

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1479号 1999年02月01日(月)

《 confident Americans 》

消費、株、不動産、自分の将来……。政策当局者よりも、エコノミストよりも、あらゆるものに対して自信にあふれたアメリカの消費者の行動が、同国経済を力強く拡大させ、株価を新高値に押し上げ、そして不動産価格にも再び胎動の兆しをもたらしている。グリーンスパン連邦準備制度理事会議長がいかに心配しようとも、今のところ止まる気配が見えない。

それをもっとも端的に示したのは、先週金曜日に発表された昨年第四・四半期のアメリカの国内総生産（GDP）統計（速報）である。伸び率は大部分のエコノミストが4.3%前後を予想しているときに、それをはるかに上回る5.6%に達した。後述するが、大きな原因は、個人消費の拡大。第四・四半期のGDPの伸びは、第三・四半期の+3.7%からの大幅な加速。この結果、昨年一年間のアメリカの実質GDP成長率は3.7%に達した。

一方、インフレは頭をもたげる気配を示していない。インフレ率（The Commerce Department's chain-weighted price index）は0.8%の上昇と、予想の0.9%を下回った。この結果、昨年一年間のアメリカのインフレ率は1%と、1959年以来の低水準となった。「インフレなき高成長、低失業率」が続いているのである。

第四・四半期のアメリカの経済成長率が大方の予想を大幅に上回ったのは、「お金を使いまくった消費者」と「工場や不動産に大量に投資した企業」の行動の結果である。輸出も前期に比べると増加した。この四半期に、アメリカの消費者が耐久財、非耐久財、それにサービスに使ったお金は全体で4.4%増加した。この中で目を引くのは、自動車、大型家電など耐久財の購入が21.4%も増加している点。これは四半期ベースの増加としては、1986年の第三・四半期以来である。非耐久財の購入増は3.2%、サービスは1.7%増だった。

株式市場や不動産市場も、「強気のアメリカの消費者」の行動を反映したものになっている。ダウが新値を更新していないため日本ではあまり騒がれないが、先週の金曜日に二つの重要なニューヨークの株価指標が高値を更新した。まずSP500株価指数は前日より14.27ドル上昇して引値は1279.64ドルと、1月8日につけたこれまでの高値1275.98ドルを更新した。

もう一つは言うまでもなくNASDAQである。28.55ドル上昇して2505.89ド

ルと新値更新。NASDAQ は年初から 29 日までに既に 14.1% も上昇している。ダウの引値は 9358.83 ドルで、こちらは 1 月 8 日のこれまでの高値 9643.32 ドルに対してあと 3% ほどの乖離がある。しかし全体的に言えば、アメリカの株価は極めて強い動きを示していると言える。

こうした株価の上昇は、当局からの度重なる警告にもかかわらず、そして今までニューヨークの株式市場で一番強気だったアビー・コーエンのような強気アナリストの中にも警戒を呼びかける声が出ているにもかかわらず進んでいるものである。グリーンSPAN 議長は先週の上院予算委員会での議会証言で、最近のインターネット関連株の上昇について、

「"What lottery managers have known for centuries is that you could get somebody to pay for a one-in-a-million shot, more than the value of the chance. In other words, people pay more for a claim on a very big payoff, and that's where the profits from lotteries have always come from," he said.

"Undoubtedly, some of these small companies, whose stock prices are going through the roof, will succeed," Greenspan said. "The vast majority are almost sure to fail."」

「今のインターネット株ブームは、宝くじを買う心理に似ている。今株価が急騰しているインターネット関連企業のうちいくつかは成功する。しかし、大部分はほぼ確実に失敗する」

と述べた。失敗した会社の株は、紙屑になりますよと警告したものだが、この警告にもかかわらず、その翌日には NASDAQ と SP500 は新値を更新しているのである。グリーンSPAN 議長がインターネット関連株の高値追いに関して公式の場で論評し、疑念を呈したのは初めてだが、投資家は聞く耳を持たない。アメリカの投資家、消費者はファンド・マネージャーが恐れをなすほどに株式市場に資金を投入しているのである。

こうした実体経済の強さや株式市場の堅調を受けて、外国為替市場では一時弱くなっていったドルまで、対円、対 EURO で強くなっており、対円相場は 116 円台に進み、対 EURO は 1 EURO = 1.1362 ドルまで上昇した。

《 Why U.S. consumers are so confident ? 》

問題は、アメリカの消費者がなぜここまで強気になっているのか、そしてそれは持続性、正当性を持つものであるかである。過去の歴史において、強気になった消費者の例は国単位で見ても数多い。1980 年代後半の日本の消費者行動もそうだった。失業率は低く、「職はいつでも見つかる」というメンタリティーが強かったし、資産価格の上昇の中で借金しても買わなければ「賢い、勇気ある消費者」とは呼ばれなかった時期だ。今のアメリカの消費者の行動は、基本的には当時の日本の二の舞を演じているだけなのだろう。

アメリカの消費者の楽観的な行動を説明する**第一の要因**は、「低下する失業率」だろう。別の言葉で言えば、改善する雇用環境。昨年12月の米失業率は、4.3%とアメリカとしては何十年ぶりの低水準であり、先進国の中ではもっとも低い率となった。好況下でもリストラはあちこちの企業で行われているが、これによってアメリカの失業率が大きく上昇する気配は見えず、「辞めても、辞めさせられても職は見つかる」という状況が続いている。消費者が一番安心して買い物ができる環境とは、「将来の収入を保証する職への自信がもてること」だが、今のアメリカにはこれがある。ただしアメリカの労働者は、職場の数への自信はあるものの、賃金引き上げへの確信は強くなく、事実賃金の上昇率は低い。

第二は、加えての資産価格の上昇だと思われる。計量化は難しいが、株にしろ不動産にしろ自分の持つ資産が値上がりすれば、それを実現化する行動（具体的には資産の売却など）をしなくても、そこに第二、第三の財布が存在するように思うだろう。そして時には第一の実際の財布が空になっても、何かをクレジットでも買いたくなる。ましてや、社会全体が何かを買うことを一種の流行のようにしている時はそうなる。

実際のところ、去年の後半からアメリカの貯蓄率はマイナスになっている。にもかかわらず、昨年第四・四半期の米消費者の耐久財購入は21.4%も増加した。資産効果(wealth effect)がアメリカの消費者行動の要因になっていることは十分予想できる。一日で10%、20%上昇する銘柄が散見され、指数(NASDAQ)も年初来一ヶ月で14%も上昇する株式市場を持てば、国民の間に強気が蔓延するのも頷ける。

第三は、資産効果よりもっと曖昧なものになるが、今のアメリカ人がシステム、言語、新技術の取り扱い、言語などなどおおよそあらゆる物に対して「世界の中で自国のシステムがベスト」との強い自負心を持つに至っているのではないかと思われる点も指摘する必要がある。80年代までの「自信喪失状態」からの完全脱却。それが自信を生み、その自信が積極的な行動を誘発し、その行動の一環に消費も含まれるのではないかと考える。

他国に対して説教する国は、70年代、80年代の西ドイツ、日本から（アメリカの双子の赤字に対して）今は完全にアメリカに変わった。今世界一番説教される国は日本である。これは、今スイスのダボスで開かれている「世界経済フォーラム」でも顕著。アメリカは今その対極に居る。実際のところアメリカ人達は自分の言葉を世界中で使えるし、インターネットのような新技術の普及度、国民一人一人の操作能力ではダントツの先頭を走り、その分野で活躍する企業の多くはアメリカ企業であって、20世紀に続き21世紀も「アメリカの世紀」との自信を強めている。

時代の先頭を走り、しかもその地位が直ぐには脅かされそうにないと考えることほど、国民全体として自信に満ちることはない。指導者がスキャンダルに見舞われても、アメリカの消費者の先行き楽観論は今のところ揺らいでいないが、それは今のアメリカの自信が「指導者の資質」への信頼にあるのではなく、「我々は、世界で通用する」というアメリカ人一人一人の自信を背景にしているからだと思われる。この点は、間違いなく今のアメリカの経済の基調的強さを物語っていると言えよう。

問題は、こうしたアメリカの消費者の強気が正当性・持続性を持つものである。アメリカにとって有利な環境は確かにある。80年代の日本人の自信は、私の理解によれば工業製品などプロダクツの優秀性を背景に、それが生み出す富を背景としていた。日本の経済システムへの自信もあったが、しかしそれはどこか日本的、個別的なものだとの判断が日本人サイドにもあって、日本が自らそのシステムを世界に広めようと言う類のものではなく、企業も「聞きに来たら教えてやる」程度だった。

今のアメリカ人の自信は、モノというよりはむしろ柔軟なアメリカのシステム（企業、雇用など）そのシステムの持つ普遍性と普及への熱意、コンピューター・ネットワークやそれを使いこなす能力への自信、世界に通用する言葉（英語）の日常的使用、それに世界を股に跳梁跋扈を始めた企業（マイクロソフトから GE まで）の数にあると思われる。つまり、日本人が持っていた自信より、よりシステム、言葉などソフトに依拠している。その分だけ、持続性を持つものだろう。当面アメリカの各方面での優位に挑戦する国や地域が出てきそうもない印象が強いのは、今のアメリカの強さが何か一つの単独のモノに依拠しているのではなく、かなり総合的なものであることを示している。その意味で、「持続性・正当性」はあると言える。

《 dilemma for U.S. policy makers 》

しかし、世界の国々の中でアメリカが今優位な環境にあることを認めた上でも、消費や株式購入で同国の消費者、投資家がとっている行動が彼らの所得の伸びなどに照らして妥当なもの（規模とスピード）であるかは大いに疑問がある。四半期の間に、耐久財支出が21.4%も増加するというのはやはり too much だと思われるし、株価の上げも過去のケースと比べると、異常に速い。

トレンドを煽るのではなくそれを抑制するのが政府や中央銀行の仕事の一つだとしても、連邦準備制度理事会やその議長であるグリーンズパンが持つ懸念表明は、切迫感を持って伝わってくる。当局者の懸念は、アメリカの消費者や投資家が持つ「過ぎた自信」に対するものだろう。過剰な自信は、経済のあちこちに「excess」（過剰）を生み、これがその後の経済の長期停滞の背景になる。

アメリカの場合は、株価には明らかに「過剰」の兆しが見える。しかし、企業は依然としてスリムである。景気の拡大の中にあっても、繰り返しリストラを行い、過剰設備、過剰雇用の兆しは見えない。不動産には最近の報道によれば目立った値上がりの傾向は都市部で見られ、「過剰」の兆しはある。しかし、日本の80年代後半のような深刻な事態にはなっていない。80年代後半の日本は、あらゆる箇所で「過剰」をため込んだ。今はその処理に追われている。

こうした環境を考えていくと、今のアメリカ経済にとって最大のリスクが「株価」にあることは明らかである。グリーンズパン議長が10日の議会証言で述べたとおり、月々の

所得を背景とする第一の財布ではない資産の伸びを背景とする第二、第三の財布に対するアメリカの消費者に依存度はかなり高くなっている。株価が急速に値を下げれば、「アメリカ経済全体への影響はすこぶる大きなものになる」(グ議長)。消費が急速に落ち、アメリカ経済は少なくとも一番大きなエンジンを失う。アメリカの GDP の 70% は消費で出来上がっている。

その意味では、株価は落とせない。しかし、上がれば将来何らかのショックで株価が大きく落ちる危険性が高まるから、大幅な上昇を放置するのも問題である。当局としては株価について、企業の収益レベルが株価に追いついてくるまで上がったたり下がったりの繰り返しながら、現在程度のレベルを維持して欲しいと言うことだろう。しかし、インターネット関連株などには「熱狂」が見られる。これらの企業はまだ大部分が、収益さえ挙げることが出来ないでいるのだ。最近では、コンパックが compaq.com というネット販売などを柱とする分社の構想を打ち出しただけで、同社株が急騰した。

以前にも書いたが、今の米通貨当局は「成功のジレンマ」に直面している。経済政策に成功すればするほど株価が上がり、株価の下落を背景とする経済の混乱の危険性が高まる。その意味では「理想的な形」(高成長・無インフレ)をし、心配されたブラジルの通貨レアルの下げが止まらない中でも堅調な動きを示して「テフロン加工」の色彩を強めている米国経済にとって、マジック・カードが「株価」である状況はしばらく続きそうだ。

《 Davos conference 》

日本の新聞にもスイスのダボスで開かれている「世界経済フォーラム」の記事が載り始めている。毎年、寒い時期、一月から二月にかけて行われている。この会議の様子はインターネットでは「<http://live99.weforum.org/press.asp>」の URL で逐一見られるのですが、今年のテーマは

「Responsible Globality: Managing the Impact of Globalization.」

去年のダボス会議と今年の会議では、会場を取り巻く雰囲気は随分と違う。この会議には、世界から 2000 人におよぶ政治家、経営者、マスコミ人が参加しているが、彼らにとって世界経済の形は去年と随分と違って見えているに違いない。少なくとも言えるのは、世界経済がシステムとして脆弱に見えるようになったという点。会議の方向性を示したネットサイトの冒頭の「New Thinking for a New Global Economy?」という文章には、のっけから「the global financial system would appear on the brink of collapse」という表現が出てくる。確かに、ひやっとさせられたし日本が不況だからということではなく、世界の経済・金融システムは「脆弱」になった印象が強い。

世界経済フォーラムは世界経済が「脆弱」になった原因を次のように分析。

- 1 . too big to fail などの考え方に基づく民間セクターの行き過ぎたリスク・テーク
- 2 . 市場における head behavior (羊の群行動)
- 3 . 各国の不適切な国内政策

むろん、ベルリンの壁の崩壊、市場経済の世界への波及、デジタル通信技術の波及、デリバティブなど金融の変質なども、世界的な市場の不安定の背景となっている。世界のどこかで起きた危機は、直ちに世界中に伝搬するのである。

危機を避けるためには、どのような措置が妥当か。世界経済フォーラムはまず前提として、

- 1 . 世界経済の方向の巻き戻し (国際化を元に戻す)
- 2 . 新たなブレトン・ウッズ体制構築
- 3 . 短期資本の移動に対する課税措置

など一部で出てきている議論について、「どれも実施不可能」と結論つけた上で、結局解決策は「multiple steps taken on multiple fronts by multiple actors, or networks of actors」であると述べている。では、どういう点での steps が必要か。二点を指摘している。「透明性の増大」「最後は発生を根絶できない危機への対処法の確立」。

まあそんなところなんでしょう。これから議論がどう進展していくか分からないのですが、「panacea」(万能薬)などないのです。国、企業などなどの透明性の増大は、投資家を安心させます。お金の動きは「恐怖」に駆られたときに凶暴、かつ素早くなる。「透明性の増大」は投資家の不安感の沈静化に役立つ。会議は2月に入っても続く。それまでこのサイトは、なかなか見応えがあるものになるかもしれない。まだまだ登場人物は多い。

今週の主な予定は以下の通りです。

- | | |
|---------|---|
| 1日(月曜日) | 1月の日本の新車販売登録台数
98年12月の米個人消費支出・所得 |
| 2日(火曜日) | FOMC(3日まで) |
| 4日(木曜日) | 欧州中央銀行(ECB)理事会
英中央銀行政策委員会
98年12月の米製造業新規受注 |
| 5日(金曜日) | 98年12月の日本の景気動向指数(企画庁)
1月の日本の卸売物価
1月の米失業率 |

FOMCはおそらく、公定歩合、FF金利の据え置くでしょう。減速すると思われていたア

アメリカ経済が全く減速の気配を示さず、株が高値を追う中では、「利下げ」はシナリオとしてありえない。では利上げはあるかということ、これもほぼ可能性はないと言える。成長率は高いが、インフレは極めて低い。インフレがないのに利上げをすれば、それは「株価潰し」と理解されるが、グリーンズパン議長自身が言っているように、今のアメリカ経済における株価の急落は、経済への打撃が大きすぎる。しばらくは、金融政策の息を潜めて、株価の動向を警戒感を持ちながらも見守るとするのが連邦準備制度理事会のとりうる姿勢でしょう。

《 have a nice week 》

今日から2月です。冬至はかなり過ぎたのに、一年で一番寒い季節。報道機関によって数が違うのですが、それにしても今年の冬インフルエンザで死亡した老人、子供の数は100人を越えたようです。

インフルエンザについては、実は1月の半ばに、個人的に入っているメーリング・リストから私は警告を受けていました。尾道市の人々を中心に出来上がっている「E友ネット」(メーリング・リスト)というのがあって、私はそこに出張した縁で入っているのですが、木曾病院外科の木曾昭光さんが、以下のような文章をアップしていたからです。

「今ちまたではインフルエンザが大流行しておりますのでご注意ください。今回の風邪の原因はAホンコン型ウイルスで、昨年度流行したのと同じものだといわれています。すでに尾道市内では学級閉鎖も起こっており、また、実際市内の中学生の痰からAホンコン型が検出されております。

予防対策として保温に努め、頻回にうがいと手洗いをすることをお勧めします。更に、若年者や高齢者等体力に問題がある方は積極的にワクチン注射(2回必要ですが)をぜひ受けておいて下さい。ちなみに当院に入院しておられる高齢者の方は全員受けて頂きました。費用は1回につき約3000円程度です。

今回の風邪の症状は大きく3タイプある様です。1番目はとても高い発熱(39から40度)、2番目は呼吸器症状で咽頭痛、ひどい咳など、3番目は他の全身症状で下痢、嘔吐等の消化器症状や筋肉痛や関節痛などが見られております。しかし高齢者では発熱等の強い症状が出ず、なんとなく元気がないとか食欲が落ちた程度のごく軽い症状しかださないことがあって注意が必要です。

いずれにしても、もし万一かかってしまったら安静、保温、栄養を良く守って早めに医療機関を受診しましょう。要するに風邪をひいてしまったら暖かくして、美味しいものをいっぱい食べて、早めにふとんをかぶって寝てしまいましょう。」

ネットには、いろいろな情報が入ってくるのです。まあ、老人や子供ほど体力がないわけではない我々は、「風邪を引いたら暖かくして、美味しいものを一杯食べて、早めにふと

んをかぶって寝る」というのが正しい対処法でしょう。私もこれを実践。要するに、落ちた体力に病魔がつくのです。それにしても、

- 1 . とても高い発熱
- 2 . 呼吸器症状で咽頭痛、ひどい咳
- 3 . 下痢、嘔吐等の消化器症状、筋肉痛、関節痛などの他の全身症状

が出たら、A ホンコン型ウイルスと疑って、自分を直す努力をするのはむろんのこと、老人や子供にうつさない努力が必要でしょう。

先週は姫路に伺いました。会場に足を運んで頂いた方々には感謝いたします。それでは、読者の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》