

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1429号 1998年04月20日(月)

〈 america's bubble economy 〉

先週の G7 声明でも「力強い成長が続いている」と賞賛され、それを受けてニューヨーク株価が高値を更新しているアメリカ経済ですが、先週後半から週末にかけては同国経済やニューヨーク株価の先行きに関して相前後していくつもの“警告”が出ました。一番強い警告を発したのは英エコノミスト誌で、特に「America's bubble economy」「America bubbles over」という二つの記事は

「IMF と世銀の春の一連の会議は、日本の不況と東アジアで最近見られたような金融危機の再発をいかに防止するかが議題の中心だった。確かにこれらは大きな問題だが、アメリカを中心に見られる資産インフレこそが、世界経済にとってのより大きな、そして当面の脅威である」

などと強く警告し、「FRB は今直ぐ金利を引き上げて、株価を押し下げる必要がある」と強調している。少し長いのですが、「America bubbles over」という記事の方を珍しく翻訳（一部抄訳）をしましたので紹介します。

1. アメリカは今、自国経済の成功に祝杯をあげている。債務漬けの日本、失業の欧州とは対照的に、アメリカ経済は均衡のとれた成長と低いインフレ率という望ましい組み合わせを謳歌している。多くの予測家はこれがほぼ永遠に続く予想している。しかし、それはアメリカ経済が辿る可能性のある唯一の道ではない。急騰する株価、合併熱、不動産と美術品の価格急騰などはみな、アメリカがバブル経済に突入しつつあることを示している。

2. シャンペンがそうであるように金融バブルはその最中はおいしいが、ひどい二日酔いを残す傾向がある。金融バブルの二日酔いは二つの形を取る。まず、突然破裂して苦痛に満ちた金融、および経済上の結果を残す。さもなくば、資産価格の上昇の効果が経済全体に伝搬して商品・サービス価格が上昇し、それに対して中央銀行が引き締め措置に出る最終的には破裂するというものである。3月まで一年間のアメリカの消費者物価は1.4%しか上昇していないから、これは迂遠な問題に見える。しかし、資産価格の急激な上昇は家計の資産を増大させ、消費ブームを促している。国内需要が加熱するに従って、物価インフレは上昇してくる。いずれにせよ、バブルはアメリカ経済の拡大を危険にさらす。

3. アメリカにおける投機の行き過ぎ (speculative excesses) の兆候は、多くの分野で見ることが出来る。主な兆候は、次の四つである。過大評価された株価、高まる合併熱、上昇する不動産価格、それに通貨供給量の急速な伸びである。

(過大評価の株価)

4. アメリカの株価は過去1年に30%以上上昇した。株価は上昇を続けており、米企業の業績が今後一年に悪化する可能性が高いのに今週も史上最高を記録した。SP500種の1982年(ブル市場の開始年)以来の実質累積利回り(cumulative real return)は825%に達したが、これは1920年代のバブル期間中の730%を上回っている

5. 株価上昇のかなりの部分は、経済環境の改善を反映している。インフレは低下し、政府財政は黒字化し、新技術による経済の形は変化している。企業収益は史上最高を更新している。しかし、これらをもってしても現在の株価は正当化されない

(高まる合併熱)

6. 巨大銀行の合併熱に示される合併ブームは、バブル経済の顕著な兆候である。アメリカのM & Aは史上最高レベルにある。昨年の合併規模は、9570億ドルでGDPの12%に相当した。これは1991年の1380億ドル(GDPの2%)を大幅に上回り、これまでの史上最高だった1988年の3520億ドル(GDPの7%)を大幅に上回る。今年はまたまた史上最高になりそうである。今年は既に4月13日現在で4410億ドルに達している。

7. 今世紀アメリカでは4回の大きな合併ブームが見られた。1900年代の初め、1920年代、1960年代、それに1980年代である。特徴は、力強い経済成長、急速な信用の拡張、それに株式ブームである。最初の3回は、1904年、1929年、1969年のクラッシュで終わった。1980年代の株価ブームは、1990年に米経済がリセッションに入るに従って萎んだ。

8. 合併ブームは、新技術や規制緩和によって引き起こされるが、それを加速するのは株価の急騰である。収益に対する割高な株価は、合併資金を調達する割安な方法である。合併の急増はまた株価を押し上げる。合併の増加は、合併を狙っている経営者を焦らせる。合併を遅らせれば、合併が割高になるからである

9. この時こそ、ブームがバストする時である。ブームの最後に起きる合併の多くは性急かつ思惑違いに終わる傾向を持つ。喧伝された合併メリットは期待外れに終わり、これが投資家のバラ色の見通しを暗くし、クラッシュに寄与する。4月6日に発表されたシティコープとトラベラーズの合併には、ブームの最後のその臭いがする

(上昇する不動産価格)

10. バブル経済の第三の兆候は、泡まみれの不動産市場である。1997年に商業不動産

の賃貸料はサンフランシスコ、ボストン、ダラスで20%以上ないしそれ以上上昇した。ニューヨークではタイムズ・スクエア近くの開発現場に平方フィート当たり180ドル相当の値が唱えられているが、これは6ヶ月前の約2倍である。住宅価格は、長期住宅ローン金利低下により多くの都市で急速に上昇している

(強気論と新経済論)

11. アメリカでバブルが発生していることを示すもっとも納得できる証拠は、自国経済や株式市場に対する慢心が広く見られることである。メリル・リンチの調査によれば、アメリカの株式市場の先行きに「弱気」な投資アナリストは、過去6年で一番少なくなっている。株価が連日史上最高を更新し、企業収益の伸びが鈍化しても、大部分のアナリストは株式投資を増やすように推奨している

12. これに関連して、アメリカ経済は古い経済や市場のルール(たとえば、「上がったものは下がりうる」といった)が適用されない新しい黄金時代に入ったとの見方が広まっている。これは過去のバブル期にも顕著に見られた現象である。フォーブズは1929年6月に「過去5年間というもの、アメリカは新しい産業時代に入った。我々は、足早のみならず、実に雄大なスケールで産業面でも、経済面でも進歩しつつある」と書いた。株価クラッシュの4ヶ月前である。フォーブズはまた1968年10月に、「過去10年に起きた変化により、我々は異なった 新しいとは言えないが 時代に突入しており、伝統的な考え方、市場に対する従来型のアプローチは実際の世界の動きに合致していない」と書いた。株価がその後6年間にわたって低迷する直前で、その間にアメリカの株価は実質60%下落した。

(通貨供給量の急増)

13. 最後の、しかし他に劣らないアメリカのバブル経済ぶりを示すのは、通貨供給量の急激な伸びである。広義の通貨供給量であるM3は、3月までの一年で約10%も増加した。これは1985年以来で最も急速な伸びである。M2も急速に増大している。大部分のエコノミストは、いくつかの通貨供給量指標が相反するトレンドを示した時に、この統計を見るのをやめてしまった。しかしながら、量的金融指標は有用な指標である。

14. アメリカ経済がバブルに陥っている兆候は顕著であり、これは連邦準備制度理事会が金融政策を引き締める必要性を示している。しかし、それは想像するより難しそうだ。思惑の行き過ぎを抑制するために利上げするFRBの能力は、限定されている。FRBは、上昇ではなく下落している消費者物価でのインフレを抑制する法的権限を与えられているに過ぎない。金融バブルを止めるのは、難しい仕事である。だからこそ、連邦準備制度理事会は最初からバブルを止めるために金利を引き上げておけば良かった。しかし、一つだけ確実なことがある。引き上げが行われなくてパーティーが長く続けば続くほど、二日酔いはひどいものになるだろう、ということである。

《 growing worries about Wall Street 》

アメリカ経済の先行きに懸念を表明しているのは、エコノミスト誌に限らない。例えば MSI グローバルは最新週報で「ウォール・ストリートへの増大する懸念」という分析記事を掲げ、

1. アメリカの経済成長率は、広く認知されている 2. 3% という非インフレ的潜在成長率を今年も 1% ほど上回りそうだが、これは 3 年連続のスピード違反の成長である
2. 内需は極めて強く、労働市場と製品市場のインフレ圧力は高まっている。アメリカのインフレ率はエネルギー価格の下落、循環的な生産性の上昇、強いドル相場によって抑制されているに過ぎない
3. 貿易赤字の増大も、金利の引き上げにつながりかねない深刻な問題である。つまり内需が強すぎるのである。FRB が潜在的インフレ圧力に対応して利上げをすれば、ニューヨークの株価は大幅に調整するだろう
4. アメリカの対外債務は、残高 1 兆 5 0 0 0 億ドルで、これに加えて年間 2 0 0 0 ~ 2 5 0 0 億ドルの増加になっている。世界一であり、問題はこの状態が一体いつまで続くかである
5. 現在のところアメリカは、a) 対処が難しい危機に直面しているアジア b) 政策が混乱している日本 c) 市場の規模が小さく、細分化されている欧州 と比較すると実体よりも良く見えている。そこで、世界は喜んでアメリカに資金を投じている
6. しかしながら、アメリカの他の諸国に対する巨額で、増大する債務を無視するのは賢明ではない。債務は、いつか返済しなければならない

と述べている。ちなみに、先週金曜日に発表されたアメリカの 2 月の貿易統計は、1 2 1 億ドルの赤字と、1 月の 1 1 5 億ドルより一段と赤字が増加した。顕著になったのは対日赤字の増大で、アメリカの日本に対する 2 月の輸出は 4 6 億 4 0 0 0 万ドルと、前年同月 (5 4 億 5 0 0 0 万ドル) に比べて 1 5 % 減少した。1 月の対前年同月比はほぼ変わらずだったから、2 月の悪化は顕著である。一方 2 月の日本からアメリカへの輸出は、9 9 億 3 0 0 0 万ドルだった。日本の対米輸出は、アメリカの対日輸出の 2 倍以上になっている。

先週の一連の国際会議でもそうだが、アメリカが日本に景気拡大を求めているのはアジアの立ち直りを確実にしたいためだ、との見方が一般的。日本の回復が確実になれば、日本はアジア諸国の輸入を吸収できる。そうなれば、アジアの回復は足場を持つことになるし、アジア諸国の輸出がアメリカに集中する事態を避けることが出来るというわけ。

しかし、「対日圧力の背景にあるのは、アメリカに忍び寄るバブルの不安である」との見

方もある。これを指摘するのはブルース・ストーク記者（ナショナル・ジャーナル誌、新潮社 Foresight 4月号掲載）である。同記者は、

「今後数ヶ月の間、米国の投資家は国内での資金運用を選択し、海外、特に日本の投資家もその資金の安全な運用先を米国に求めるだろう。この余剰流動資産が米国の株価と地価の急騰に拍車をかけ、弾けると深刻な結末を招きかねない金融バブルをつくらうとしている」

「このバブルが弾けると、米国の政治家はスケープゴートを探す。必然的に対象となるのは日本だ。なぜならバブルを拡大させる資金の多くは日本から流入するからだ。つまり、米国の日本に対して減税や財政出動を求め圧力をかけるのは、国内の保護主義台頭が原因ではなく、この資産バブルを恐れるからである」

と指摘している。1980年代の日本がそうであったように、全般的な物価レベルが落ちているときに、資産価格の上昇を理由に金融を引き締めるのは容易ではない。これはエコノミスト誌が指摘している通りである。今のアメリカの政治状況に照らしてみても、FRBが資産価格の上昇を理由に金利を引き上げ、それによって株価が急落してリセッションが起こったら非難は一斉にFRBに向くだろう。1996年の12月（「根拠なき熱狂」発言）以来、グリーンSPAN議長が株価を懸念しながらその上昇を抑制するような発言を出来ないでいるのはこうした政治的環境があるからだ。エコノミスト誌は、それにかまわず利上げしろと言っている。しかし、これは現在のところFRBの政策にはなっていない。

その代わりにアメリカが取っている政策は、「日本に景気刺激を促し、金利の引き上げが可能な状態を作り出して、日本の余剰資金がアメリカにこないような環境を作る」ことだという。ストーク記者は、

「世界の貯蓄の三分の一は日本人によるものだが、このほとんどが1年にわずか1～2%の利子しか生まない口座に預けられている。日本に資本規制が存在した時には、この余剰流動資産は日本の問題だったが、これが今やワシントンの問題なのだ」

と指摘している。

同記者はさらに、「米国の財務省高官たちは、日本の資本を国内に止める唯一の道は、日本経済が成長を遂げ、再び魅力ある投資先になることだと認識している。彼らは、諸外国の資本を米国ではなく日本に向かうように勧め、米国人の対日投資も確実に増やしたいのだ。日本が再び年2～3%の成長をすれば、日本銀行も金利を引き上げることができる。これは米国経済に対するバブルの圧力を和らげることになる」と続けている。

《 Japanese growth is important 》

これまでに紹介したのは雑誌や特定の記者の見方であって、必ずしも筆者の見方ではない。異なる点では例えば、筆者はアメリカを中心に今の世界経済は情報通信を中心に急速にその形を変えてきていると考えている。情報の流れとか、物流、人々の働き方など。その意味では、「新しい時代」に入りつつあると考える。エコノミスト誌のように、そのものを否定しようとは思わないし、多少の株価の上下では経済の潮流は変化しないと考える。また、ストーク記者の指摘するほど多くのアメリカ政府高官が、自国経済のバブルの危険性を真剣に懸念しているかどうかは疑問だと思う。

しかしだからといって、今のペースでのアメリカの株価上昇を正当化できるとは思わない。この点では、エコノミスト誌の見方には賛成である。いくら相場が先取りだと言っても、合併報道だけで連日史上最高を更新するような相場は、やはり熱を持ちすぎている。仮に現在そうでないとしても、現在のペース以上にアメリカ市場をめぐって世界の資金が動くとすれば、アメリカのバブルが深まる危険性は一段と強まる。ストーク記者によれば、米国政府高官は「日本の生保5社が、外国株保有を増やすと既に発表していることに注目している」という。アメリカはこれ以上の日本からの資金流入を怖がっているということである。

ここ当分という話でいけば、日本や欧州それにアジアが置かれた環境から見て、消去法で経済が健全で市場が大きいアメリカへの資金の流入は今後も続きそうである。こうした一連の警告を承知の上で、資金は動きそうだ。しかし、非常に重要なのは「バブルに対する警告」は、市場参加者の心にも投資家の頭にも沈殿して、徐々に大きくなるということだ。そしてそれは、ある時突然に現実となって大きな流れを形成して市場を逆流させる。1987年のブラック・マンデーの時も、それに先だって株価に対する強い警告がマスコミで数多く見られた。

時期は不明でもかなりの確率で来るアメリカの資産価格（株価、地価など）の調整は、世界の市場を大きく揺り動かすことは確実である。一番懸念されるのは、世界経済が軸をなくして大きな混乱に巻き込まれることだ。声明には盛り込まれなかったようだが、G7会議の中では特に欧州諸国からアメリカの株価急騰や不動産価格の上昇には懸念が表明されたと報道されている。

今の「アングロ・サクソン主導の世界経済」にあって、その中心をなすアメリカ経済がリセッションになれば、世界の資金の流れ、貿易の流れに大きな変調が生じ、世界経済全体が資産価格の急落、貿易取引の停滞、資金の本国への回帰現象、世界的な失業率の上昇、経済活動の停滞などの事態に立ち至りかねない。

重要なのはアメリカ経済が過度の不安感を巻き起こさない適度な成長率（2%台の半ば）に成長鈍化することと、世界経済が日本や欧州など新たな成長センターを持つことだろう。そうすれば、アメリカの資産市場も健全な調整を受けることが出来る。今のように、せい

ぜい世界で活力ある経済がアメリカとイギリス（他にもあるが、それらは小国である）では、アングロ・サクソン市場がバストした時には極めて危険だ。日本は、対外収支不均衡の拡大とか、アジア支援とならんで、アメリカのバブル生成とその破裂の危険性を避ける意味からも、国内経済の健全化を急ぎ、投資を引き受けるに相応しい市場と経済を持つ必要があると思われる。

仮にアメリカで大きなバブルの調整があったときに、為替、株、債券など日本や世界の市場への影響を今から考えておくことは十分に意味があることだと思われる。為替はアメリカの投資家の海外展開資金の回収の間は一時的ドル高も予想されるが、基調はドル安になるとと思われる。株は、今の状態では日本でも大幅に下げられると思われる。債券も買われよう。しかし、あくまでこれは今の日本の状態が続いた場合で、1987年のように日本経済が上がり坂なら、アメリカの株価、地価の下落も日本経済に与える影響は軽微で乗り切れる可能性がある。その時その時の日本経済の体力次第ということです。

今週の主な予定は次の通り。

20日（月曜日）	3月の日本の貿易統計（大蔵省） 日銀支店長会議
21日（火曜日）	2月の景気動向指数（企画庁） 欧州連合（EU）蔵相理事会 3月の米財政収支
23日（木曜日）	3月の消費動向指数（企画庁） 3月の法人企業動向調査
24日（金曜日）	政府、総合経済対策の詳細を決定 日銀金融政策決定会合

24日に発表される政府の「総合経済対策の詳細」は、日本が足場を経済成長路線に乗せることが出来るかどうかの最初の試金石です。今のところ、大きな期待は禁物のようですが。

〈 have a nice week 〉

先週は雨にたたられた一週間だった印象が強いのですが、今週はどうでしょうか。日曜日は天気が良かった。新宿まで出かけましたが、人出も結構あって、街並みも春らしくなっていた。皐月賞があったせいか、新聞を手にして人が多かった。

新宿と言えば、先日その先の笹塚にある新国立劇場にプッチーニの「蝶々夫人」を鑑賞しに行きました。このオペラハウス（96年央完成と書いてあった）には初めて行きましたが、綺麗です。着いたところは、山手通りと甲州街道の交差点でここはまだ工事中のような感じでしたが、中に入ったら作りはしっかりしているし、劇場の中もさすがに新しい。

気がついたのは、日本のお客さんにもオペラをよりよく理解してもらおうと思ってか、日本語の字幕がある。この字幕、役に立つのです。「へえ、こんなことを言っていたのか...」と。今までは、せりふを想像しながら聞いていた部分分かる。限界があった。

それにしても、このコンプレックスの中にも大きなビルが出来ていて、多分オフィスになっているのでしょう。ここから少し北に行くと、中野坂上に大きなオフィス・ビルのコンプレックスができています。パークタワーも上はホテルですが、大きなビルです。東京には実に実に数多くのオフィス・ビルが出来てきている。問題は、いかに使うかですな。

それでは、皆さんには良い一週間を。

<http://www.ycaster.com/>