

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1467号 1998年11月09日(月)

## 《 striking distance to the new high for NY stock market 》

世界中から心配されていたアメリカの株価は過去一週間で力強く反発、ダウ工業株30種平均で見てあと3.8%上昇すれば今年7月に記録した最高値(9337.97ドル)に到達できるところまで戻してきました。先週末のニューヨーク株価の引値は、8975.46ドル。25ドル上げれば9000ドルの万台に戻すばかりか、新値更新も striking distance に入っている。金曜日のニューヨーク・ダウの引値は8月31日に記録した今年の安値に比べると19%近い上昇で、年初来の上げ幅も13.49%まで拡大してきた。

ニューヨークの株式市場では昔から、「11月は通常強い月」と呼ばれているが、今年の場合はまさにその通りで、今月に入ってからのもニューヨークの株価上昇は383.36ドル、率にして4.46%に達する。

株価上昇の理由としては一般的には、

1. 連邦準備制度理事会の2回の引き下げを含めて、世界中の中央銀行が金利の引き下げを行っており、この結果株式市場の投資心理が著しく回復した
2. アメリカにおいてマネー・サプライが大幅に増加しており、この結果市場での資金の回転が大幅に上昇している
3. 8月のロシアの債券デフォルト以降、投資家の格好の投資対象だったアメリカ国債から資金を株式に戻す動きが強まっている

などが指摘されている。金利については先週一週間を見ても、欧州だけでアイルランド、イギリス、デンマーク、スペイン、ポルトガル、スウェーデンの六カ国が利下げを実施している。こうした欧州での利下げはEURO発足に備えた準備の意味合いが強いが、世界中の株式市場の投資家心理を回復させるのに役立っていることは間違いない。

昨日読んだニューヨーク・タイムズには、「9月末のFEDによる利下げ以来、世界27カ国の中央銀行が金利引き下げを行った」という。金利を引き下げたのは、欧州の中央銀行ばかりでなく、中南米、アジアなど実に広範な地域の中銀に及ぶ。こうした利下げは基本的にはインフレ再発の懸念を遠ざける世界的なデフレ傾向に対処して行われたもの。

マネー・サプライについては、アメリカでは広義の通貨供給量M2が過去二ヶ月に2.

5%も増加したという。過去3ヶ月の年率でのM2伸び率は9.3%で、これは1988年以来の高い伸び率だという。この通貨供給量の急増は、FEDが潤沢に市場に資金を提供し、市場もそれを吸収していることから生じている。

お金の動きが一時の「株式から債券へ (from risk to quality または to liquidity)」から、「再び株式へ」の流れになってきているのは、株価上昇の対極の動きとしてアメリカの長期債利回りが大幅に上昇していることに示されている。先週金曜日の指標30年債の利回りは5.383%で、これは10月の初めに記録した4.7%に近い低いレベルから見ると、0.7パーセンテージ・ポイント近い上昇。

### 《 more understanding of a crisis 》

しかし筆者は、こうした要因やそれぞれの国や国際機関のレベルでの safety net 構築の進展に加えて、株価（特にニューヨークの）が戻ってきた一つの大きな理由は、8月のロシア金融危機以来の世界的な市場の混乱がどうして起こったのか、その混乱が实体经济にどの程度影響するものか、またしないものか、システムを守るためには何が必要かに関して徐々に理解が進んできたことが、ニューヨークを初め世界の株式市場に資金が回帰してきている大きな原因ではないかと考えている。

真っ暗闇の部屋に入っていくのは怖い。しかし、暗くても中にどんな人が居て、何があるのか分かっているなら、その部屋に入っていく人はいるだろう。夏から秋にかけての世界的な株価の急落を見た人には、株式投資には恐怖がつきまとっているはずだ。しかし、株価急落をもたらした妖怪の姿が徐々に見えてきて、それがどのような時に、どのような悪さをするものであるか理解できれば、妖怪を再び目覚めさせない形で投資をしようという投資家が出てきても不思議ではない。投資はいつでもリスクとの戦いである。極端に冷え込まなければ、世界中に投資資金はいつでもあるし、動きたがっている。

この週末に読んだグリーンズパン連邦準備制度理事会（FRB）議長の講演録（米証券業協会年次総会＝フロリダ州で開催）は、今夏以来の金融市場混乱の背景とその対策について、アメリカでかなり理解が進んでいることを示すものでした。全文を掲載はできませんが、グリーンズパン議長はこの講演の中で

But why did a relatively conventional slowdown in capital investments and capital outflows to East Asia over the past year and a half induce such a wrenching adjustment in individual economies and why has the degree of contagion been so large?

The answer appears to lie in the very same technologies that have brought so marked an increase in the efficiency of our new international financial structure.

That financial structure, which has induced such dramatic increases in productive capital flows, has also exhibited significantly improved capacities to transmit ill-advised investments. One can scarcely imagine the size of losses of a single trader employing modern techniques that contributed to the demise of Barings in 1995 being accomplished in the paper-trade environment of earlier decades. Clearly, our productivity to create losses has improved measurably in recent years.

と述べて、世界の金融システム（従って実体経済）に効率性と利便性をもたらしたコンピューター・通信技術の発展を背景とするリスク分散・リスク孤立化の金融技術が、しばしば人間の理解力を越えてシステム全体を不安定にしたり、間違った投資情報を一瞬のうちに世界に流布させる現実を指摘している。重要なのは、この2～3ヶ月の世界の市場混乱は、80年代、90年代に世界経済が恩恵を受けてきた金融システムの進歩の、もう一方の「負」の側面だという認識である。日本での議論は、この「負」ばかりを強調するものが多いが、グリーンSPAN議長の見方は

「The system is thus both productive of increased standards of living and more sensitive to capital misuse.」

と非常にバランスが取れている。メリットとデメリットが表裏一体になっているという理解である。この認識に立てば、単純な短期資金の規制論や、コンピューターを利用した金融技術に対する単なる敵愾心は的外れなことは明確だし、事実グリーンSPAN議長は「それは問題の解決策ではない」と明確に否定している。グリーンSPAN議長はまた、risk differentiation（リスク分析の厳密化）や liquidity protection（流動性第一の考え方）の動きが顕著となった金融市場の混乱が実体経済に及ぼす影響は、しばしば一般的に考えられているほど大きくはないと指摘した上で対策として

1. 金融仲介機関や市場参加者の各レベルでのレバレッジ水準の引き下げ
2. 資本の充実（特に金融機関の）
3. そして何よりも金融機関における discipline の確立

などを指摘した。また、既に国際金融システムの規律を大幅に高めるための措置として次のような国際的努力が進んでいることを指摘している。

「These initiatives include: endeavors to promulgate standards of bank supervision on a global basis, initiatives to markedly increase transparency of

central bank accounts, more prompt and detailed data on global lending, compliance with codes for fiscal transparency, plus moves toward ensuring sound corporate governance and accounting standards. 」

市場に不安感が高まっても、その性質と影響度、それに対処の仕方、さらには危機に対する safety net が整ってくれば、市場は落ち着きを取り戻す。

ニューヨークの株式市場で顕著なのは、10月15日を境に株式市場の volatility が大幅に低下していること。10月の初めのニューヨーク市場は、たった一~二時間で100ドル、200ドルの上下があり極めて不安定だった。日本にいても、夜中中気がきではなかった。しかし、最近のニューヨークの株価は上がるにしても喧噪を伴わずにおとなしく上がっている。

1987年からの事例を研究すると、ボラティリティがピークを付けてから通常株価は12%上昇するという。激しく上下している中では、やはり変えないのである。その意味で、投資環境は11月に入って大きく改善していると言える。

### 《 no more rate cuts in U.S. this month 》

もっとも、グリーンズパン議長も「市場の安定」を歓迎はするでしょうが、行き過ぎた楽観論による株価の上げ過ぎ対しては、同様に警戒感を示すでしょう。9月末、10月半ばとたった二週間余で二回も政策金利を引き下げた理由は、インフレが沈静化しているというファンダメンタルズ・サイドの配慮以上に、金融システムの安定を維持するという意味合いが大きかった。この問題さえ悪化しなければ11月17日の次回 FOMC では FED は利下げを見送るでしょう。

連邦準備制度理事会が前回（10月中旬）の利下げの時に指摘した環境は、

「growing caution by lenders and unsettled conditions in financial markets」

でした。こうした環境は徐々に解消されつつある。またアメリカの金融市場を見ると、risk differentiation によって大きく拡大した国債の利回りと各種債券とのスプレッドはここにきて縮小している。これは、金融システムに対する信任が徐々に戻りつつあることを示している。

その発生メカニズムに関して理解は進んでも、世界的に見ても金融システム全体に対する不安感がなくなったわけではない。何と云っても、今の金融テクノロジーの進歩、情報の流れの速さは、しばしば通常の人間の理解の範囲を超えている。システムや法律が新しい環境に「完全対応」になることもないでしょう。不安感が残る素地はある。

しかし、早期是正のためだけで25兆円もの資金が用意され、金融システムに対する

safety net が日本で張られたり、国際的に見ても IMF の資本充実が行われるなど、世界の投資環境は徐々に整ってきていると言える。日本は遅いながらも、個々の企業で加速度的に速まってきた意志決定スピードから、徐々に株式投資の環境は整ってきていると考えます。あとは、日本の個々の企業のリストラ後の収益力がどの程度高まるかによる。

アメリカの株価戻りの背景には、危機になればたった二週間で政策金利を二回も引き下げたりという果敢な行動をする当局への信頼もある。こうした信頼がない日本の株式市場の戻りは、当然時間がかかるものになるでしょう。

ニューヨークの株価の上昇に伴って、ドルも力を取り戻しています。この危機からの回復で一番速かったのがアメリカであること、日本経済が依然としてフルの回復には時間がかかりそうなこと、従って日本の低金利状態の解消には時間がかかることなどを考えれば、円には引き続き押し下げ圧力がかかると見るのが自然です。

今週の主な予定は以下の通りです。

9 日 (月曜日)	日本の 10 月の卸売物価
10 日 (火曜日)	日本の 9 月の機械受注 7 ~ 9 月のアメリカの労働生産性
12 日 (木曜日)	日露首脳会議
13 日 (金曜日)	日銀金融政策会議 10 月の卸売物価

### 〈 have a nice week 〉

先週後半から週末にかけては、関西に出張していました。木曜日は京都で、金曜日は堺で講演をし、土曜日から日曜日にかけてまた京都に戻ってきたのですが、講演についてはこういう金融市場の混乱のあとだけに来てくださった方々の関心は高かったように思います。両会場に足を運んでくださった方々には感謝します。

京都は嵐山の近くの「嵐亭」というホテルが会場だったのですが、このホテルは嵐山の例のあの橋から歩いてすぐ。文化財保存の対象地域で、当然建坪率から何から厳しく制限されていて、その昔この屋敷が川崎造船の所有者の別邸だったころの面影を色濃く残している。ホテルの人に聞いたら、全部で宿泊者用の部屋は 22 しかないそうです。落ち着いた、風情のある良いホテルです。値段を聞いたらそれほど高くない。京都市内の、東京や大阪とあまり変わらないホテルに飽きた人には良いかもしれない。

残念なのは、紅葉にはちょっと早かったこと。「紅葉祭り」がすぐなのに、今年は温かかったのが紅葉を遅らせてしまったという。あと二週間くらい先でしょうか。見頃は。日曜日は特に天気が良くて、昼前に南禅寺に行ったのですが、観光客が多かった。京都はいろ

いろなことで思い出に残ります。ただし、店を間違えたのか、湯豆腐はあまりおいしくなかった。タクシーの運転手に美味しいところを教わりましたから、この次はそこに行きません。

初めて期待して行った堺には、一つがっかりしました。歴史を大切にしていないのです。街として。歴史の教科書にはかならず登場する町です。日本の武家社会時代において、典型的な商人の町を形成し、武家の権力に抗する力を持った町。南蛮やアジアとの交易、そして多くの文化人を生んだ町。

しかし、こうした歴史をこの町は大切にしていないと思う。地図を見て、こここことあそこに行きたいと言ったら、支店の連中が「伊藤さん、がっかりするからやめた方が…」という答え。それでも行きたいといって、千利休の生家跡、与謝野晶子の同、それに港の灯台を見たのです。まあその味気ないこと。千利休の生家跡は、芝の生えた更地にちょっとした印がある程度。周りには何も無い。もっとひどいのは、与謝野晶子の生家跡で、これは大道筋という昔の大通りの道ばたに一つ鉄板で「ここがこうで」と書いてあるだけ。堺に歴史を見ようと思ってきた小生にはちょっと正直ショックでした。堺東駅の周辺の色気のないことはよいとして、堺はもっと歴史を大切にすれば良いのにと考えた次第。灯台にもがっかりした。講演を聴きに來てくださった方々は皆さん熱心な方で感謝しておりますが。

それでは皆さんには、良い一週間をお過ごしください。

《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》