

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1728号 2004年04月05日(月)

## 《 clear boost for Bush at least for the time being 》

「勝ち誇るブッシュと、攻撃の糸口を失いかねないと青ざめるケリー」という政治的図式、そして「ドルと株が上がり、債券が売られて、これで利上げの時期は年末11月頃から8月になったと皮算用する市場」というマーケット的構図 先週金曜日に発表された米3月の雇用統計の持つ意味合いは、各方面に及ぶ。

現実の、そして将来的な図式は、上に記した程には単純ではない。しかしそれでもやはり同雇用統計には「数多く出る統計の中の一つ」という当たり前の限界的意味合いと、「しかし、この統計は重い」という二つの側面がある。

なぜ「重い」と言うかということ、「米経済のアキレス腱」と言われて年率4%以上の高い成長の中でも伸びなかったアメリカの雇用が、「時間差」を経て実際に大きく伸び始めた可能性が出てきたこと。つまり、1990年代の初めにはまず「jobless recovery」があって、そのあと時間差を置いて雇用への波及があったが、今回はやっと「jobloss recovery」から「jobless recovery」に進み、そしてやっと「jobfull recovery」になってきたかもしれない、という構図。

なぜ景気回復から雇用増につながるまでのタイム・スパンが過去に比べて広がってきているかについては、このレポートで何度も述べてきた。テクノロジー利用の生産性の向上部分と、海外への雇用(コンピューター関係のサービス職を含めて)機会流出。ブッシュは、「今の政策、つまり減税など財政政策と低金利政策の継続によって、いつかは雇用の増加が来る」と主張し、これに対してケリーは「政策そのものが間違っている。ブッシュ政権の下では雇用増は期待薄」と主張していた。

この二つの主張を並べれば、3月の雇用統計がどちらの主張の味方をしているかは明らかである。ブッシュはホワイトハウスからヘリコプターに乗り込むときに記者に向かってa "thumbs-up" gesture をして喜びを表し、ケリーは「After three years of punishing job losses, the one-month job creation announced today is welcome news for America's workers. I hope it continues」という声明を発表して歓迎を表明しながらも、「たった一ヶ月の統計では...」とすねて見せた。政治的には現時点ではブッシュの勝ちであって、雇用の増加が続けば少なくともこの状態は続く。ケリーは攻め手を変えないといけない。

市場の反応は既に週末の新聞で取り上げられているので、詳述はしない。簡単に言えば、ドル高(主に欧州通貨に対する)、株高(しかし朝高のあとは高値維持で推移)、そして債

券安である。市場として雇用統計に一番驚いたのは、債券市場のように見える。それは利回りの動きを見れば明らかで、指標10年債は長らく安住していた3%台のハイから4%台に急上昇した。期間の長い債券ほど値崩れが激しく、利回りの上昇が急だった。

### 《 will it continue ? 》

3月の雇用の数字自体を見る。

1. 非農業部門の就業者数 = せいぜい12万人増のコンセンサス予想に対して、30万8000人の増加
2. 過去数字の上方修正 = 1、2月の非農業部門就業者数の8万7000人上方修正
3. 失業率 = 17万9000人の休職者の増加による5.7% (前月5.6%) への上昇

ここまでは、米経済の強さを表象する数字だと言って良い。失業率の上昇は休職者の急増を背景としている。「求めれば職に就ける」と考えた人が増えたと言うことで、これは米経済の強さの表れと考えられる。

しかし、マスコミの記事にはあまり取り上げられずに、3月分の雇用統計が「実はそんなに強くないのでは」と思わせられる事実もある。

1. 雇用増加の中味 = 30万8000人の増加うち7万1000人は建設雇用の増加による。天候が良かった。2月は作業が出来ないほど天候が悪かった。また小売りの分野で1万3000人の増加は、カリフォルニア州でのストの終了の影響が大きく、この二つの要因は4月に繰り返される可能性は小さい
2. 上質で給与の高い雇用の増加はない = 製造業の雇用は依然として伸びていない。3月は変わらず。4ヶ月連続の減少のあとでは前進とも言えるが、サービス業の海外流出問題とならんで、引き続き懸念材料
3. 将来の雇用需要を示す数字が良くない = 週平均労働時間(average work week)は、2月の33.8から3月は33.7に低下した。製造業分野に限ってもそうで、残業も増えていない。アルバイトなど一時雇用も増えていない。常用雇用が増える前提はアルバイトの増加だが、それがまだない

つまり、市場を驚かす3月の雇用統計にも、多くの疑問符は残っているとということだ。これらの疑問符のいくつかは、恐らく一ヶ月後にしか解明されない。その間は、ウォール・ストリート・ジャーナルに載っているような形で

Mr. Bush's chief economist, Gregory Mankiw, said the data confirm implications

from other recent statistics that "the economy is on track for a robust recovery." He added that the recovery is a "result of pro-growth fiscal policies" and low interest rates. "It is a textbook recipe for how you get out of recession."(米経済は勢いある回復への順調な道を歩んでいる。回復は成長促進的な財政政策と低金利の成果であり、この二つは経済がリセッションから抜け出す教科書的な処方箋だ)

ブッシュ政権の自慢は続くということだ。問題はマーケットへのインパクトである。

### 《 early rise of U.S. interest rates ? 》

債券市場の反応が一番シャープだったのは、「利上げの時期が早まった」との見方が出たことにある。

私が週末に読んだ様々な記事には、「11月だと思っていたら、8月くらいか」という見方が数多く紹介されていた。私の見方は最初から「8月頃には利上げ」というものだったから、何を今更と思っている部分もあるのだが、実際のところ三ヶ月移動平均で見て昨年10～12月期の月平均6万人（非農業部門の就業者数）から、今年1～3月期の同17万人（同）に増えてきたのは、金利の早期中立化（利上げ）を狙うFRBとしても「環境は整ってきた」と考える根拠になる。

3ヶ月移動平均という点で見ると、5月の初めに出る4月分の統計が例えば3月並の大幅増加になれば、就業者数増加の移動平均は、利上げ環境が整うとも言われる22万人増前後に近づく。そういう意味では、3月分の統計は今後の米金融政策の方向性を変えうる原点になるものだ。

債券市場の観点から言うならば、石油価格の高止まりなど、雇用以外の要因も考慮する必要がある。物価情勢は依然として穏健だが、それらとの絡みで肝心の米金利が再び上昇してくれば、世界的な低金利状況の転換点になるかもしれない。世界の中央銀行の動向を広く勘案すると、ECBが利下げを見送る一方、中国の金融当局は引き締めに動いており、全体的状況は「引き締めの方向」になっている。世界的に、債券相場の下げ方向への調整が起こる可能性が強い。

ドルへの影響はどうか。少なくともドル・円相場の統計発表後の動きを見ると、それほどドルが強いという印象はなかった。ドル・円は他の要因で動いているという感触。このニュースで何回も指摘しているとおり、ドル・円相場が本格的に上昇するのは、米金利が上がり初めてからだろう。

ドルが強さを発揮したのは、対欧州通貨である。欧州は日本と違って経済や株式市場に弱みがある。その分、ドルの強さが素直に出たと言える。ただし、金利差はあまり縮まっていない。ユーロを売ってドルを買うコストは依然として高い。落ち着けば金利の高い通貨が買戻される状況が繰り返し起きるのではないか。モメンタム的にドルがあと一段買われても、ドルが持続的に上昇基調を辿る行程を予想はしないし、それはアメリカ政府が望む方

向でもないだろう。

よって、ドル・円について言うと、依然として後少しのドル安値トライがあると見たい。

今週の主な予定は以下の通り。

4月5日(月)	米3月ISM非製造業景況指数
4月6日(火)	2月景気動向指数(速報)
4月7日(水)	米3月輸出入物価 英中銀金融政策決定委員会(～8日)
4月8日(木)	9月景気ウォッチャー調査 日銀金融政策決定会合(～9日) 米3月生産者物価指数 米2月卸売在庫
4月9日(金)	2月機械受注 日銀総裁定例記者会見 米市場休場(Good Friday)

米金融政策の先行きを占う、という点では「米3月の生産者物価指数」は重要だろう。雇用が伸び、資材価格が上がっても、物価指数が上昇してこなければFRBとしては動けない。

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。土曜日は素晴らしい一日。都内各地で、桜も満開でなかなか良かった。我が家の近くの公園でも、サクラが満開でした。一転して、日曜日は雨。甲子園の決勝戦も、夕方4時30分過ぎからと最初からライトが入っていた。

決勝戦をずっと見ていましたが、一点差の9回裏の1アウト1塁から4番の松井に愛工大名電がバントさせたのにはビックリしました。一番HRを打てる可能性があるのに。まあ、あれがあ的高校、監督の主義主張なんでしょう。しかし、ちょっと歯がゆかった。

プロ野球も始まりましたが、野球と言えば先週の31日に東京ドームで見た松井のホームランで、「もう今年上半期のプロ野球観戦の醍醐味は尽きた」という印象。それはそれは素晴らしいホームランでした。

去年同様、今年も日本から松井を応援するつもりです。それでは皆様には、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(E-mail [ycaster@gol.com](mailto: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》