

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1517号 1999年11月15日(月)

《 more Goldilocks picture 》

16日のFOMCを控えて、アメリカ経済は一段と「Goldilocks Economy」(前回のレポートを参照 <http://www.signwriting.org/sw177.html>)の様相を強めています。これを受けて、株価も大きく上昇。NASDAQは、過去11日間で10日目の高値更新となった。「Goldilocks Economy」とはつまり「インフレを引き起こさない高成長」。その強気見通しを誘う最新の統計は、今のアメリカで一番大きな関心の的となっている「生産性」に関するもの。

金曜日に発表された今年第三・四半期の非農業部門の同国生産性は、エコノミストの「3%」という予想に対して、実に4.2%という大幅な伸びになった。生産性が伸びれば経済はその分だけ賃金の上昇などを最終製品価格に転嫁せずに成長(しかも従来よりは高い成長)をすることが出来る。つまり、「インフレなき高成長」である。またこの統計では、単位当たり労働コストは0.6%の上昇と、予想の1.5%の半分以下となった。

注目されるのは四半期ごとの統計ではなく、ここ2~3年の生産性上昇幅の加速。商務省の最新統計によれば、1979年から1997年までの18年間の米生産性の上昇率は年平均で1.5%だったが、97年単年にはそれが1.9%に上昇。ところが昨98年は2.8%に上昇して、今年も年率に直すとこの高い伸び率を続けているという。

ある国の潜在成長力は「稼働労働人口の伸び+生産性」と定義され、アメリカの場合前者は1%であるから、これから推定するとアメリカの潜在成長力は3.8%という高い率に達していることになる。農業部門の存在を勘案しても、2.5%とされた従来アメリカの潜在成長力は最近商務省などが言っている3.0%の水準を通り過ぎて、3.5%に接近している可能性も出てきているのである。

なぜ最近になってアメリカの生産性が劇的に上昇してきているのかに関しては、「テクノロジー投資の効果がようやく出てきた」というのが大方の見方である。たとえば、12日のウォール・ストリート・ジャーナルは「US Productivity Data Finally Shows Technology's Effects」と題する見出しの記事を掲げ、その記事の書き出しを「New paradigm theorists are finally seeing the numbers they were looking for.」としたあとで、

「For them, Friday's strong 4.2% surge in third-quarter non-farm productivity -

a measure of output per unit of labor - is confirmation the U.S. economy is reaping the benefits of recent technological advances.」

と書いている。つまり、米第三・四半期の高い生産性の伸びと、それが持続的な傾向になりつつあることは、「アメリカ経済が最近のテクノロジー進歩の恩恵を受け始めた証拠」と見なせるし、これは「テクノロジーの進歩故にアメリカ経済は新しいパラダイムに入りつつある」とする「ニューパラダイム論者」「ニューエコノミー論者」には、勇気づけられる統計だと指摘している。

《 productivity paradox no more 》

「ニューパラダイム論者」「ニューエコノミー論者」にとっては、今までのアメリカの生産性統計は、「パラドックス」以外の何物でもなかった。米企業は盛んにデジタル化、ネットワーク化で投資をしてきた。しかし、それが生産性統計に現れなかったのである。

アメリカの企業がハイテクなどに巨額の投資を始めたのは80年代の末からだと言われている。90年代の前半に世界経済が日本経済を含めて下降線を辿ったときも、アメリカ企業はリストラを進めながらも、ハイテク・システムに対する高い投資を止めなかった（日本はこの時期、あらゆる投資を控えてしまった）。しかしその成果、つまり生産性の上昇という成果は見えてこなかったのである。たとえば先に79年から97年までの生産性の伸びは1.5%だったと紹介したが、92年から97年までの5年間を取ると米生産性の伸びは1.3%とむしろ落ち込んでいるのである。いわゆる「生産性パラドックス」で、これが議論を呼んだ。

しかし、それが90年代も終わろうとするこの時期に「投資の成果」やっと「生産性の向上」という形で見えてきたと言える。なぜ投資の効果が現れるのにこれほど時間がかかったのか、はアメリカの経済論議の中できわめて興味の深いところで、これは今現在盛んにハイテク投資をしている日本企業の先行きを占う上でも興味あることだが、説は今のところ二つある。

第一は、「ラグ説」。つまり、ある設備を導入しても、特に事務部門の投資は職場に働く人々はその新しい機器の使用に習熟するまでは時間がかかり、投資の効果が出てくるまでには時間がかかる、という説。90年代の前半にハイテク投資を控えてしまった日本企業の場合は、まだこの「ラグ」の最中にあると言えるのだが、これは自らの身の回りを見ても納得のいく説である。

高い設備を身の周りに置いてもらいながら、それを全く使いこなせない人はどの職場にもいるもので、機器を使いこなさない人に与えられた機器は会社にとってはコスト以外の何物でもない。従って企業にとっては、こうした人や設備をいかに稼働化することが出来るかが生産性上昇のカギだと言える。

第二は、こうした投資に関する企業の会計処理の問題。つまり、その投資が行われた当初年度にコストとして計上される分が多くて、投資が盛んに行われている年度においては、企業収益の面から言うとマイナス面が先に出てしまう。つまり償却の癖のようなもので、これにより投資をした当初は成果が出ず、後年になって効果が現れるような仕組みである。

株式市場を見ても、ハイテクが経済の中心に座り、それが市場でも跳梁跋扈する時代に入ったことは明らかです。先週一週間のニューヨーク市場では、ダウ工業株指数が今一歩気迷い状況を示す中で、ハイテク株の上昇がめざましく NASDAQ 指数は過去 11 営業日のうち 10 営業日で高値を更新した。

過去 1 年間の上げ幅を見ると、騒がれる割にはダウは 25% 程度の上昇にとどまっているのに対して、NASDAQ の上げ幅は 76% に達している。上げ幅で NASDAQ はダウの 3 倍に達していることになる。この事情は日本でも同じであって、日本のマーケットもハイテク、通信関連株の上昇が市場全体を引っ張っている。危うさもあるが、市場は今後の経済の牽引車をここに見いだしていると言える。

〈 a look at Asia 〉

ところで、6 日から 12 日までベトナムとシンガポールに出張しましたので、その報告をちょっとしておきましょう。短い時間でしたが、日本以外のアジア経済の現状を見ることができて意義深いものでした。

まず第一に、アジアの経済は跛行しているという印象が強かったことです。シンガポールの景況は 6 月ごろから明らかに上向きになってきていた。それは人の動きの活発化でも示され、たとえば日本各社に来ていた求職の動きが止まり、支店職員の間でも転職の動きが出てきていて、全体的にシンガポールの労働市場には引き締まりの傾向が見られるという。

今回は訪問をしなかったものの、マレーシアのマハティール首相がサウジアラビア訪問予定を中止しても総選挙実施を決めた背景は、「経済状況の改善」にあると言われており、それから推測するとマレーシアの景況も持ち上がってきていると言える。シンガポールの景気の良さは街を歩いても分かる。ホテルには人が溢れ、レストランも待ちの状態のところがあちこちにある。

当地に 10 年間いらしたある日本の方が、「私が来たときには、シンガポールの人たちはなにか自信なさそうに歩いていましたが、特に最近はそのが変わってきた。上を向いて自信に溢れている。対して日本は と思うと、日本にとってこの 10 年は何だったのか」というような話をされていましたが、確かにシンガポールは自信にあふれた国になりつつあり、景気もそれに相応しく上向きに見える。

シンガポールやマレーシアの景気が良くなりつつあるのは、たとえばシンガポールについ

て言えばこの380万人の国が実質的には「アングロ・サクソン国家」であって、世界的に見てもこれら諸国（アメリカ、イギリス、オーストラリアなど）にフェーバーに働いている力が同時に追い風になっているとも考えられる。マレーシアも同様である。

しかしアジアには依然として苦境から抜け出していない国もある。シンガポールの周辺の国に詳しいビジネスマンによれば、タイ、ベトナム、インドネシアなどの他アジアの国は依然として厳しい経済環境にある。事実シンガポール入りする前に3日間視察したベトナム経済には明かりが見えない状況だった。

共産主義とベトナム戦争で資本主義の国と比べてインフラが整備されていないのは当然として、市内にいくつか出来ている大きな外国資本のホテルはがらがら状態で、夜も明かりがついている部屋は少なかった。中には、「従業員が宿泊している」と噂されるホテルもあった。道路などインフラの整備も大きく遅れていた。ハノイの主要交差点で信号が付き始めたのはつい最近と聞いたし、街には手持ちぶさたの男性が大勢たむろしており、経済も物々交換がかなり広範に見られると言う。

一つ興味深かったのは、シンガポール在住の日本人ビジネスマンの間に日本経済の先行きに対する強い懸念の声が聞かれたことだ。たとえば、ある有力なビジネスマンの方は、GEやルーセントがこの地域で連戦連勝を続けていると述べられ、「アメリカは製造業でも、明らかに復活を果たしつつある」として、その力の源泉は「システム力」とであると指摘した。

それによると、たとえば光ケーブル事業を見ても単品としてはたいしたことないアメリカ製品も、その企業が持つシステム構成力全体で顧客グリップ力が強く、日本企業はアジアでもビジネスをもっていかれるケースが多いという。アジアでも、ネットワークに関連して力を蓄えたアメリカ企業の強さが顕著になってきているということである。また、ビジネスマンの間には、日本の改革の遅れに対する懸念の声が強く聞かれ、また無駄な公共投資の使い方に対する見方も厳しいものであった。今回の政府の「総合経済対策」も評判が良くなかった。

〈 FOMC on Tuesday 〉

今週の主な予定は次の通りです。

11月15日(月)	10月の日本のマネーサプライ
	9月の日本鉱工業生産確報
	10月の日本の企業倒産
	グリーンSPAN議長が全米生命保険協会で行業界監督について講演
	米9月企業在庫
11月16日(火)	11月の日銀経済月報
	10月東京、大阪地区百貨店売り上げ

	米 F O M C
	米 10 月鉱工業生産、設備稼働率
11 月 17 日 (水)	米 10 月消費者物価
	米 10 月住宅着工
11 月 18 日 (木)	米 9 月貿易収支
	独 10 月 I F O 景況指数
	E C B 理事会
11 月 19 日 (金)	10 月貿易収支
	ユーロ圏 10 月消費者物価指数

最大の関心は、火曜日に開かれる米連邦準備制度理事会。12 月にもう一度 FOMC はありますが、Y2K の問題もあって FRB が動くなれば火曜日の会議だろうということで関心を集めている。先々週までは、「利上げあり」との見方が強かったのですが、それが労働賃金の少々はあっても小さく、実際のインフレ率も高まっておらず、かつ生産性も伸びているということで、「利上げなし」派が増大していて、今では「close call」との見方が強い。

しかし筆者は、「pre-emptive」という考え方を貫くならば、利上げをしてもアメリカ経済が被る打撃が小さい今の段階で FRB が依然として可能性のあるインフレに対して厳しい態度を取っておくことが賢明な策だと考えていて、「あるのではないか」と見ている人間です。利上げをしないリスクの方が、利上げをするリスクより大きいと思われる。

《 have a nice week 》

今週は、前半は京都に来ております。出張続きですが、暑いところに行ったり寒いところに帰ってきたり、途上国に行って先進国に戻ってきたりもなかなか面白い。過去一週間で一番強烈な印象だったといえばやはりベトナムでしょうか。ベトナム戦争を戦い、長く社会主義体制の下にあったからでしょうが、インフラの立ち後れは凄まじい。道路もまだでこぼこ道が大部分。

中部のフエで大きな洪水があり数百人の方がなくなると報じられていますが、ベトナムは空から見ると本当に河、川が多い国です。ハノイのことは漢字で「河内」と書くのですが、文字通り河に挟まれている。しかも、その河が天井川なのです。街より明らかに水位が高い。フエがどうかは知りませんが、同じような状況だったら大洪水が発生するのはよく理解できる。ガイドに、「なぜハノイでは洪水がないのか」と言ったら、「キャピトル、キャピトル」と言っていました。私がいた間ずっと雨模様だった。しかし、ハノイは首都だから洪水など起こせない、ということでしょう。

ハノイの市内の主な交通手段はバイクで、これが凄い交通マナーです。もう、はらはらどきどき。彼等は四輪車の存在は多少気にしはするのですが、かなりのわがまま顔で走っている。ぶつかりそうな車同士を見たのも珍しくない。

シンガポールはしばしば行っているの街自体には驚きはないのですが、感じたのはシンガポールの人々の表情が確かに自信に溢れている点。日本に帰ってきて余計にそれを感じました。

面白いことを言っていた人もいました。過去2年くらいで、シンガポールのトイレが劇的に綺麗になったというのです。私は知りません。2年前にここに来たことはありませんから。しかし、彼によれば過去2年間くらいでシンガポール中のトイレは変わった。それ以前は、ひどく汚かったというのです。

シンガポールでは持ち家比率も、9割くらいになってきているそうです。70年代の後半にニューヨークで知り合いになったシンガポールの記者はその当時、「シンガポールの住宅の6割は government-owned だ」といっていたのを覚えています。それから見ると個人の財産形成も進んではいると言うことなのでしょう。あとシンガポールでは埋め立てが凄く進んでいるらしい。これもたまの出張者には分からないのですが、「ここは数年前までは海で……」というような話が出てくる。私はずっとシンガポールの人口は「300万人」と覚えていましたが、どうもそれが今は380万人くらいになっているらしい。土地が必要だということです。

来週はまた週の前半は大阪におじゃまする予定です。それではみなさまには良い一週間を。

《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》