

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1380号 1997年08月22日(金)

## 《ニュー・エコノミー論の台頭》

国際競争の激化、デジタル・ネットワーク革命

アメリカ経済は新しい時代に入った

良好な景気、低失業率でもインフレにならず **楽観論**

## 《ニュー・エコノミー論と金融市場》

1. 「NEW ECONOMY 論」が市場波乱要因  
楽観論やユーフォリア 株高、債券高、ドル高に  
悲観論や批判的見方 インフレ懸念  
トリプル安
2. 実証的には NE 論にかなりの根拠
3. 問題は、「果実」享受のタイムスパン  
(市場は急ぎすぎる)

突然何を出してきたのか、と思われるかもしれません。これは、お盆休みの前の今月13日にテレビ東京の「Market Live」に出たときに用意したフリップの原稿です。ファイルに残しておきましたので引き出してきました。ここ10日間ほどの市場の動きを見て、《ニュー・エコノミー論と金融市場》のフリップで「市場波乱要因」として挙げた「NEW ECONOMY 論」を巡る「希望や期待」と、それに対する「疑念と不安」が、最近の相場を大きく動かしている印象がますます強まった印象がします。「楽観論やユーフォリア」がニューヨークの資産に対する「買い遅れてはならない」という買いを誘い、その一方で「悲観論や批判的見方」が「ポジションを手早く処理しよう」という利食いの動きを誘っている。それが交互に来ているわけです。

一つ面白い統計を紹介しましょう。いかにニューヨークの市場が不安定になっているか

というものです。木曜日のニューヨークの株式市場はダウで前日引値比127.28ドル下げましたが、これで過去5日（営業日ベース）間のニューヨーク・ダウは上げるにせよ、下げるにせよ必ず前日比100ドル以上動いたことになる。もう少し見ると、過去10営業日で7日間はニューヨーク・ダウは前日比100ドル以上動いている。私の記憶では、ニューヨークのダウが5日も連続して100ドル以上動いたのは記憶にない。あるかもしれませんが、希有です。

100ドル以上動いたか、動かなかったかに特に明確な意味があるわけではない。分母が8000ドル前後と過去数年前に比べても極めて大きくなっていますから、分子が多少大きく動いてもある意味では当然。しかし、上げるにせよ、下げるにせよ比較的大きな（100ドル以上）動きが続いているというのは、市場の不安定化を指し示していると言える。今の市場では明らかに、期待と不安がめまぐるしく交差している。

長い上げ相場のあとに相場が上下をしばらく繰り返すケースにおいては、普通相場は一端大きな、時間をかけた調整局面に入る。上下を繰り返しているうちに、長い上げ相場の時に相場を引っ張ってきた「理論」に対する疑念の方が強くなり、株価の水準訂正の動きが進むからです。そういう意味では、7年間もインフレなき成長を続けているアメリカへの楽観論（景気、企業業績、インフレ見通しなどに対する）に根ざしたトリプル高は、「期待の行き過ぎ」を調整する意味でも、しばらくは高値訂正局面に入ると見るのが可能です。

### 《 What changed market perception ? 》

興味深いのは、8200ドル以上までダウを押し上げたアメリカ経済に対する楽観論に対して何が抑止要因になってきているのかです。楽観論が長く続けば、「そんなはずはない」という見方はどこからか出てくる。今のニューヨーク株式市場の動きもかなりの程度、こうした「はずはない」という一種の常識論が prevail し始めたいとも言える。経済指標を見る限りは、アメリカ経済の健全度は少しも揺らいでいないにも関わらず、こうした心理の揺れが生ずるのはいつものことです。ジョージ・ソロス流に言えば、このマーケット・パーセプションの変化が实体经济を動かすところまでいくかどうか、一つのポイント。

もう一つこれはあまり指摘する人がいないのですが、United Parcel Service (UPS) のストと、それに続く労働争議発生の可能性にマーケット波乱の一つの原因があるような気がします。一般的に言われているNEW ECONOMY 論の一つの大きな前提は、「労働者の協力」でした。グリーンズパン FED 議長は、「1991年の景気低迷の折りには職の先行きに不安だと答えた労働者は全体の25%だった。ところが、景気が極めて良い96年には不安だと答える労働者の割合は46%に増えていた」と議会証言で指摘していましたが、こうしたこと雇用への不安を背景に「労働者もNEW ECONOMY に協力するだろう」というのが、マーケットの暗黙の了解だったと言える。

しかし、少なくとも UPS の 15 日間におよぶストは、こうした見方に疑念を差し挟んだ。かつアメリカでは、次の大きな労働争議への懸念が持ち上がっている。それは、21 日にクリントン大統領が調停委員 3 人を指名した AMTRAK の鉄道労働者のスト（9 月 5 日スタートの予定）を巡る動きです。仮に大きなストが続けば、「労働者の反乱 労働賃金の上昇 インフレ」というシナリオを描くことが可能で、これは債券相場に響くでしょう。さらには株価、ドルにも影響を与える。

筆者は、大規模ストを計画している労働者の所属する産業にまず注目しています。今のところ非常に広範囲な産業で労働運動が力を盛り返した兆しはない。UPS の妥結条件も労働賃金の大幅引き上げと言うよりは、「常用雇用の一万人分増加」など職や年金の安定を求めるものだった。従って、たとえ AMTRAK の労働者が大規模なストに入ったとしても、アメリカの雇用環境が著しく変化したとはまだ言えないと思います。しかし、マーケットはこれを気にするでしょう。例えば雇用契約などに今までのアメリカの柔軟な雇用形態を崩すような条項が盛り込まれれば、それはアメリカの指導者が皆「アメリカ経済の成功の秘密」と指摘する「柔軟性 (flexibility)」が低下することを意味する。資産市場はこれを気にするでしょう。

#### 《 focus on German rate policy 》

問題は今のこのような形でマーケットが調整を繰り返している間に、市場が本当に先行きに対するパーセプションを変えてしまうのか、それとも再び自信を取り戻すのかだと思います。筆者は、アメリカの先行きに対する自信回復にマーケットがゆっくりと時間をかけた方が、楽観論が長く続くと考えます。先週金曜日にダウで 250 ドル下げたあとに、すぐ三日連騰して 320 ドル以上上げるような荒っぽい消化をしていたのでは、先行きは不安定でしょう。従って、乱高下の持続は市場の大きな波乱を予感させる。

UPS のストというような現象的な事象からくる楽観論抑止要因ばかりでなく、NEW ECONOMY 論に対する批判はあちこちから出てきています。この文章の最後にポール・クルーグマンの論文仮訳を掲載してありますが、これなども今のアメリカ経済や世界経済を考える上で参考になるかもしれない。しかし筆者は、日本経済新聞から出版した「スピードの経済」でも詳しく論じているとおり、それをどう呼ぶかは別にして今の世界経済には大きな変化が起きており、「市場経済の拡大と規制緩和」「デジタル・ネットワーク革命」が経済の構造を大きく変えていると考えます。重要なのは、「タイムスパン」と「人的要素」です。

ニューヨークの債券市場が置かれている環境は、株式市場が置かれている環境と似ています。最近のニューヨークの株と債券は、in tandem です。一つだけ違うのは、株があまりにも大きく下げると、それは flight to quality につながる可能性が強いということです。債券は買われる。為替に関してはドイツの金利政策が注目されていますが、筆者は一般に

考えられている以上に、ドイツが金融政策を引き締めに変換させる余地は少ないと思います。ヨーロッパ域内での影響を考えても、ドイツの利上げはフランスなどを直ちに窮地に陥れる。

もしドイツが通貨統合のスケジュールを狂わせない意志が強いとすれば、軽々しい利上げはできないと見ます。警告だけでマルク相場が大きく対ドルでも反発したのは、ドイツの通貨当局にとっても望ましい動きでしょう。ニューヨークの資産市場が落ち着きを取り戻さないうちは、ドルは明確なトレンドを出せないでしょう。従って今まで書いてきた通り、ドル・円相場はレンジ（112～120円までの間の）と見ます。

今日の号はお盆休み明けと言うことで少し長くなるのですが、最近いろいろな目的でNEW ECONOMY 論に関して簡単なレジメを作りましたので、それを添付します。参考にしていただければ幸いです。またいつかまとまったものを書きたいと思っていますが。

## 《 NEW ECONOMY 論について 》

### 1. 様々な呼び方

new eras (グ議長が2月26日のHH証言で 過去は多くの場合 mirage だったと)

NEW ERA (その後エコノミスト達を使い始めている)

NEW ECONOMICS (foreign affairs の論文などで使われた表現)

NEW PARADIGM (HBR など)

NEW WORLD (ビジネス・ウィークなど)

BRAVE NEW ECONOMY (7月14日のビジネス・ウィークなど new economy)

A NEW ECONOMIC AGE (7月14日のビジネス・ウィークなど)

### 2. コンセプト

「今までの経済の方程式（以下に三つを掲載）を覆すような新しい現象・ルールに対して付けられた名称」

今までの経済の方程式

失業率が一定水準より下がると賃金・物価に対して  
上昇圧力が発生する

経済成長率が高いと、供給のボトルネックが発生して、物価上昇圧力がかかる

ある国の通貨が下落すると、その国の物価は全体的に  
上昇圧力を受ける

つまり、今までの経済の方程式が大きく変わってきて、それに伴って今までの経済の  
運営方式が変化してきたこと（インフレや成長に関する考え方）  
設備稼働率 - 失業率 - 為替 - 物価などの基本的な関係が変わってきたこと

### 3 . 「NEW ECONOMY」の背景

二つの事態に原因を求める事が多い。

- a. 市場経済の地球規模への拡大 競争の増大 （価格競争激化）
- b. 新技術の社会への浸透（融合の革命） 生産性の向上

### 4 . 「new era」への批判的意見のいくつか

ポール・クルーグマンなど

the old speed limits to growth are obsolete ( the rise of digital technology and the  
growth in international trade and investment have qualitatively altered the rules of the  
game ) 論は間違い。

- a. New era は is riddled with gaping conceptual and empirical holes  
経済のインターラクティブ性  
設備稼働率が full の時には、生産性とは労働者の数の増加と労働  
者の労働生産性上昇に依存している この二つともアメリカ  
では伸び率が低い

- b. 経済規模全体に占める貿易の割合は、欧州を除いて小さい  
(日本で15%強、アメリカで18%強)

- c. フィリップス曲線 (NAIRU) の基本的考え方を変える根拠はない

- d. 統計で証明されていない

### 5 . 影響

インフレの沈静化 今年に入って7ヶ月連続のアメリカの卸売物価低下  
景気循環のなだらか化 在庫管理・捕捉の容易化により（経済の自動調整機能の向上）  
成長率が高まってインフレが足かせにならないのなら、目標成長率を上げたらと言う  
議論の台頭

### 《グリーンスパンの考え方の歩み》

- 1 . グリーンスパン連邦準備制度理事会議長の2月26日の議会証言

「 Is it possible that there is something fundamentally new about this current period that would warrant such complacency? Yes, it is possible. Markets may have become more efficient, competition is more global, and information technology has doubtless enhanced the stability of business operations. But, regrettably, history is strewn with visions of such "new eras" that, in the end, have proven to be a mirage. In short, history counsels caution. Is it possible that there is something fundamentally new about this current period that would warrant such complacency? Yes, it is possible. Markets may have become more efficient, competition is more global, and information technology has doubtless enhanced the stability of business operations. But, regrettably, history is strewn with visions of such "new eras" that, in the end, have proven to be a mirage. In short, history counsels caution. 」

## 2 . 7月22日のハンフリー・ホーキンス法に基づく議会証言

In contrast to the typical postwar business cycle, measured price inflation is lower now than when the expansion began and has shown little tendency to rebound of late, despite high rates of resource utilization. In the business sector, producer prices have fallen in each of the past six months. Consumers also are enjoying low inflation. The consumer price index rose at less than a 2 percent annual rate over the first half of the year, down from a little over 3 percent in 1996.

The key questions facing financial markets and policymakers are What is behind the good performance of the economy and Will it persist. Without question, the exceptional economic situation reflects some temporary factors that have been restraining inflation rates. In addition, however, important pieces of information, while just suggestive at this point, could be read as indicating basic improvements in the longer-term efficiency of our economy. The Federal Reserve has been aware of this possibility in our monetary policy deliberations and, as always, has operated with a view to supplying adequate liquidity to allow the economy to reach its highest potential on a sustainable basis.

Many observers, including us, have been puzzled about how an economy, operating at high levels and drawing into employment increasingly less experienced workers, can still produce subdued and, by some measures even

falling, inflation rates. It will, doubtless, be several years before we know with any conviction the full story of the surprisingly benign combination of output and prices that has marked the business expansion of the last six years.

In February 1996, I raised before this Committee a hypothesis tying together technological change and cost pressures that could explain what was even then a puzzling quiescence of inflation. The new information received in the last eighteen months remains consistent with those earlier notions; indeed, some additional pieces of the puzzle appear to be falling into place.

#### 最も重要な証言部分

When I discuss greater technological change, I am not referring primarily to a particular new invention. Instead, I have in mind the increasingly successful and pervasive application of recent technological advances, especially in telecommunications and computers, to enhance efficiencies in production processes throughout the economy. Many of these technologies have been around for some time. Why might they be having a more pronounced effect now?

In an intriguing paper prepared for a conference last year sponsored by the Federal Reserve Bank of Boston, Professor Nathan Rosenberg of Stanford documented how, in the past, it often took a considerable period of time for the necessary synergies to develop between different forms of capital and technologies. One example is the invention of the dynamo in the mid 1800s. Rosenberg's colleague Professor Paul David had noted a number of years ago that it wasn't until the 1920s that critical complementary technologies of the dynamo -- for example, the electric motor as the primary source of mechanical drive in factories, and central generating stations -- were developed and in place and that production processes had fully adapted to these inventions.

What we may be observing in the current environment is a number of key technologies, some even mature, finally interacting to create significant new opportunities for value creation. For example, the applications for the laser were modest until the later development of fiber optics engendered a revolution in telecommunications. Broad advances in software have enabled us to capitalize on the prodigious gains in hardware capacity. The interaction of

both of these has created the Internet.

The accelerated synergies of the various technologies may be what have been creating the apparent significant new profit opportunities that presumably lie at the root of the recent boom in high-tech investment. An expected result of the widespread and effective application of information and other technologies would be a significant increase in productivity and reduction in business costs.

We do not now know, nor do I suspect can anyone know, whether current developments are part of a once or twice in a century phenomenon that will carry productivity trends nationally and globally to a new higher track, or whether we are merely observing some unusual variations within the context of an otherwise generally conventional business cycle expansion. The recent improvement in productivity could be just transitory, an artifact of a temporary surge in demand and output growth. In view of the slowing in growth in the second quarter and the more moderate expansion widely expected going forward, data for profit margins on domestic operations and productivity from the second quarter on will be especially relevant in assessing whether recent improvements are structural or cyclical.

#### 《積極的論陣を張るビジネス・ウィーク誌 (7月14日号)》

「As he approaches his 10th anniversary as chairman of the Fed on Aug. 11, Alan Greenspan finds himself in the unlikeliest of positions: The staunch conservative who once personified industrial-era economic thinking has turned into the avant-garde advocate of the New Economy. "He is very open to the possibility that we have entered a new economic age," says Judy Shelton, a conservative scholar who meets with the Fed chief several times a year. "He really believes in the organic nature of the market economy."」

President Clinton shares Greenspan's view on the New Economy. He told BUSINESS WEEK on July 2: "I believe it's possible to have more sustained and higher growth without inflation than we previously thought" (page 48).」



「Today, a more unconventional portrait of Greenspan emerges from conversations with dozens of friends, Fed colleagues, and Washington insiders. **The Fed boss is becoming more willing to test his thesis that the economy is operating very differently than it did in past business cycles, lessening the risk of inflation.** "There is a sense in which [Greenspan] is the extreme dove," says one Fed source. "He has been willing to let the economy run tighter than what a lot of people have been comfortable with. It's not uncommon to have a meeting where everyone disagrees with him, but goes along with him in the end."」

## 《new economy 論に対する反論》

ハーバード・ビジネス・レビューに掲載されたポール・クルーグマンの論文から抄訳

米国経済はどこまで早く成長できるか？（仮訳・要旨）

ポール・クルーグマン      ハーバードビジネスレビュー 97年7-8月号

6年越しの米国経済の好調を経験して、最近米国では米国経済は従来言われてきた2%そこそこの成長率ではなく、もっと高い成長余力をもっており、FEDの保守的で慎重な政策を改めて、もっと高い成長を目標にかければ今より高い経済成長を達成できるという楽観論が（ビジネス界のみならず経済学者の間にまで）台頭してきている。しかしこれはまともな経済学を知るものにとっては完全に間違った主張である。

経済学の基本常識によれば、経済成長速度の上限を規定する要因は、労働力供給の増加率（人口増加率）と生産性上昇率であり、無から有を生めない以上、これらを合わせた以上の成長速度は期待できない。いかに優れた経済でも、この物理的成長速度限界を越えて成長を図ろうとすると、需要過剰＝供給不足＝インフレに直面するものである。そして90年代の米国の労働供給の長期成長率は1%そこそこ、生産性上昇率（一人当たり生産量）も1%であり、合わせて2%の成長というのが実力なのである。

すでに5%という完全雇用に近い失業率に達している米国経済において、1%をこえる速度で労働供給を行う余地はなく、あえてそれを試みればインフレを引き起こすことになる。それでは楽観論者は何を根拠に米国経済成長のさらなる加速を期待しているのか。彼らが主張するのは、こうした成長限界理論は「あらたなパラダイム」の出現で乗り越えられたとする。すなわち情報技術革命による生産性の劇的向上と米国経済のグローバリゼーションによる競争激化が、価格上昇、インフレ圧力を緩和しているのだという。しかし本当だろうか？

情報技術革命と企業リストラにより生産性が向上したという証拠はどこにもない。情報革命は表面上の社員数を減らしたかも知れないが、その裏に膨大な「隠れたコスト」があることがわかってきている。リストラで削減された社員も、多くが完全に職場を去ったのではなく、単に正社員から外部派遣社員に置き代わり、低い報酬に甘んじたにすぎないケースが多い。経済全体をみたときの生産性は、90年代に入って1%成長しか達成していないのが「事実」なのである。かりにこうした新パラダイム信奉者が2.5%の生産性向上ができたとして主張したとしても、実際のGDPは3.5%ではなく2%でしか成長していないのだから、彼らは原因と結果を取り違えて主張しているにすぎない。

一方グローバル化が進むとインフレ圧力はなくなるという主張であるが、まず米国経済のなかで、国際競争にさらされているのは、大きく見積っても全体の25%、おそらく15%以下のセクターにすぎない。さらに総供給と総需要に基づくインフレのメカニズムは、経済がいくつかのサブセクターにわかれたからといって変質するものではない。変動為替制をとる世界経済のなかで、米国における需要超過がインフレをおこさずに調整されることはありえないのである。

それではなぜこのような「間違っ」パラダイムが人気を博しているのだろうか。まずこの説を信奉しているビジネスマンは、マクロ経済ではなく、日々ミクロ経済を扱っており、経済全体がいかに機能しているかに無知であるといえる。2番目に、この新パラダイム論は、ビジネスマンが聞きたいと思っていることを心地よく説いてくれている。でもこれだけではない。もっと重要なのはこのパラダイムが経営者達に「我が社は新たな経営スタイルと技術革新により生産性革命を達成した。しかし一方で国際競争が激化するなかで思うように価格を上げることはできない。」といわせていることである。しかし経営者のなかには「うちの業界では生産性上昇などないけど収益は悪化していないさ。この業界では国際競争などなく、国内ライバルとの間では暗黙のうちに価格競争を避けるという了解があるの」と正直な経営者もいるにちがいない。しかし誰がこんなことを人の前で語るだろうか。ビジネスマン達がこの新パラダイムが与えてくれるビジネスの明るい未来と、自分達に対する「心地よい」感覚を歓迎しているが故に、この説は人気を博しているのである。しかしもう正気に帰る時だ。どんなに人気があろうと、正しい批判に耐えられないような説は消え去るのみである。

なお、7月14日のビジネス・ウィーク誌の「ALAN GREENSPAN'S BRAVE NEW WORLD」、ポール・クルーグマンのハーバード・ビジネス・レビュー誌掲載の「How fast can the U.S. economy grow?」、7月22日のグリーンズパン FED 議長の議会証言、それにフォーリン・アフェアーズ誌掲載の STEVEN WEBER の「THE END OF THE BUSINESS CYCLE ?」の各記事・論文の全文を必要な方には提供します。村上以下の為替カスタマーにお問い合わせ下さい。

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

