

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1561号 2000年10月10日(火)

《 many uncertainties 》

今週の世界の金融市場は、従来からのものに加えて新たないくつかの懸念材料を抱えての始まりとなっている。中東での緊張の高まりはこのところ30ドルをやや上回る水準で落ち着いていた世界の原油相場を今年の冬にかけて再び押し上げかねない要因だし、週明けのニューヨーク市場では原油価格は3%強の上昇となった。とりあえずは knee-jerk reaction（直後反応）と見られるが、米北東部での寒波と重なっている点が気になる。

また先週見られたニューヨークの株式市場の、特にハイテク株の脆弱性（小さな材料で突然大きく下げる現象）は週明けになっても顕著に見られ、世界の株式市場にとって不安材料だ。日本では千代田生命の破綻 更正特例法の申請で日本の金融システムが抱える問題点が再びクローズアップされている。またユーロ安も再燃の気配を示している。

今週のレポートの主要ポイントは次の通りです。

1. 千代田生命の破綻 更正特例法申請は、三和・東海・あさひの提携話を壊すほど大きな問題であることは一部市場関係者には既に知られており、主力銀行である東海銀行が千代田生命と一定の距離を保つ姿勢をとった段階で予想されていた。しかし実際に中堅といわれる生保が破綻したことで、顧客の金融機関選別の動きは一層高まり、また日本の金融機関全般の脆弱性に市場の関心が向く可能性が高く、日本の株式市場にとっては弱材料である。債券市場にとっては買い材料となる
2. ニューヨークの株式市場の脆弱性は少なくとも10月末まで続きそうだ。週明け9日の市場も先週末に引き続き朝方大幅安になるなど、特にハイテク株の弱さが目立つ。米ハイテク株の中にはPERで見て10.98になったアップルのような「もうあまり下げ余地がない」ところまで来た銘柄もかなりあるが、ヤフーなどまた高いPERの銘柄があって、当面はこうした銘柄がどう動くかがポイント。当面の市場は今年の春からの「売り」での成功体験の積み重ねの中で安値模索が続いている
3. 9月までの世界経済の懸念材料だったユーロ安、原油高については、前者については協調介入、後者については米備蓄放出やOPECの増産などで相場水準はやや是正されていたが、ユーロはこのニュースで指摘していたとおり結局のところ高

値を追えずに再び介入水準まで軟化している。原油高は早めに是正されてバレル 30 ドルをやや上回る水準となったが、ここに来てのパレスチナとイスラエルの紛争拡大で再上昇の危険性が出てきた。当面は、アメリカの調停の成否待ちといったところである。

千代田生命の苦境は金融市場では良く知られていたし、雑誌の「次に危ない生保」といった特集では必ず名前が挙がっていて、「破綻 更正特例法適用」の意外感はない。80年代の業容急拡大の裏で貸し出しを急ぐあまりに不良貸付を拡大させたことが、経営の行き詰まりを招いた。問題はどのような形で経営体としての存続が計られるかということで、最初は三和・東海・あさひという都銀三行の統合の中で再生を目指した。

しかし、あさひが千代田生命救済で東海から要請のあった1000億の拠出要請を蹴り、結局は三行統合話から抜け出した頃から、国内資本をバックにしての再生の可能性は低下していたと言える。東海銀行一行には手の終えないことは明らかだったし、新しく出来たUFJにしても背負い込みは無理。東海銀行も最近では千代田とは一定の距離を置く方針を明確にしていた。

千代田に残された道は、更正特例法の適用を受けて法の下で生命保険契約者保護機構から資金拠出を得て体力を回復した上で噂されるAIGなど外資の傘下に入る道だった。金融市場全体から見れば、かねて懸念されていた機関が一つ片付き、新たな営業体として再生する可能性が出来たという意味では前進である。

しかしバブルが破裂して10年もたつての破綻 再生への動きであること、千代田生命が抱えていた問題が多かれ少なかれ日本の生保全体が抱えていた問題であることから、顧客（保険利用者）の生保など金融機関選別の目は厳しくなり、一部保険が減額される危険性がある中では、他の日本の生保への影響も出るようになる。市場の「選別」の目も厳しくなり、調達コストの一部での上昇の可能性もある。生命保険契約者保護機構の基金も千代田生命に対する分で、枯渇する可能性が高い。今後に残った不安材料である。

金融機関の側では、市場や顧客の「選別」の目が厳しくなることを見越して合併や持ち株会社構想を打ちだしているが、千代田生命を苦況に追いやった資産劣化、運用難という基本的環境は日本の金融機関のほぼ全てが今でも抱えている問題であり、国の資金が入っていることによる安心感を除けば、日本の金融システムに対する懸念は残ると言える。10日の日本の株式市場でも、そうした懸念が強く見られる。

《 vulnerabilities 》

一方、ニューヨークの株式相場は調整色を強めており、これが日本を含めて世界の株式市場に大きな影響を与えている。9月とか10月とか秋は特にニューヨークの株式市場にとっては優しい（friendly な）月ではないが、今年9月一ヶ月をとって見るとダウは5%下げた。これは同月としては1990年以来の大幅な下げ。

9月のSPは5.3%の下げで、これは1986年以来の大幅な年間下げ幅。Nasdaqは9月一ヶ月で12.7%も下げたが、これは29年前の市場創設以来の下げ。ニューヨークの株式市場は10月に入っても軟調で、特にNasdaqは先週末の引値は当面の節目と見られていた3400ポイントを下回った。月曜日も続落。

ニューヨーク市場で特に目立つのは、ハイテクを中心に個々の銘柄に見られる著しい脆弱性である。例えば9月29日に同社四半期収益予想を「市場の予想ほど良くない」と発表したアップルは、たった一日で前日より27.75ドルも下げて25.75ドルとなった。下げ幅は実に52%。インテルもそうで、7%の減益見通しなのに、株価は一日で22%も下げた。これらの会社は別に「赤字」になると発表したわけでも、会社が倒産すると発表したわけでもない。業績が最大でも3割くらい「予想」より悪くなりそうだ、と発表しただけである。しかし株価は実に腰折れしたように下げた。

(参考)アップルの過去2年間のプライス・ムーブメント(yahoo サイトから)。最近の下げの激しさが分かる。



なぜ米ハイテク株はこれほど脆弱になったのか。週末に読んだアメリカの関連記事などを参考にすると、考えられるのは次のような理由である。

1. もともとこれらの株式はPERなどから見て「期待」がなければ割高だった。期待が剥げた段階で、より現実的な水準に戻っておかしくない
2. 今年の場合は、業績の下方修正を発表した企業に著名な会社が多く、これが市場の関心を集めて、集中的な売りに繋がった
3. 著名企業の業績悪化の背景が企業特殊要因ではなく、ユーロ安、原油高といった

経済全体に波及するものであり、個々の企業の業績悪化予想が市場全体を引っ張る構造が出来ていた

4. 今年春から市場は「売り」で成功体験を積み重ねており、証券会社も「売り」で市場に入ることを顧客に薦めていることから、市場が弱材料に飛びついた

この他に、「アメリカの PC 市場などは既に飽和状態とも言える」(インターナショナル・ヘラルド・トリビューン)という説も紹介されていたし、先週金曜日に発表された米 9 月の雇用統計が失業率 3.9%と事前予想の 4.1%を下回り、非農業部門の就業者数は 25 万 2000 人増と二ヶ月連続の減少(国勢調査終了に伴う特殊要因などが背景)から回復して、「アメリカ経済は懸念されたほど弱くない」という見方が強まったことが、逆に「FRB は当分利下げしないということだ」というネガティブな見方に変わったことを指摘する向きもあった。

過去のニューヨーク株式市場の歴史を見ると、現在のハイテク産業のような厳しい競争状況に置かれている業種の企業株価に、市場が現在のような高いバリュエーションを与えることは希だという。例えばウォール・ストリート・ジャーナルで見ると、ヤフーの株価は PER で 353.26 に達している。シスコ・システムズも 149.13 倍。こうした株価は、「競争」に晒されると価格調整を受けてもおかしくないということである。

事実、米ハイテク産業の寵児とされていたインテルの株価は、AMD、トランスメタといった競合相手が出てきた段階で株価は調整を受けて、現在の PER は 29.69 倍まで下がってきている。アメリカの株式市場では一般的に企業の株価水準は PER で見て 25 倍が上限と見られている。ハイテク株の多くは、「期待」の中でこのレベルを大きく上回ってきた。

既に「調整」は終えたと思える株価もある。アップルの株価は最近では 22 ドル前後で推移しているが、PER は 10.98 に過ぎない。同社株価は企業自体が危うくならなければ、もうこれ以上あまり下げ余地がない状況である。月曜日のニューヨーク株式市場では、PER 31.88 倍だったマイクロソフト株なども売られている。

米マスコミの中でも、ハイテク企業、同産業の株価の先行きに警鐘を鳴らす記事が増えている。代表例は今までニュー・エコノミーの推奨という意味では先頭を走っていたビジネス・ウィーク誌で、これはあとで取り上げる。実際の所、米ハイテク産業で行き詰まりの実例が増えており、筆者には異論があるが、米有力誌・紙にこうした見方が載る背景は把握して置いた方が良い。(記事とその内容に関する筆者の見方は最後の添付)

《 impact on oil prices 》

中東情勢も緊迫の度合いを深めている。週明け月曜日のニューヨーク市場では、原油価格はニューヨーク・マーカンタイル取引所の 11 月きりで 1 ドル、3%近く上昇して 31.86%となった。

月曜日の市場では、レバノンのゲリラ・グループであるヘズボラに捕捉されている三人

のイスラエル兵に関して、イスラエルがその責任をレバノンとシリアにかぶせて行動を起こすなら、サウジアラビア、他のアラブ諸国も行動を起こすとの姿勢をサウジが明確にしたことから上昇した。アラブ対イスラエルの対決姿勢はエスカレートする可能性がある。

今のところ中東からの石油搬出に支障が出ているとの報道はない。しかし、紛争がエスカレートすれば、中東からの原油輸出に支障が出たり、アラブ諸国が禁輸の措置を執ることもあり得る。当面はクリントン大統領を中心とする和平の動き次第である。

月曜日の場合は、在庫減少が懸念されている米北東部が平年より大幅に寒くなり、今年の冬が厳冬になるという見通しが必要となった。北米の天候がどう展開するかは不明だが、もう一方の中東情勢は緊迫度を強めている。バラク首相はエレサレムの分割統治まで認める姿勢を示していただけに、パレスチナ住民の暴動にはいたく憤慨していると言われる。一方のアラファト議長も、いまここで来たら安易な妥協は許されない。

アメリカが調停に乗り出しているが、今までの和平のプロセスが全面的に崩壊する可能性も指摘されており、今後中東情勢がどう展開するかは不明である。アメリカ、欧州が備蓄放出の構えを崩していないこと、アラブ側も「石油」を武器にした戦いをパレスチナと組む構えは今のところみせないことなどから直ちに石油価格の高騰と言うことはないと思えるが、それでも今後の展開が読めないだけに不安である。

今週の主な予定は以下の通りです。

10月10日(火)	日銀支店長会議 9月卸売り物価 8月機械受注
10月11日(水)	米大統領選候補第2回討論会 米8月卸売り在庫
10月12日(木)	9月貸出・資金吸収 ジャパンネット銀行開業 朱・中国首相来日 米9月輸出入物価 米9月アトランタ連銀指数
10月13日(金)	9月マネーサプライ 日銀金融政策決定会合 米9月生産者物価 米9月小売売上高 米10月消費者信頼感指数

《 have a nice shortened week 》

3連休は土日は天気が良かったが、月曜日は雨。なにを選んだのか、その雨の月曜日に

外に出て体操をしていましたが、秋ですね。栗が落ち、ついでに落ち葉も落ちていて、雨が降っていたことから夕方は寒かった。

ところで、埼玉県のと野市の「さいたまアリーナ」に今週末開館した「ジョン・レノン・ミュージアム」は、いつか行ってみたいところです。リバプールでも、ロンドンでも、東京でもなくてなぜ埼玉に建てたかに関する小野洋子さんの発言は、「だって、埼玉が世界的に有名になって面白いでしょ……」というものだった。

私も実物は見ていないので行ってみなければ分からないのですが、この博物館は行く価値がありそう。ニューヨークに住んでいたときはその大部分の期間は、ブロードウエーの63丁目の30リンカーンプラザにいました。1978年に出来たアパートで、その隣にあるワン・リンカーンプラザとは姉妹ビルだったと思う。リンカーンセンターのすぐ近くです。

ジョン・レノンと小野洋子が住んでいたダコタハウスは同じセントラルパーク・ウエストの並び。確か76丁目だったと思う。行ったことはなかったのですが、近くに住んでいるというのは知っていた。そしてジョン・レノンが凶弾に倒れたのは、1980年の12月の、確か8日でした。

あれは午後の10時30分ぐらいだったと思う。ニュース・チッカーに「ジョン・レノンが撃たれた……」と出た。その時は死亡したとは出ていなかった。で、帰国直前でまた飲み会に行き、そのことは忘れて午前1時過ぎにタクシーに乗って家にと途中で、運転手が「おまえは知っているか……」と問いかけてきた。それから長い文章を書いたのを覚えています。

(付録)

先週の「ビジネス・ウィーク」は「The Next Downturn」(次の景気後退)と言う特集を組んでいた。副題は、「Will A New Economy Bust Follow The New Economy Boom?」「ニュー・エコノミー：ブームのあとの破裂を来るか」という特集。インテルにしるアップルにしる、株価が短期間に大幅に下げるといふ今のアメリカの株式市場を見ていると、「何の信号を出しているのだろうか」とい印象を持つのは筆者だけではないでしょうが、この記事はこの問題を考える上で参考になる。

今回の「ビジネス・ウィーク」は、単純には論を進めていない。「論争」とか「対論」という形。同誌の最高経済エディターである Michael Mandel とその同僚エディター(ファレルとその他複数)を対峙させている。

マンデルは最近「The Coming Internet Depression」という本を書いたが、彼のこの記事での主張は、本での主要論点を並べたもの。今までビジネス・ウィークは「NEW ECONOMY」の旗振り役だった。しかしその雑誌の経済ニュース・分析カバーの一番の責任者が、時間

の経過はむろんあったが、その従来からの主張と反対の意見を言い始めた。そこで、ビジネス・ウィークとしてはNEW ECONOMYの持続を論じる二本の論文（THE OUTLOOK FOR TECH, slower growth but still strong と THE CASE FOR OPTIMISM）を用意し、その間にマンデルの悲観論を入れた。

最初の論文（THE OUTLOOK FOR TECH）は、「The Short Answer: No」に端的に示されているように、インテルの株価急落をもたらしたようなニュースは、ハイテク産業全体を幅広く覆うような後退をもたらすものではない、と結論を提示した後、この業界が全体としてみればいかに健全で、成長性に富み、そして成長の初期段階にいるかを論じている。「競争は厳しい。次にリセッションが起きても企業はハイテク投資だけは続ける．．．」としている。特集全体から見ると、これはイントロ記事です。

興味深いのは、二番目のマンデルの論文（The Next Downturn）とそれへの直接的反論としての楽観論の薦め（The Case For Optimism）です。マンデルはこう主張する。

1. ニュー・エコノミーとは技術革命以上に金融革命であって、であるが故に今日の経済は大部分の人が予想した以上に激しい変動を示している
2. 住宅と自動車に支配されたオールド・エコノミーの景気循環は、テクノロジーと金融を駆動力とするニュー・エコノミー型の循環に取って代わられつつある
3. ここ数年のテク・サイクルは上げで、投資は急増し、急速な技術革新が起きた。しかし間違いなくテク・サイクルの下げは来るし、そうなれば投資は伸びず、技術革新は停滞し、株価は急落して、一番打撃を受けるのはニュー・エコノミーで働く労働者、企業、それにそれらの企業の株価になるだろう
4. ニュー・エコノミーにとってテクノロジーがエンジンだとすれば、金融は燃料だった。過去10年間にベンチャー・キャピタルの年間投資資金の規模は、約50億ドルから1000億ドルに増加した。シスコ、ネットスケープ、アマゾンなどなどの会社が急成長できたのは、こうした資金のおかげである
5. この技術と金融のマッチが技術革新のペースを早め、生産性の向上を可能にし、インフレを抑制し、投資を促進した
6. しかしニュー・エコノミーは新しい問題を生んでいる。次の景気後退が来て株価が下がれば、90年代の好循環（virtuous cycle）は逆の流れとなってベンチャーに流れ込む資金は減少し、「技術革新の停滞」「新しい競争者の出現の困難化」「生産性の伸びの低下」「それと新規企業の設立減少でインフレの発生」「FRBの利上げ」で株価は一段と低迷する

7. FRB が果敢な利下げをすれば影響は軽微かつ短期的なものになるが、今でもニュー・エコノミーに対する政策担当者の見方は分かっているくらいで、機敏な対応が出来ない可能性は無視できない
8. そうなれば、インターネットに象徴されるアメリカのハイテク・ブームをもたらした「リスク・キャピタル」の前例のない急増は止まり、新興企業には資金が回らなくなる。「リスク・キャピタル」は本来景気や株式市場の動きに非常に敏感であり、この二つが悪いときには動きが鈍くなる。87年（ブラック・マンデーがあった）から90年にかけては、ベンチャー・キャピタルはそれ以前より50%も減少した
9. そうなれば、アメリカ経済の生産性の伸びは鈍化し、設備投資は減少し、インフレは昂進して失業率は上昇し、株式市場は急落しよう
10. オールド・エコノミーが自動車だとしたら、ニュー・エコノミーは飛行機である。自動車の場合は予期せざる出来事が起きた場合には、自然で正しい対応はブレーキを踏むことだが、飛行機の場合は浮遊を続けるためにも一定の飛行速度が必要であり、同じようにニュー・エコノミーでは技術革新の為のハイリスク投資が価値あるものであるためには、高い成長が必要である

彼が主張するニュー・エコノミー減速の際の正しい処方箋は「敏速でかつ果敢な利下げ」ということで、例えば財政措置の発動などはこの雑誌の記事の中では（本にはあるかもしれませんが）指摘していない。

これに真っ向から反論しているのが、その直後にあるクリストファー・ファレルの「The Case For Optimism」である。彼はこう言う

1. マンデルの経済と政策不適合のシナリオは、最悪のケースを並べたものだ。アメリカ史上最長の景気拡大がいつ終わりを迎え、コンピューターに対する企業の投資が減退し、ベンチャー・キャピタリストの魔力が衰えるのは確かだ。しかし「インターネット大不況」とは何事ぞ
2. 彼はハイテク経済のなかでは高い成長でもインフレが抑制されることを正しく認識している。それにも関わらず彼は、ハイテク投資が急減し、ベンチャー・キャピタルが枯渇し、米経済が鈍化するとインフレが急上昇すると主張する。彼の暗いシナリオのポイントになる部分である。新たな技術革新の脅威にさらされなくなった企業は、価格を上げるといふのだ。恐れをなしたFRBは利上げをし、経済は一層停滞し、株価は急落するとの説だ。
3. しかし、高い経済の成長が物価安定の牽引車だったからといって、景気後退がイン

フレ的とは限らない。需要の減退は物価に下方圧力になるし、今ではグローバルな競争も物価押し下げ圧力になる。ネットを利用した効率化を求める動きは、景気後退が起きても続き、テクノロジーに対する投資は削減の対象としては最後まで残る

4. 20年代、30年代の自らの政策対応の遅れ、そして直近では80年代、90年代の日本金融当局の失敗を見ている米金融当局は、経済の「アルガメドン」を回避する準備は出来ている
5. ニュー・エコノミーは、94年のメキシコ危機、97年からのアジア経済危機、今年3月からの Nasdaq の40%下げなど定期的におきる危機を凌いで、その抵抗力のあるところを示してきた。ニュー・エコノミーがこうした危機を乗り越える能力の源は、その効率性 (efficiency) と柔軟性 (flexibility) にある
6. 資金の動きはマンデルが主張するより賢い。多くのエコノミストは株式市場のバブルの崩壊はオールドとニューの両方の経済を後退に導くと主張している。しかし、今年これまでにブルームバーグのインターネット株価指数は36%下げたし、多くの新興企業従業員のストック・オプションは無価値になったが、だからといって経済の大混乱が起きたわけではない。バイオテックには依然として資金がたぎ込まれている
7. 今の技術革新 (technological revolution) は依然揺籃期にあり、いくつかの大きな進歩がこれから形を取ろうとしている。双方向テレビ、ネット利用の医療 (e-health)、グローバルなワイヤレスのインターネットなどである。日本では携帯電話を利用したネットビジネス (i-mode ビジネスの事) が花開いている
8. 経済が大混乱に陥るといふ話には魅力的なところがある。しかし今のアメリカの強気市場はバブルではない。投資家は賢明にも一部銘柄の株価を押し下げ、軟着陸のルートを探っている。「パーフェクト・ストーム」に吐き気をもよおすのは勝手だが、あなたのポートフォリオに同じ事が起きるとは考えない方がよい

この記事に対する私の印象をいくつか記すと、以下の通りです。

1. 雑誌としてはニュー・エコノミーの旗手だったビジネス・ウィークにこうした論争が登場し始めたと言うことは、アメリカの投資家の心理を少なくとも短期的に変えるだろう。ハイテク株の上値の重い、下値抵抗力のない動きはそうしたムードを受けたものかもしれない。特に同誌がハイテク株危機、ハイテク景気危機に対する処方箋として「利下げ」を挙げたことは、米国で「利下げ期待」を強まることを意味する (3日のFOMCはバイアスをインフレ警戒に置いてこの期待を裏切った)

2. マンデルの議論はかなり粗いし、かつてインターネットの旗手だった人間が90年代の半ば頃に「インターネットは便所の落書き」と喝破して話題を集めたものの、全く先行きを間違えていたのと同じ様な趣がある。技術がエンジン、金融が燃料というのはなかなか良い表現だが、彼も指摘しているとおり今はハイテクがレグテク（普通の技術）になる過程であって、ファレルが言うよう投資が急激に落ちると言うことはないだろうし、劇的でないにしても technological innovation は今後も続くと考えられる
3. しかし、期待先行だった市場が technological innovation のペース鈍化にいたく失望することはあるし、株価が上げ続けた時のようなベンチャー・キャピタルの活況は確かに落ちるだろう。この期待と現実のギャップが大きければ、株価が調整することはあるし、事実インテルの株価、アップルの株価などを見ていると調整は起きていると思う
4. 「資金はもっと賢い」というファレルの議論には賛成できる面と同意出来ない面がある。ニューヨークの株式市場の動きを見ると資金には「new old」への動きが見える。経済全体が「click and mortar」(new と old の融合) でなければならぬとしたら、今までクリック・サイドにあった資金がモルタル・サイドに戻るのは自然であり、資金は賢く動いていると言える。しかし、資金の動きが常に賢いとも言い切れず、時に狼狽が起き、それが事実を作り、それが経済環境を規定することもある
5. ファレルの議論で足りないのは「ドル」の視点である。アメリカ経済にとって本当にリスクなのは株式市場ではなくてドル、「ドルの急落」なのではないか。その点への言及がないのは、極めて残念である。株が落ち、景気が悪くなり始めた段階でドルが急落した場合、FRB が取りうる政策余地は極めて小さい

《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》