

操作の一環をなすものであるが、今度の協定にはとくに、英国がこれによって取得したドル残高で米国からの金買入れを行なわない旨の了解が付属していると伝えられる。英国がかかる了解を与えたのはこれがはじめてのことであるが、さらに同様の協定が他国との間にも進められていると伝えられ、その限度は各協定国の国内通貨量の1%程度と一部では推測されている。もしかかるとすれば、これに基づく米国の外貨保有限度は15億ドル近くに達し、国際協力に基づく国際通貨体制はこれによって飛躍的な前進を示すことになる。前記のローザ演説は、かかる可能性をも暗示するものとして、その反響はさきわめて注目すべきものがある。

ジロン演説とわが国への影響

「ニューヨーク市場における諸外国の外債発行は、最近著しい増加を示している(注)。米国市場でのかかる大量の外債発行は、米国の国際収支上、重大な関心事となりつつある。このうち西欧諸国による起債は近年依然として増加傾向にあるが、これは単に米国の金利が西欧に比して低いという理由によるものではなく、西欧諸国の起債市場が十分整備されておらず、国外はもとより国内の資金需要に対しても有効に応じられない状態にあるためである。最近ニューヨークにおける欧州石炭鉄鋼共同体(E.C.S.C.)の25百万ドルの起債はその一例であるが、かかる起債はニューヨーク市場を利用すべき低開発国の起債をも締め出す結果となる。西欧諸国が現在のような繁栄の域に達し、巨額の貯蓄を擁しながらも、なおかつこのような状態にあることははなはだ遺憾である。西欧諸国は国内市場を整備して過度のニューヨーク市場依存を是正するとともに、現在の為替制限をすみやかに緩和して、国内市場を広く諸外国に対して開放すべきであろう」。

(注) ビジネス・ウィーク誌によれば、本年1～4月間の起債総額は335百万ドル(昨年同期51百万ドル)さらに5月中に予定される起債が約100百万ドルに達すると予想される。

以上のジロン演説は、従来西欧向け投資をむしろ奨励する方向にあった米国が、国際収支の現状

にかんがみてその態度を決定的に変更するに至ったことを示すものであり、近年続けられてきた低開発国向援助、防衛費の肩替わりを西欧諸国に求める説得、最近提案された対外投資優遇措置の削減法案(従来海外支店、子会社などの収益は、それが本国に回収されるまで法人税の課税対象とならない扱いであったのを改める)、など一連の動きと軌を一にするものである。この方針に基づき、大統領が新たに任命した産業諮問会議(Business Advisory Council)の小委員会は、諸外国の対米起債を必要最少限度に押える措置を検討中と伝えられる。

ジロン演説は、現在自国内における外債発行にとくに厳格な態度をとっている英国、フランス、スイスの3国を暗に目標としたものとみられており、わが国などをとくに意識したものではないと解せられる。しかし近年わが国の海外起債の急激な増大が各国で問題視されていることから、ジロン演説に示された米国政府の新方針は、引受業者に対する道徳的圧力その他の方法となって、わが国にとってもかなりの影響を与え、さらに進んではわが国の起債市場の現状に対しても各種の批判を招く可能性があることを、われわれとしてはとくに注意すべきであろう。

米国株式の下落とその背景

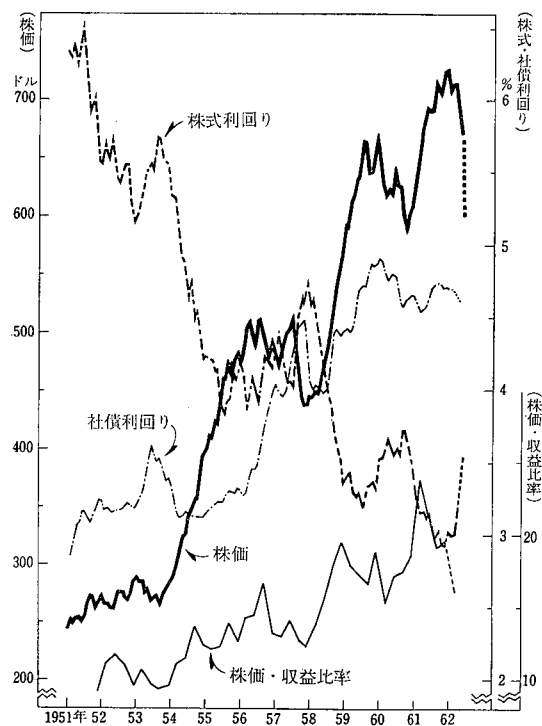
5月28日ニューヨーク株式市場には売物殺到し、ダウ工業株30種平均指数は34.95ドルの激落を生じ576ドルへ落ち込んだ。これは1日の下落幅としてはかつて大恐慌の序幕となった1929年10月28日(38.33ドル下落)以来の大暴落であったところから、市場を激しい混乱におとし入れたが、西欧諸国株式市場も翌29日これに追随していっせいに激落し、世界の注目をひいた。もっとも今次の暴落は突如生じたものではなく、ニューヨーク株式市場はすでに昨年12月中旬に734ドルの新高値を示してから以降下落傾向に転じており、とく

に4月下旬ごろから落勢は強まり、暴落の前日までに高値から123ドル、約16%低落していた。したがって今回の暴落は単にそれまでの下落傾向に拍車をかけたにすぎず、とくに新たな要因が加わったために生じたわけではない。暴落のきっかけになったのは、むしろ相場が下落過程にはいった市場でよく生じがちな内部的諸要因であった。たとえば昨年中に株式信用残高が著増していたが、株価の落勢が顕著になるとともに増し担保の必要が多額に上り、このため手持株の売却がふえ、これが一般的ないや気投げと相まって相場下落を促進し、さらにくろうと筋による売り操作も加わって下落は急歩調となり、最後に大衆による大量のろうばい売りを生じたことが暴落の直接原因とみられている。

しかし昨年末以降の株価下落傾向は決して偶然ないし一時的な諸事情から生じたわけではなく、その背後に必然的な諸要因を包蔵していたと考えられる。いま戦後の米国株価の推移をふり返ると、第2次大戦直後株価は比較的低水準にあったが、その後各景気上昇期ごとに大幅の騰貴を示し、1954～57年における騰貴によって株価の上昇はほぼ限界に達していたとみられる(この間株式利回りは5～6%台から4%前後にまで下落して一般金利水準との開きはほぼ消滅し、株価収益比率も9から一応適正とみられる15にまで上昇した)。しかるに株価はさらに1958～59年に54%、1961年中に24%と顕著な上昇を重ねた。かかる上昇をささえた心理的要因は二つあった。その第1は、1954～57年の景気上昇期に設備投資のみぞうの盛行と自動車を中心とする耐久消費財ブームにより米国経済は戦後最も力強い繁栄を示現したが、かかる力強い経済拡大が将来も続くものと考えられ、いわゆる成長株の思想が市場に流布されたことである。第2はインフレ・ヘッジの考え方で、1957～58年の景気後退期にも物価が下落せず逆に上昇を続けたことは、今後米国の物価が少なくともマイルド・インフレーションの傾向を続けるであろうとの見方を強くした。このため、戦後

一貫してみられた騰貴が永続するだろうとの単純な幻想を一般大衆に与え、1958年ごろ以降株式市場には未経験な顧客がしだいに大量に流入しはじめた。これに伴って株価もしだいに投機的な動きを示すようになり、とくに高度経済成長政策を標榜するケネディ政権が出現した1961年の景気上昇期には利回りを全く無視した極度の高値を示す「グラマー株」も輩出するに至った。

米国の株価と利回り



- (注) 1. 株価はダウ・ジョーンズ工業株30種平均。
2. 株式利回りはムーディ200種平均。
3. 社債利回りはムーディ120種平均。
4. 株価・収益比率はスタンダード・アンド・プーア社調べ。

このような株価の上昇に対し、経済実体面の動きは前記の期待を全く裏切るような推移を示した。まず経済成長のかぎを握っている設備投資は1957年まで年平均15%内外の増加を示していたのに、同年以降増勢は完全に中絶し、逆に投資総額において同年の水準を連年下回るに至った。また消費支出も需要の一巡と消費者信用の増加が一応の限度に達したことなどの事情から伸び率は鈍化した。さらに企業利潤も1956年以降ほぼ横ばいと

なり、国民所得に占める利潤の割合はしだいに低下してきた。

このように米国経済は1954～57年のブーム以後力強い成長要因をしだいに失いつつあるが、さらに対外面において国際収支の悪化、多額の金流出など困難な事態が生じ、国内均衡の観点に立った成長促進政策の推進を困難ならしめている。

またインフレ問題についてみると、近年の国際物価の安定傾向を反映して米国物価は1958年以降著しく安定するに至った。

かかる経済実体面の動きは、1958年以降における株価の上昇が確実な基礎を欠いていたことを示しており、株価の行き過ぎは早晚訂正を必要とする状況にあったということができよう。株式利回りは1961年下期には3%を割り、社債利回り(4.6～4.7%)とは著しい隔差を生じており、株価収益比率も平均で25近くにまで達していた。ダウ平均株価は12月まで高値を更新し続けたが、すでに機関投資家は上記のような諸事情にかんがみ、昨年下期中に徐々にかなりの持株を処分し、あるいは新規投資を圧縮し、利回りの高い確定利付証券に乗り換えつつあったと伝えられている。

本年年初以降ダウ平均株価はようやく下落傾向に転ずるに至ったが、景気が一時的ながら年初に停滞し、また政府の予測よりも早く明春ごろ景気後退にはいる見通しが強くなったこと、第1四半期の利潤が期待に反して横ばいとなったこと、年初来かなり多量の金流出が続いたこと、銀行預金金利が引き上げられたことなどの諸要因が株価下落を促進した。さらに周知のごとく4月中旬ケネディ大統領が鉄鋼メーカーの建値引上げに反対して強引な介入を行なうや機関投資家の悲観人氣に強い影響を及ぼし、株価の落勢は一段と強まり、ついに大衆のろうばい売りを激化して5月末の急落をもたらしたわけである。

5月28日の暴落後ダウ平均株価は激しいもみ合いを続け、6月21日現在の株価は暴落時を下回る550ドルの底値をつけている。上述のような経済実体面の動きや、株式市場に底流する不安人氣か

らすれば、市況は引き続き弱含みの波瀾模様を続けるものとみられる。

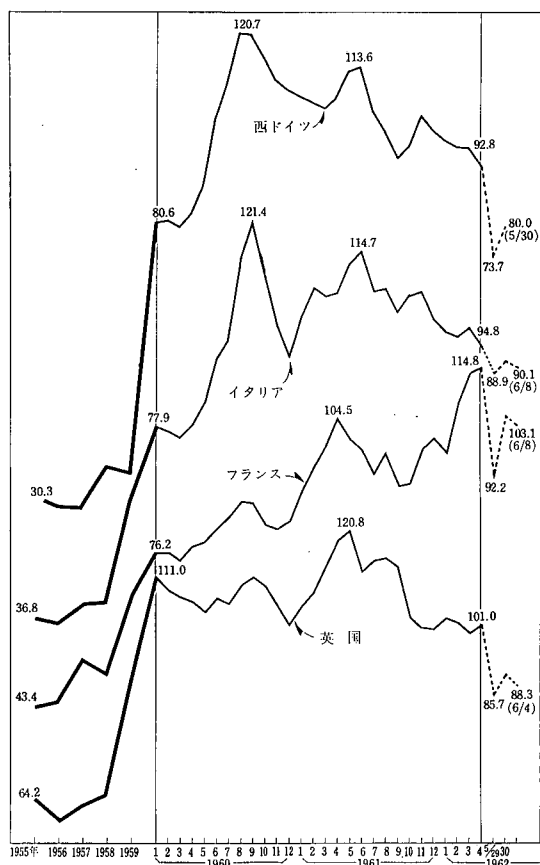
西欧諸国の株式市場はニューヨーク株式の暴落(5%下落)が伝えられるや翌29日これに追随していっせいに暴落を演じた(ロンドン -6%、フランクフルト -6%、パリ -4%、ローマ -3%、その他アムステルダム、ジュネーブなど軒並みに激落)。米国株価の動揺にこのように敏感に反応したのはこれら市場がいずれもすでに下落過程にあり、不安定な状況のもとにおかれていたからである。西欧諸国の株価は米国とはほぼ同様な理由でおおむね1958年ごろから急激な上昇過程をたどり、西ドイツなどについては通貨価値の切上げをめぐる思惑的な外国資本が株式市場に流入したためいっそう投機的な上昇を示した。このため1960年から61年にかけてのピーク時には株式利回りは2%を割る国(西ドイツ、フランス)も生じたが、かかる株価の異常な高水準が永続するはずはなく、おおむね昨年半ばごろ以降下落過程に転じていた。市況の軟化をもたらした要因としては、まず一般的には昨年からのしだいに目立ちはじめた景気の伸び悩み傾向や、賃金コストの上昇と企業利潤の圧縮傾向が大きい、さらに個別的にはベルリン危機に伴う外国資本の西ドイツ株式市場からの流出、英国におけるポンド危機と爾後における引締め政策の実施、イタリアにおける今春の中道左派内閣の成立と電力など国有化問題などの諸事情がこれに加わった。こうして今回の暴落を招く直前の各国株価はいずれもピーク時から大幅の下落を示していた(英国25%、西ドイツ39%、フランス15%、イタリア30%)。しかもなお利回りからみれば、株価水準はさらに訂正下げを要する段階にあったため、米国株式の暴落がきわめて大きな衝撃を西欧市場に与えたわけである。暴落の翌日おおむね各国ともほぼ同じ幅だけ反騰したが、その後6月中旬までに英国、フランスおよびイタリアは再び漸落傾向をたどって暴落時の底値近くまで、あるいは底値を割った水準に落ち込んでおり、西欧全体としては以上のような基本的諸情勢からみて今

後当分弱含みの推移をたどるものとみられる。

なお昨年末以降の米国株式の下落を中心として、ここ数年にわたり世界的にみられた株式ブームは一応終息の段階にはいった感が深い。これらの株価下落は景気情勢の変化やその他の一時的要因による面よりも、従来の株式ブームの背後に存していた基本的諸条件がかなり変化したことによる面が大きいとみられるので、少なくとも今後当分の間ははなばなしい株式ブームの再現の可能性は少なくなったものと考えられる。

欧州株式市場の推移

(1961年12月31日=100)



東南アジア諸国の外貨事情

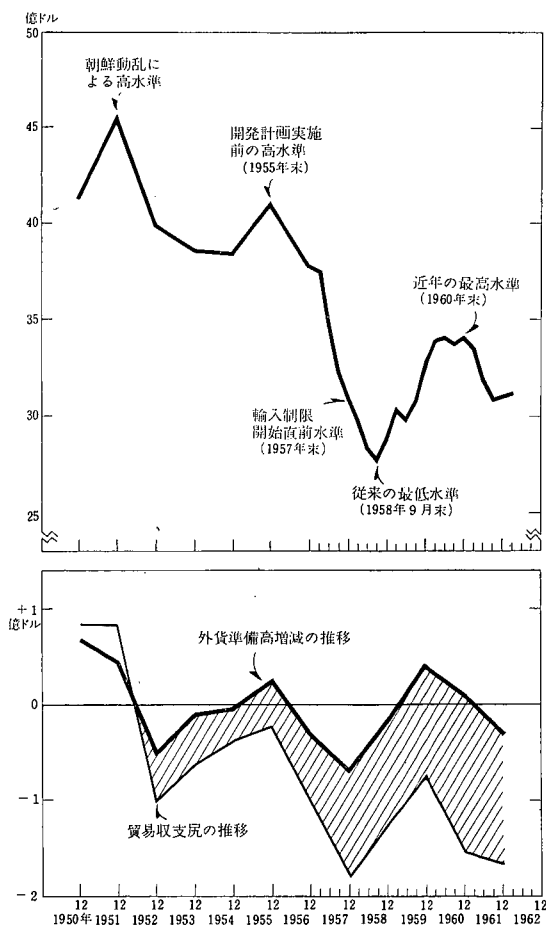
東南アジア諸国の外貨準備高は、このところ再

び悪化の傾向をたどって従来の最低水準に近づいている。しかもこれまで高水準の輸入をささえてきた海外援助についても、先進国の態度がかなりきびしくなってきたので、これら東南アジア諸国の今後の輸入力が注目されている。

低水準にある外貨準備

東南アジア主要11か国の外貨準備高(政府および中央銀行保有の金・外貨)は(第1表およびグラフ参照)、3月末には31億ドルと1960年末(34億ドル、近年のピーク)以来1年あまりの間に1割(3億ドル)方の減少をみせている。本年にはいってからは12百万ドルの外貨増となっているが、これもI

外貨準備高の推移とその増減要因



- (注) 1. 斜線部分は、資本収支・移転収支・貿易外収支の流入(援助、民間外資、賠償など)超額を示す。
2. 南ベトナムの外貨準備は1955年12月末(125百万ドル)以降加算。