

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1412号 1998年02月13日(金)

〈 in a sharp contrast 〉

ニューヨークの株価が史上最高値を3日連続更新するなどアメリカ経済に明るい話題が多かったのに対して、日本の景気の先行きを懸念せざるを得ない状況が強まった一週間でした。日本の場合、アジア経済危機や経常黒字の急激な拡大による摩擦懸念から輸出の伸びがあまり期待できない中で、消費者心理の冷え込みによる消費の低迷傾向に拍車がかかっており、今後景気後退に陥る危険性も出てきたと言える。

アメリカ経済の順調さを端的に示したのは株価です。週の半ばにダウ工業株30種平均で8300ドルの大台に初めて乗って、その後も堅調に推移している。ダウ以外の株価指数、例えばSP500などはそれ以前から史上最高値を更新しており、裾野の広い株価上昇だと言うことが分かる。ダウの木曜日の引けは8369.60ドル。ニューヨークの株価好調の背景は列挙すると次の通りです。

1. 懸念されたアジアの金融危機が一段落し、各国の株価や通貨も全般に回復基調であることから、懸念材料の一つがなくなりつつあること(ただし木曜日のアジア株全般の下げは、同日のニューヨーク株価反落を誘発)
2. アメリカ経済の「インフレなき穏やかな景気拡大」への市場の確信が強まっている
3. 落ちてくると思われていた米企業の業績が高い水準を維持している
4. 企業の自社株買いが続いている(木曜日にはモルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターが発表)

経済全般の好調さは様々な統計に現れています。木曜日に発表になった今年1月の小売売上高は、予想の「0.3%増」に対して「0.1%増」の比較的低い伸びでしたが、これはむしろその伸びの穏やかさが好感されていた。

今週の月曜日でしたか、先週発表のアメリカの雇用統計(1月分全文)に目を通して、いくつかの点に気が付きました。まず、アメリカでは実に人口の64.2%の人が雇用されて働いているという現実。これは老人や子供やそもそも働く意志の全くない人が社会の半分くらいいるのが普通の世界では極めて稀なことです。内訳は、

Civilian Labor Force	1 億 3 7 4 9 3 0 0 0 人
Employment	1 億 3 1 0 8 3 0 0 0 人
Unemployment	6 4 0 9 0 0 0 人
Not in labor force	6 6 7 5 4 0 0 0 人

「Civilian Labor Force」と「Not in labor force」の合計は2億423万8000人で、雇用統計が捕捉しているアメリカの人口と考えることができる。その総人口に対して、雇用（Employment）されている人の割合（Employment To Population Ratio といいます）を計算すると、64.18%。女性のかなりの部分が LABOR FORCE になっていることが分かる。

重要なのは、働く意欲のある人が多いのにアメリカ経済がその人達に職を提供できているという点。1月の失業率は4.7%で20数年ぶりの低水準。アメリカ経済が実に幅広い人々に職を提供できているのは、昨年12月に比べても黒人の失業率が9.9%から9.3%に、ヒスパニックの失業率が7.5%から6.9%に低下していることで分かる。成人男子やティーンエイジャーの失業率も前者が4.1%から3.8%に、後者が14.3%から14.1%に低下している。

次に気付いたこと、1月から発表されるようになった「educational attainment」による失業率格差。この点に関して労働省の press release は次のように指摘している。

Among the major educational attainment categories, the jobless rate for persons 25 years and over who had not completed high school (7.2 percent) continued its year-long decline. Rates for those with higher levels of educational attainment--including high school graduates with no college experience (3.9 percent), high school graduates with some college experience but no bachelor's degree (3.2 percent), and college graduates (1.9 percent)--were essentially unchanged over the month.

1. 25才以上で高校を終了していない人間の失業率は7.2%
2. 高卒の資格を持つが大学で勉強した経験のない人間の失業率は3.9%
3. 高卒から大学で学んだものの、学士号のない人間の失業率は3.2%
4. 学士号を持つ人間の失業率は1.9%

ということである。学士号を持つ人間であれば、アメリカでは失業率は「100人に2人」より少ないということだ。日本では大学卒業者でも自分の次の職に不安になり、実際に失業が生じているのと対照的。

《 shrinking Japanese economy 》

少し話が脱線するが、この一連の数字はアメリカでも「職に就けるかどうか」というのが非常に密接に「学歴」と関連しているのが分かる。「アメリカは実力主義の社会」という見方を必ずしも覆すものではありませんが、現実には「教育のレベルと職確保」が極めて密接に関連している。当然ですが、「教育」も「実力」のうち、という訳です。アメリカがブッシュ政権を手始めに、次のクリントン政権（ライシュを先頭に）に引き継いで「教育」を大きな国家目標に掲げている理由がここにある。技術や経済環境の変化の大きな時代には、「教育」が極めて重要なのです。むしろ「教育」の中身を問わなくてはなりません。

また人口比に対する就業者の割合が64.2%にまで達しているということは、テクノロジーの変化や進歩が勤労者の職を奪ってしまう、だからテクノロジーの進歩には抵抗しなければならないというラダイト的な考え方はやはり間違っていることを示している。アメリカは今の先進諸国の中では一番コンピュータライゼーションが進んでいる。にも関わらず、職は著しく増えている。

テクノロジーに押されて無くなる職もある。しかし、経済が活発であれば、また生まれてくる職も多い。だからテクノロジーや経済環境の大きな変化の中でも、適切に対処（教育や新技術の取得、雇用の流動化）をすれば労働者はいくらかでも職を見つけられる。経済に活力があれば、人々の欲求も高まるし、有効活用できるお金も増えて、それが好循環を生むということです。ただただ「公共事業をやれば良い」という単純な発想ではなく、経済の活力を生む措置が必要だということです。

これに対して、日本の景気は心配な面が増えている。ここに来て目立っているのは個人消費の落ち込み。パソコンの売れ行きは windows 98 の発売を控えて低迷気味、自動車も全体的には売れていない。また、官庁や民間企業を巡る一連の事件から外食や消費を押さえようという風潮が見える。今回の一連の事件が短期的に消費行動に与える影響は、かなり大きなものになりそうである。タクシーの運転手に聞く限りでは、この業界の車稼働率も著しく下がっているし、夜の町も人影は多くない。

不動産も不調である。木曜日に不動産経済研究所が発表した1月の首都圏と近畿圏のマンション市場動向によると、同月は両都市圏とも月間契約率が好不調の目安になる70%を割ったという。首都圏の70%割れは2年8ヶ月ぶり。近畿圏は95年4月に次ぐ低い水準。消費者が大きな支出につながる不動産の購入を手控えているのが分かる。

1月の首都圏の新規発売マンション契約率は前年同月比8.8ポイント減の62.0%、近畿圏は同16.8ポイント減の53.9%。首都圏の月間契約率が70%を割り込んだのは95年5月に68.6%を記録して以来。近畿圏では95年4月の53.6%に次ぐ水準だった。

輸出は今まで日本経済を支える一つの大きな柱で今でも好調だが、今後は徐々にアジア

経済の混乱の影響や、円安が一段落してむしろ円高気味に推移していること、またアメリカを中心に日本の輸出急増への警戒感が出ていることから、今後も今までのペースで輸出を伸ばせると判断できる背景ではない。

つまり景気に柱がなくなっているのである。あとは橋本政権が G7 を控えて国際的な立場から、また政権維持の必要性からどの程度の景気刺激策をとるかにかかっている。

〈 new high-tech international financial system 〉

日本以外のアジア諸国に関しては情勢はまだ不安定ですが、マーケットの見方はそれまでの総悲観から、明るい面を見る方向に変わってきました。いくつかの市場で株価は大きく上昇し、通貨も全般的に反発基調にある。こうしたアジア情勢に関しては、12日の上院外交委員会でグリーンズパン FED 議長、ルービン財務長官、サマーズ財務副長官などが一連の証言を行っている。

財務省の二人の高官は引き続き日本に関しては「内需振興」を要請しており、うちサマーズ副長官は日本が打ち出した2兆円減税に関しては「控えめすぎる」とコメント。今までにない調子で、日本に内需拡大を要請している。ルービンは、「アメリカは強いドルを支持」とこれまでの基本的な立場を繰り返した。

分析として興味深いのはグリーンズパン議長の証言です。証言そのものは、IMF のアジア支援に反対する意見に対して

1. 東アジアの危機は日本、ラテン・アメリカ、東欧・中部欧州に予想外の打撃を与え、それがアメリカを含むその他の地域に波及する可能性があり、実際にそうした事態が生ずる蓋然性が少なくとも、放置することは良くないと言うのが自分の考えだ
2. 支援がモラル・ハザードにつながるとの意見もあるが、投資家は既に97年6月から今年1月末までにアジア株で7000億ドル以上の損失を被っており、IMF 融資の条件は支援を受ける側にも厳しいものである

などの点を挙げて、IMF 増資へのアメリカの拠出に全面賛成している。グリーンズパン証言の質疑応答の部分はまだ不明ですが、連邦準備制度理事会のサイト (<http://www.bog.frb.fed.us/>) に掲載されている証言の全文はアジア危機を、“**新高度情報国際金融システム**”「**new high-tech international financial system**」が抱え込んだ二度目の危機（最初はメキシコ危機）と分析し、その危機をもたらした要因として以下を挙げている。ちょっと長くなりますが。

1.Leverage

Certainly in Korea, probably in Thailand and Indonesia, and possibly

elsewhere, a high degree of leverage (the ratio of debt to equity) appears to be a place to start. Exceptionally high leverage often is a symptom of excessive risk-taking that leaves financial systems and economies vulnerable to loss of confidence. It is not easy to imagine the cumulative cascading of debt instruments seeking safety in a crisis when assets are heavily funded with equity. The concern is particularly relevant to banks and many other financial intermediaries, whose assets typically are less liquid than their liabilities and so depend on confidence in the payment of liabilities for their continued viability. Moreover, both financial and nonfinancial businesses can employ high leverage to mask inadequate underlying profitability and otherwise have inadequate capital cushions to match their volatile environments.

Excess leverage in nonfinancial business can create problems for lenders including their banks; these problems can, in turn, spread to other borrowers that rely on these lenders. Fortunately, since lending by nonfinancial firms to other businesses is less prevalent than bank lending to other banks, direct contagion is less likely. But the leverage of South Korea's chaebols, because of their size and the pervasive distress, has clearly been an important cause of bank problems with their systemic implications.

2. Interest Rate and Currency Risk

Banks, when confronted with a generally rising yield curve, have a tendency to incur interest rate or liquidity risk by lending long and funding short. This exposes them to shocks, especially those institutions that have low capital-asset ratios. When financial intermediaries, in addition, seek low-cost, unhedged, foreign currency funding, the dangers of depositor runs, following a fall in the domestic currency, escalate.

3. Weak Banking Systems

Banks play a crucial role in the financial market infrastructure. When they are undercapitalized, have lax lending standards, and are subjected to weak supervision and regulation, they become a source

of systemic risk both domestically and internationally. Lack of a cadre of loan officers who have experience in judging lending risk can produce debilitating losses even when lending is not directed by government inducement, or the need to support members of an associated group of companies. Experienced bank supervision and regulation cannot fully substitute for poor lending procedures, but presumably it could encourage better practice. But apparently even that has been lacking in many emerging economies.

4. Interbank Funding, Especially in Foreign Currencies

Despite its importance for distributing savings to their most valued use, short-term interbank funding, especially cross border, may turn out to be the Achilles' heel of an international financial system that is subject to wide variations in financial confidence. This phenomenon, which is all too common in our domestic experience, may be particularly dangerous in an international setting.

5. Moral Hazard

The expectation that monetary authorities or international financial institutions will come to the rescue of failing financial systems and unsound investments has clearly engendered a significant element of moral hazard and excessive risk-taking. The dividing line between public and private liabilities, too often, becomes blurred.

6. Weak Central Banks

To effectively support a stable currency, central banks need to be independent, meaning that their monetary policy decisions are not subject to the dictates of political authorities. In East Asia, as in many other areas, the central bank was not in a position to resist political pressures focused on the short run.

7. Securities Markets

Recent adverse banking experiences have emphasized the problems that can arise if banks are almost the sole source of intermediation. Their breakdown induces a sharp weakening in economic growth. A wider range of nonbank institutions, including viable debt and

equity markets, are important safeguards of economic activity when banking fails.

8. Inadequate Legal Structures

Finally, an effective competitive market system requires a rule of law that severely delimits government's arbitrary intrusion into commercial disputes.

グリーンSPAN議長は最後にアジア経済の先行きに関しては、

「In closing, I should like to stress that the significant degree of volatility that continues to exist in Asian markets indicates exceptionally high levels of uncertainty, bordering on panic. It is not reasonable to expect that the substantial investments needed to implement meaningful structural reforms can proceed very far until we observe a simmering down of frenetic changes in asset prices and exchange rates.

That is likely to result only when stability of banking and financial systems generally is achieved. The failure of the fragile banking systems of East Asia to hold steady as financial pressures increased was a defining element in the developing crisis. The stabilization of those banking systems is crucial, if confidence, that has been so thoroughly undercut in this most debilitating crisis, is to be restored. 」

と述べて、パニックと紙一重の不安定感は依然として残っていると警戒感を示し、アジア経済の回復のためには銀行、金融システムの安定がカギであると結んでいる。

〈 have a nice week 〉

今朝は暖かい。なにやら3月中旬の陽気とか。長野のオリンピック会場の雪が溶けないか心配になります。日本は予定した「金2個」がもう取れて、大会関係者はほっとしていることでしょう。もっとも、オリンピック直前のアメリカのスポーツ誌「Sports Illustrated」の予想は「金5個」でしたから、まだそれには届かない。まだいくつかチャンスはありそうです。

「日本人が金を取った瞬間や、それに関連する記事を読んだら涙が出てきた」という人が多い。小生もそうです。これまでに金を取った二人の日本人選手の場合、「ともに父親

を失っている」という共通項があるのでそのからみもあるのですが…。相手が日本人の方が、われわれ日本人は「感情移入」しやすくなるんでしょうね。外国人の場合も、その人の経歴とか過去の努力を知っている場合は、「感情移入」が起きる。

一つ、つい涙が出てしまう映画を紹介しましょう。「**The Pittfire Grill**」、日本語の題名で「**この森で、天使はバスを降りた**」。Independent が制作していて、ハリウッド臭さがない。あの、無分別に人間を類別するような。アメリカも、「億」の人間に見せなくてよいとなれば良い映画が作れるのです。

小さな、がある意味では平和な町、そこに来た過去のある女性。そこから起きる町や登場人物にとっての変化や事件。誰がことさら悪いというわけではない。しかし人間誰しもが持つしばしば悪気のない偏狭さや、排他的な気持ち。そしてその集団的な力。心に傷を持つ人々の物語と、悲しい結末。多分人間は、大部分のケースにおいて良くも悪くもなく、時に邪悪に、時に無邪気に生きている存在なんでしょう。それがそのまま映画になっている。ハリウッドの映画は役者に役割を与えすぎる。「**この森で、天使はバスを降りた**」は日比谷シャンテで20日まで。

それでは、皆様には良い週末をお過ごし下さい。

<http://www2.gol.com/users/ycaster/>