

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1802号 2005年11月07日(月)

《 Fed will continue to raise its interest rates 》

今週のレポートは「米金利の上昇持続見通しとドル相場」です。ポイントは以下の通り。

1. ドル金利の上昇持続予想が強まっている。先週のFOMCは全員一致での0.25%の利上げを実施した。前回FOMCでは反対者(オルソン理事)が一人出たのと対象的で、全員一致だった。その後のグリーンズパン証言などを見ても、FRBが米経済が今後直面するかも知れないインフレ圧力を深刻に考えていることが伺える
2. この結果、アメリカでは長期金利も徐々に上昇を始めている。長く「conundrum」(なぞ グリーンズパンが使った用語)とされていた状況も徐々に変わりつつあるのかもしれない。長期金利が上昇し始めているのは、日本も同じ状況である。ただし依然として日米ともに大幅に上がる気配はまだない
3. アメリカにおける短期金利上昇のピッチの速さも一因となって、外国為替市場ではドルが全通貨に対して強い展開となっている。対ドルでは118円台を先週末の段階で示現、対ユーロでも1ユーロ=1.18ドル台の前半までドルが上昇してきている
4. こうした状況は、もうしばらく続く可能性がある。金利要因以外にも、米雇用創出法がらみの特に欧州からアメリカへの資金の流れがあるからだ。しかしその後は欧州の金利動向次第で一方的なドル高は転換する可能性がある。ただし、円はこれまでも述べてきたような理由から、多くの通貨に対して弱含みの展開を続けよう

まず先週月曜日のFOMCの総括を簡単にしておく。一言で言えば、4%への0.25%の利上げは予想通りで、問題だったのは今後をどうするかだったが、その点に関してはFOMC声明は「利上げ継続を宣言した」というに等しい。

第一は、前回9月の時には引き上げに反対したオルソン理事が今回は引き上げ賛成に回って、利上げは「全員一致」となった。全理事が、今のアメリカ経済は利上げがふさわしいと考えたことになる。つまり、FRBの景況感は現在は強気で一致している。少なくとも9月よりは不安感が消えた。

第二に、カトリーナやその後続ハリケーンがもたらした雇用や生産に関する影響に関し

て、今回の声明はそれが「temporarily」であると言い切っている点。前回9月の声明時はカトリナの傷跡が生々しいときでまだ不安感が強かった関係から、「The widespread devastation in the Gulf region, the associated dislocation of economic activity, and the boost to energy prices imply that spending, production, and employment will be set back in the near term」という形で、「in the near term」という表現が使われていた。つまり、米経済が受ける打撃は「当面」とやや幅のある表現だった。しかし今回、ハリケーン関連で米経済が受ける打撃は「temporarily」とFOMCは見切ったことになる。

三番目に指摘できるのは、「ハリケーン打撃」どころか「economic activity that will likely be augmented by planned rebuilding in the hurricane-affected areas.」という形で、そもそも緩和的金融政策と生産性の基調的な高い伸びが支えているアメリカ経済を「ハリケーン被災地域での復興活動が一層勢いづける」と見ていること。

こうした点を考えれば来月、つまり今年最後の12月13日のFOMCでもアメリカのFF金利誘導目標は引き上げられると考えられる。FOMC声明全文はFRBのHPの「<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/monetary/2005/20051101/default.htm>」を参照のこと。

《 need to be monitored carefully by the world's central banks 》

FOMC声明発表後の、最近はあまりなかったグリーンズパンFRB議長の議会証言（<http://www.federalreserve.gov/BoardDocs/Testimony/2005/20051103/default.htm>）も、彼が米経済の先行きを強く見ていることが伺えるものだった。いくつかの発言を引用すると

「But the economic fundamentals remain firm, and the U.S. economy appears to retain important forward momentum.」

「Except for the hurricane effects, readings on the economy indicate a continued solid expansion of aggregate demand and production. If allowance is taken for the effects of Katrina and Rita and for the now-settled machinist strike at Boeing, industrial production rose at an annual rate of 5-1/4 percent in the third quarter. That's up from an annual pace of 1-1/4 percent in the second quarter, when a marked slowing of inventory accumulation was a restraining influence on growth.」

「The longer-term prospects for the U.S. economy remain favorable. Structural productivity continues to grow at a firm pace, and rebuilding activity following the hurricanes should boost real GDP growth for a while. More uncertainty, however, surrounds the outlook for inflation.」

最初に紹介した英語の文章の「but」は、今年の下半期には米経済の順調な発展を阻みかねないいろいろなことがあったが、「しかし」と言っているわけである。「いろいろ」とは「原油高、二つのハリケーンの米経済への打撃」など。にもかかわらず、「アメリカ経済は成長への強いモメンタムを維持しているように見える」とグリーンズパン。

グリーンズパンはその具体的例として、カトリーナとリタの二つのハリケーン、それにボーイング社でのストの影響を除外すれば、今年第三・四半期のアメリカの鉱工業生産は年率で5.25%も伸び、これは第二・四半期の伸び1.25%から大幅な加速であると指摘している。そして三番目の文章で、「アメリカ経済の長期的見通しは明るい。構造的な生産性の伸びは確かなペースで続き、ハリケーン後の地域再建努力は当面の間米経済の実質GDPを引き上げるだろう」と述べている。グリーンズパンはその上で、「もっと不安定要素が残るのは、インフレ見通しである」と述べている。ここからが重要なところである。FRBのインフレに関する見通しの「論理」が読めるからだ。

グリーンズパンはアメリカ、その他多くの諸国における過去10年間の低インフレと確かな経済成長は、かなりの部分「新しいコンピューター、通信、それにネットワーク技術の揺籃、育成を促進したイノベーションの重なり」に帰すことが出来ると指摘し、特にアメリカにおいてはそれが生産性の伸びの引き上げ、単位労働コストの押し下げ、それによるインフレ圧力の包み込みに役立った、と指摘している。

「The past decade of low inflation and solid economic growth in the United States and in many other countries around the world has been without precedent in recent decades. Much of that favorable performance is attributable to the remarkable confluence of innovations that spawned new computer, telecommunication, and networking technologies, which, especially in the United States, have elevated the growth of productivity, suppressed unit labor costs, and helped to contain inflationary pressures. The result has been a virtuous cycle of low prices and solid growth.

グリーンズパン議長は、社会主義の崩壊がもたらした世界経済の変質、特に労働市場の変質にも触れている。ソ連と東欧から教育の行き届いた約1億人の労働者の、そしてもっと最近においては中国の7億5000万人の労働者の市場経済への参加が、世界経済のデイスインフレ傾向に寄与した、と述べている。グリーンズパンは今後のインドの労働者の市場経済への参入などについても触れ、「市場経済に投げ込まれる労働者の数によって、労働者供給量は従来の倍になる」と指摘する。こうした新規参入労働者の教育や最近技術の吸収が進めば、現在世界経済の生産高の4分の1を占めるに過ぎない新規参入労働者の生産シェアは、着実に上がるだろうと述べている。

「Contributing to the disinflationary pressures that have been evident in the global economy over the past decade or more has been the integration of in excess of 100 million educated workers from the former Soviet bloc into the world's open trading system. More recently, and of even greater significance, has been the freeing from central planning of large segments of China's 750 million workforce. The gradual addition of these workers plus workers from India--a country which is also currently undergoing a notable increase in its participation in the world trading system--would approximately double the overall supply of labor once all these workers become fully engaged in competitive world markets. Of course, at current rates of productivity, the half of the world's labor force that has been newly added to the world competitive marketplace is producing no more than one quarter of world output. With increased education and increased absorption of significant cutting-edge technologies, that share will surely rise.」

しかし問題はここからで、こうした新規労働者の市場経済参入は単位労働コストの水準調整(しばしば引き下げ)を引き起こしているが、「いつの時点かでその長く時間がかかっている調整の勢いは低下し、徐々に終わるだろう」と述べている。つまり、新規参入労働者がもたらしてきたデスインフレ圧力はいつかなくなる、だから世界中の中央銀行はこうした大きな流れを注意深く監視する必要がある、と述べているのだ。

なお、「in fits and starts」は「発作的に、ときどき思い出したように」という意味である。その部分の文章は以下の通り。

「But this seminal shift in the world's workforce is producing, in effect, a level adjustment in unit labor costs. To be sure, economic systems evolve from centrally planned to market-based only gradually and, at times, in fits and starts. Thus, this level adjustment is being spread over an extended period. Nevertheless, the suppression of cost growth and world inflation, at some point, will begin to abate and, with the completion of this level adjustment, gradually end.

These global forces pressing inflation and interest rates lower may well persist for some time. Nonetheless, it is the rate at which countries are integrated into the global economic system, not the extent of their integration, that governs the degree to which the rise in world unit labor costs will continue to be subdued. Where the global economy is currently in this dynamic process remains open to question. But going forward, these trends will need to be monitored carefully by the world's

central banks.」

FOMC 声明とこのグリーンスパン議会証言を読めば、世界最大の経済国の中央銀行が、景気悪化よりはインフレ再燃の危険性にリスクを感じていることは明確である。なにせハリケーンがあっても住宅バブルの破裂の危険性指摘があっても、「アメリカ経済はしっかりした足取りで、見通しも favorable(良好)だ」と述べているのだからそうなのであろう。

この FRB の見方について異議を唱えることは可能だ。しかし、重要なのは金融政策の舵取りをする当局がそういう強気に傾いている、という事態である。ということは、FOMC の金利引き上げ措置は、例えそれが中立水準への引き上げであろうと、今後も続くとの見方をするのが当たっている。

《 **dollar will continue to rise for a while but.....** 》

この米金利の先行き予想に敏感に反応したのが、外国為替市場のドルである。ドルは対円で 118 円台に、対ユーロで 1.18 ドル台に急騰した。他の様々な通貨に対する相場の動きを見ても、ドルが強い。このドルの強さは、全通貨に対する円安進行の時には見られなかった動きである。当時はまだ米金利引き上げ継続に対する疑念がマーケットには強かった。

ドルの強さは今後もしばらく続くだろう。それは、この金利要因に加えて、今年だけの特殊要因もあるからだ。それは、「雇用創出法」が惹起している米企業の資金移動。「雇用創出法」は、米企業の海外子会社があげた利益を米本社に送金して米国内で再投資すれば、税控除が受けられるという措置。今年に限って適用される時限法。では各米企業がどの程度の本国送金を予定しているかということ、ファイザーが 367 億ドル、ヒューレッド・パカードが 145 億ドル、IBM が 95 億ドルなどと伝えられている。

最近の日本経済新聞によると、この法律に関連したドル買いは、2005年の年間で 1000 億ドルに達し、そのうち 4 割が 11 月から 12 月中旬に集中する」という。このうち、ユーロからドルへの転換が一番多いと見られる。日経新聞では、円のドルへの転換は全体の 6% という数字を挙げている。

金利差に加えて、こうした特殊要因があれば、最近のドル高が確固とした足取りであることは理解できる。そういう意味では、12月上旬まではドル高が進むということだ。しかし問題は、そうしたファクターが剥落したあとのドルの動きである。筆者は今後利上げの可能性があるユーロなどが、ドルに対して 12月中旬以降かなり大きく反発する可能性があると見ている。

ただし、「雇用創出法」に関連するファクターが落ちても、金利要因は残るし、このニュースでしばしば指摘した日本の個人投資家による資金の外出しの動きは今後も続くと考えられる。従って、円安の水準訂正が多少あっても、筆者は円相場の折に触れての下落基調再燃は続くと考えている。

なお今後の世界の市場を考える上では、週末 3 日付けの記事だったので、ウォール・

ストリート・ジャーナルに掲載された「Huge Flood of Capital to Invest Spurs World-Wide Risk Taking」が非常に面白かった。興味のある方は、是非お読み下さい。

今週の主な予定は以下の通り。

11月7日(月)	9月景気動向指数(速報)
11月8日(火)	米上院エネルギー委員会公聴会(原油などエネルギー価格高騰の要因究明のため)
11月9日(水)	10月工作機械受注 10月景気ウォッチャー調査 米9月卸売在庫 米セントルイス連銀総裁講演(「経済政策について」)
11月10日(木)	英中銀金融政策決定会合(~10日) 6カ国協議開催の見通し 9月機械受注・10~12月期見通し 米9月貿易収支 米11月ミシガン大学消費者信頼感指数(速報)
11月11日(金)	米国債券市場短縮取引 7~9月GDP(速報) 7~9月GDPデフレーター 10月国内企業物価指数 9月鉱工業生産(改定値)・設備稼働率 10月消費動向調査 福井日銀総裁講演 米国債券市場休場(ベテランズ・デー)

《 have a nice week 》

またまたはっきりしきれない天候の週末でした。土曜日は法事があって諏訪に行ったのですが、紅葉がかなり里まで下りてきていました。前回諏訪に行ったときは霧ヶ峰の上の方だけだったのと比べると、だいぶ秋が深まった風情。日曜日は街に出ましたが、雨の中デパートなどは凄い人出で、日本の消費の盛り上がりといったものを感じました。だいぶ冬支度の人が増えてきていた。

映画を見ました。「私の頭の中の消しゴム」(<http://www.keshigomu.jp/index2.html>)という韓国の映画を映画館で、あと一本は「再見」(ツァイツェン)という中国の映画をDVD

で。後者はもう古い映画ですが、韓国の消しゴムはなかなかうまい作り方をしているな、という印象。若年性アルツハイマー病を取り扱っているのですが、なかなか吹っ切れた見応えのある作りをしている。別に俳優がうまいわけではないが、切れ味の良い映画になっている。

ところで、映画といえば13日に NHKBS1 で午後10時から「世界潮流2005」という番組が放映され、そこで世界の映画産業の現状や日本の映画の将来に関して私も参加して2時間の長さで討議を行っています。関心のある方はごらん下さい。

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) 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》