長の講演の中で市場関係者が刮目して読んだ部分は以下のところでしょう。

「During a financial crisis, risk aversion rises dramatically, and deliberate trading strategies are replaced by rising fear-induced disengagement. Yield spreads on relatively risky assets widen dramatically. In the more extreme manifestation, the inability to differentiate among degrees of risk drives trading strategies to ever-more-liquid instruments that permit investors to immediately reverse decisions at minimum cost should that be required. As a consequence, even among riskless assets, such as U.S. Treasury securities, liquidity premiums rise sharply as investors seek the heavily traded "on-the-run" issues—a behavior that was so evident last fall.

As I have indicated on previous occasions, history tells us that sharp reversals in confidence occur abruptly, most often with little advance notice. These reversals can be self-reinforcing processes that can compress sizable adjustments into a very short period. Panic reactions in the market are characterized by dramatic shifts in behavior that are intended to minimize short-term losses」(下線は筆者)

受け取りようによっては、明日にでも株価の大暴落がきてもおかしくなといった表現である。事実木曜日の夕刻のこのグリーンズパン発言を受けて、金曜日のニューヨークの株は大幅に下げた。「ほとんどの場合事前の予兆なしに、株式市場に対する信頼は突然大きく崩れると歴史は教えている」と言われたら、誰でも良い気分はしない。しかしこれはまた、グリーンズパンの本音でもあるのでしょうか。だから慢心せず備えろと。

雇用状態が良好で、所得も落ちておらず、国民の購買意欲が旺盛で、車も家もよく売れている今の状態の方が、景気が悪くなって株価が急激にされるよりも「調整」には適していると考えた可能性が大きい。狙っているのは、株価に対する投資家の健全なリスク感覚の回復と、金融機関に対する慢心の戒めを読みました。

《 more dependence on stocks 》

グリーンズパンの懸念にはもっとものところが多い。株価が1万ドルに初めて乗ったときにアメリカの新聞をかき集めて私がとっておいたいくつかの興味深い数字があります。多少時間の経過で変わっているかもしれませんが、今のニューヨーク市場が置かれた位置、国民経済と株式市場のかかわりがよく分かる数字です。これを見れば、グリーンズパンが株価のレベルと、株に対する国民経済や家計の依存のし過ぎ、それに投資家の慢心に対して警戒感

を抱くことはよく理解できる。

(99年4月初め現在)

アメリカ株の PER = 25.6 (過去一年の収益に対する)

これまでの平均は 16.8

アメリカ株の配当利回り = 1.6% 戦後平均 = 4.4%

世界の株式市場に占めるアメリカ株の割合 = 53% (1988年は29%)

1998年末で米家計の全資産の25%は株 (1984年は8%)

アメリカ株の対GDP比 = 150% (1988年 = 50%)

先週一週間の株価に関して少し興味深いファクトを見ておきましょう。最初に書いた「ニューヨークの株価のボラティリティーが高まっている」という部分に関連しています。

ニューヨークの株価は「ダウ工業株30種平均」で見て週末金曜日の下げ(266.90ドル)を含めて、先週一週間で630.85ドル下げたが、これは一週間の下げとしては史上最高で、今年9月24日に終わった一週間の下げ524.30ドルを上回った。

ニューヨークの株価は大幅に値上がりしており各指数のポイントでは史上最大の下げになるのはある程度予想できるとして、パーセンテージで見るとダウの先週一週間の下げは5.9%となり、これは1989年10月13日に終わった一週間の7.8%の下げ以来の大幅なものである。

先週の大幅な下げの結果、ニューヨーク株価を今年これまでで見るとSP指数の上げ幅は1.48%と株価はほぼ年初の水準に戻った形となっている。ダウ指数で見ても、ニューヨークの株価は9.13%の上げに上げ幅が縮小した(SPより石油株の比重が大きいのが寄与)。ダウの史上最高値は今年の春に記録した1万1326.04ドルで、金曜日には一時1000ドルを割り込んで、引値は10019ドル71セント。しかし最近数年間の株価上昇を先導してきたNASDAQ指数は先週の下げにも関わらず一年を通してみると年初から依然として24.6%の上げになっている。NASDAQは先週月曜日に史上最高値を記録したばかりだった。

いくつかの指標から見て、ニューヨークの株価は1987年以来もっとも不安定になっている。ボラティリティーの上昇が顕著で、シカゴの調査会社のスキャンシフトによれば、ダウが一日で200ドル以上上げた日は今年に入って既に7回もあり、そのうち4回は9月21日以降に生じている。

大恐慌につながった1929年の株価暴落(10月29日)以来、最近の記憶に残る株価の大きな下落は、10月に発生しているケースが多い。87年のブラック・マンデーは10月19日だったし、89年にも10月に株価の大幅下落があった。そして

先週の株価の大幅な下落。

《 rising inflation fear 》

グリーンスパンの発言と同じくらい株式市場に打撃になったのは、米9月のPPIでした。これは金曜日の朝発表になった。今週は消費者物価が発表になる。19日ですが、この数字がかなり良ければ別ですが、特殊要因はあったのせよPPIの1.1%という9年ぶりの大幅上昇で、しばらくニューヨークの金融市場は「インフレ再燃」「再利上げ」懸念に直面せざるをえなくなりそうです。

米9月のPPIの上昇幅1.1%は、市場関係者の予想の約3倍。もっとも石油、タバコ、自動車などの値上がりを受けた特殊要因による面も強い。タバコは、州政府とタバコ会社の和解に基づく値上げを受けたもので、10月にはなくなる。自動車の値上がりは、新車年度のスタートに伴うもので、これも10月にはなくなる。

ただし市場にとってショックだったのは、グリーンスパンの株価に対する警告の直後に出たと言うことと、季節的、一時的な価格変動を反映する全体の数字ばかりでなく、コアと呼ばれる食料、エネルギーを除く生産者物価でも0.8%の上昇になったこと。今年これまではほとんどの月においてPPIコアは前月比横這いだった。

実はインフレ懸念が対当しているのはアメリカだけではないのです。ヨーロッパでもインフレに対する懸念が高まっている。たとえば、週末のウォール・ストリート・ジャーナルには以下のような記事がありました。

「FRANKFURT - The European Central Bank has hinted that inflation risks in the 11-country euro zone are increasing as growth picks up, suggesting that it might be preparing to raise interest rates for the first time.

Brisk money supply and credit growth in the region "call for great vigilance on the part of monetary policy at a time of accelerating economic activity," the bank said in its October report, released late Thursday. "The balance of risks" to price stability is "on an upward trend," it said.」(下線は筆者)

ヨーロッパ中央銀行が10月に発表した月報で、「物価安定に対するリスクの振り子は、上昇トレンドに振れた」と述べている。大西洋を挟んだ二つの経済圏では、久しぶりに「インフレ」が大きな懸念となってきている訳です。日本はまだその兆候すら出ていませんが、欧米では完全に金利については「上げモード」になった。

実は最近の私の金融市場に対する関心は、「70年代、80年代のハイパーインフレの時代に続いた90年代の世界的デフレの時代は終焉したか」にありました。以下は先週の土曜日のジャパン・タイムズに掲載された私の文章の元の日本語文です。

「global growth and the end of deflation？」

1970年代、80年代はインフレの時代だった。90年代はデフレの時代で、この間の事情は世界ほぼ共通だったと言える。世界的なデフレは、原油などの商品価格の下落、ベルリンの壁の崩壊による市場経済規模の拡大と投入労働力の大幅な増加、それにデジタル・ネットワーク革命を背景とするものだった。

日本では卸売物価などを見るとまだデフレ環境は変わっていない。しかし、世界の大きな流れは10年以上に渡って続いたデフレ環境が徐々に変わって来つつあることを示している。先ず第一は、世界的な景気の回復基調である。ここ1~2年低迷していたアジアは徐々に回復の色合いを強くしてきた。欧州も、利下げよりは利上げが取り沙汰される事態になっている。アメリカの景気が好調を継続しているのは言うまでもない。

90年代デフレの背景のうち、少なくとも重要な商品価格の下落景気が終止符を打ちつつあることは注目して置いた方がよい。金相場は上昇しており、安値からは20%も上昇した。今後5年間は市場への金売却を抑制するとの15の欧州中央銀行の決定を受けたものだが、世界的な株価の先行き不安も金買いにつながっている。

産業の米である半導体価格も上昇している。特に、64メガDRAM（記憶保持動作が必要な随時書き込み読み出しメモリー）は6月末が一個4.2ドルだったのが、9月末には5倍近い19ドル~20ドルに達した。世界的なパソコン需要の好調、次世代品への生産移行に伴う64メガの生産力低下、台湾中部大地震による供給不安などが背景。原油価格も、一時の安値に比べれば高値維持の状況である。

市場経済規模の拡大に伴う労働力の増加は、引き続き世界の労働賃金を抑制している。しかし、アメリカでは賃金の上昇傾向が見える。デジタル・ネットワーク革命は、モノを作る生産性を著しく上げ、情報の流れをスムーズにして物価の上昇を抑制しており、この事情はそのままだ。しかし、全体的な環境から見れば90年代の世界的なデフレ環境は終焉しつつあると考えられる。インフレはまだ先の話だが、この物価環境の市場に及ぼす影響は大きいものになるう。

見出しはクエスチョンマークを付けておきました。2000年代に入って世界が直ちにインフレの時代に戻るとは思えない。技術革新は引き続き生産性を上げるでしょう。労働力は簡単には国境を越えられませんからある特定の国での賃金上昇圧力は高まる可能性がある。今のアメリカがそうです。しかし、世界全体を見ると労働力の投入が続いている事態に変化はない。だから、70年代、80年代のようなインフレは起きそうもない。

しかし、物価は明らかにいくつかの点で下げ止まりの気配を示している。世界的な景気の回復を受けた一次産品価格の上昇である。原油にその兆しが明確に出ている。実は私としてもまだ結論が出ていない問題なのです。2000年以降の世界の物価情勢がどちらに動くかは。しかしこの問題は、近く扱おうと思っています。今回の文章はグリーンスパン発言だけ

でかなり長くなりましたから。私にとっては、「スピードの経済」(日本経済新聞社)で提示したいいくつかのテーゼを修正する必要があるかどうかという問題です。

今週の主な予定は以下の通りです。

10月18日(月)	金融政策決定会合の議事録要旨(9月9日) 日銀支店長会議
10月19日(火)	山口日銀副総裁講演 米9月の消費者物価 米9月の住宅着工件数 米9月の実質賃金
10月20日(水)	米8月の貿易収支 FRBグリーンズパン議長講演会に出席
10月21日(木)	ECB理事会
10月22日(金)	日本の産業活動指数

《 have a nice week 》

だいぶ涼しくなりました。特に日曜日は涼しかった。ちょっと油断していると、朝方に風邪を引きそうです。個人的には涼しいくらいの方が好きなのですが、そろそろ着るものを変えないといけない時期でしょうか。

ところで私のサイト(<http://www.ycaster.com>)を毎日ご覧になっている方にはお知らせしたのですが、ネット上で面白い歌を発見しました。「The Greenspan Effect」(グリーンズパン効果)というのです。最近数日間の世界の株式市場そのまま。英語のヤフーで「Greenspan Effect」といれれば最初に登場します。なかなか笑える。

The Greenspan Effect

Words and music copyright 1998 by Steve Brooks

He's bigger than a king
When he's pulling on the strings
That move the world like a marionette.
Each syllable he speaks
Reverberates for weeks
In a global game of Russian Roulette.
With every breath he takes
The earth begins to quake

From the bankers who are falling to their knees.
They'll hope and they will pray
That he's having a nice day,
And God forbid that he should ever sneeze.

CHORUS

長くなりました。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（ 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》