

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1484号 1999年03月01日(月)

## 《 the biggest burst since the second quarter of 1996 》

「昨年の暮れに非戦争時に於いて最長になった今回のアメリカの景気拡大」(グリーンSPAN議長のハンフリー・ホーキンス法に基づく2月証言の中の言葉)は、99年に入ってもしばらくは勢いを保持しそうな状況が強まっている。この結果、今年アメリカ経済の成長率は当初の政府見通しを上回る見込みで、連邦準備制度理事会の次の一手も「利下げ」か「利上げ」かの判断が微妙な情勢となってきた。あまりにも強い成長率を見せられてニューヨーク市場では債券利回りが5.5%を上回る水準に大幅に上昇するなど、アメリカの金融市場は今までとは違った様相を見せ始めている。

アメリカ経済の強さを改めて示したのは先週の金曜日に発表された同国第四・四半期のGDP統計の改定値です。当初発表では5.6%の伸びとされていた実質成長率は、大方の予想を大きく上回る0.5%ポイントもの改訂となって6.1%とされた。これは1996年の第二・四半期以来の高い伸び。6.1%という実質経済成長率は、過去8年間のアメリカの景気拡大局面で一番大きな伸び率。つまり、8年たってもアメリカの成長率は落ちるところが最盛期と同じ勢いを保っていることになる。

こうした高い成長率の中でもインフレ率は相変わらず極めて落ち着いていて、重要な物価指標であるデフレーターは昨年最終四半期が0.7%の上昇、98年一年間でも1.0%のアップとなった。この最終四半期のデフレーター上昇率は当初発表では0.8%とされていたから、それからさらに下方修正されたことになる。いずれにせよ、名目成長率では7%近い伸びで、これは成熟した先進国の成長率としては極めて異例である。

高い成長率を引っ張ったのは、引き続き個人消費。米GDPの三分の二以上は個人消費が占めているが、昨年第四・四半期も米国民の個人消費支出は4.5%も伸びた。これだけで昨年同期のアメリカ経済は3.2%もの成長になっている。個人消費がアメリカの経済成長の原動力になったのは6・4半期連続である。あとアメリカの強い成長に寄与したのは、連邦政府支出(第三・四半期の1.4%減から7.3%増に)、住宅建設(10.6%増)など。

重要なのは、こうしたアメリカ経済の勢いが今年に入っても全く落ちていないということである。先週木曜日に発表になった今年1月の製造業受注は、3.9%も増加した。中古住宅の売り上げは史上最高になっている。また1月の消費者景気信頼感指数は非常に高

い水準を保っており、数少ないが出始めた2月分の統計を見ても、ニューヨークやシカゴの企業購買責任者の景気先行見通しは非常に強い数字を示している。

業種別に見ても、ここ数四半期ややかげりが見えた製造業部門で、経済活動が再び活発化する兆しが見られる。アジア、エマージング市場の景気低迷の影響から脱し始めたとも言える。

### 《 ready to move quickly 》

「インフレなき力強い成長」という理想を文字通り実現しているアメリカ経済だが、問題はなぜアメリカ経済だけが今の世界の中でそれほどうまくいっているか、そしてその持続性はどのくらいあるかである。この点については、先週グリーンズパン FED 議長がハンフリー・ホーキンス法に基づく証言を行い、その中で「admirably」( 実に見事に「グリーンズパン議長の言葉」) に展開しているアメリカ経済について以下のように述べている。

「Can this favorable performance be sustained? In many respects the fundamental underpinnings of the recent U.S. economic performance are strong. Flexible markets and the shift to surplus on the books of the federal government are facilitating the build-up in cutting-edge capital stock. That build-up in turn is spawning rapid advances in productivity that are helping to keep inflation well behaved. The new technologies and the optimism of consumers and investors are supporting asset prices and sustaining spending」

ここで議長は、アメリカ経済を支えている基調的な強さの源を「柔軟な市場」( 労働、価格決定、規制のなさなどでの ) と「連邦政府財政の黒字化」に求め、この二つが最新資本ストックの積み上げを促進し、この資本ストックの蓄積が生産性の急激な上昇をもたらして、これがインフレを抑えていると分析。さらに同議長は、新しいテクノロジーと消費者、投資家の楽観論が資産価格を下支え、消費を持続させていると解説している。

詰まるところ彼が一番強調しているのは「flexible markets」である。なぜなら、アメリカ政府の財政が黒字化したのはつい最近のことだからである。財政黒字は、市場で民間との資本の取り合いをなくしたという意味はあるが、これはむしろ景気拡大の結果とも言える。

グリーンズパン議長がいう「柔軟な市場 ( flexible markets ) 」とは、労働市場の柔軟性であり、経営の柔軟性、規制緩和の進展具合などであろう。特に日本、ヨーロッパにないという意味で、「労働市場の柔軟性」はポイントだ。これが産業構造の変化を容易にし、必要な産業への不必要な産業からの労働者の移動を容易にしているからである。

しかし議長は、今のアメリカ経済の好調が持続するかという問題意識の中で、同時に次によようにも述べている。

「But, after eight years of economic expansion, the economy appears stretched in a number of dimensions, implying considerable upside and downside risks to the economic outlook. The robust increase of production has been using up our nation's spare labor resources, suggesting that recent strong growth in spending cannot continue without a pickup in inflation unless labor productivity growth increases significantly further. Equity prices are high enough to raise questions about whether shares are overvalued. The debt of the household and business sectors has mounted, as has the external debt of the country as a whole, reflecting the deepening current account deficit. We remain vulnerable to rapidly changing conditions overseas, which, as we saw last summer, can be transmitted to U.S. markets quickly and traumatically. I will be commenting on many of these issues as I review the developments of the past year and the prospects going forward. In light of all these risks, monetary policy must be ready to move quickly in either direction should we perceive imbalances and distortions developing that could undermine the economic expansion. 」

労働市場は枯渇し、株価は「バブル懸念」が出て当然なほど高く（グリーンズパン擬著は“バブルだ”とは言っていない）、企業や家計の債務は増加し、同様に国の対外債務も対外収支の悪化で増加している。海外市場も不安定で、「the economy appears stretched in a number of dimensions」（アメリカ経済は多くの点において伸びきっているようにも見える）と。この部分がマスコミ報道では大きく取り上げられた。

しかし本音のところでは、グリーンズパン議長は世界の中でどの国よりも柔軟で、技術開発力が優れ、その適用にも障害のないアメリカ経済の先行きを楽観視している筈である。筆者にはそう思える。グリーンズパン議長の今回証言のトーンは、筆者が過去年年間に見てきた中で、アメリカ経済に対してもっとも楽観的である。

こうした中で懸念すべき点があるとしたら、それは労働市場の逼迫（直ぐ働ける労働者の枯渇）と株価。この二つは「利上げ」の材料になりうる。この二つの市場を冷やす役割としての。一方で、海外市場の変調などは「利下げ」の要因になりうる。それが「こうしたアメリカ経済が抱えるリスクに照らせば、金融政策は経済の拡大を脅かす不均衡、ゆがみの発生を感知したときには（利上げにも、利下げにも）迅速に動く」という言葉につながっている。ただしグリーンズパン議長の頭の中では、「一回の小幅利上げ」がアイデアとして浮かんでいるのではないか。

これは筆者の個人的な印象だが、グリーンズパンは去年の11月17日に行った三回シリーズ利下げの最終回は「余計だった」と考えており、その分の利上げ（短期金利の高め誘導）をより現実性のある政策オプションだと考えていると見る。上げて景気が減速したら、また微調整で下げれば良いのである。

## 《 public optimism 》

グリーンスパン FED 議長はアメリカ経済の先行きについてこう述べている。

「These recent domestic and international developments provide the backdrop for U.S. economic prospects. Our economy's performance should remain solid this year, though likely with a slower pace of economic expansion and a slightly higher rate of overall inflation than last year.」

「今年もアメリカ経済は堅調に推移する」との見通しである。アジアやロシア、それに南アメリカ経済の混乱がアメリカ経済に与える打撃も懸念されたが、それは杞憂に終わった。アメリカ経済の先行きを考えたとき、大きな懸念の一つは「海外ファクター」だっただろうから、海外の混乱が一段落していることは先行き楽観論を強めるに十分だ。

もっとも、アメリカ経済の先行きに関して楽観的なのはグリーンスパンよりも、エコノミストよりも、そしてファンド・マネージャーよりも実は消費者、投資家など「public」だと言える。証言にも「public optimism」というキーワードが出てくる。次の部分である。

「Business success in enhancing productivity and the expectation of still further, perhaps accelerated, advances buoyed public optimism about profit prospects, which contributed to another sizable boost in equity prices. Rising household wealth along with strong growth in real income, related to better pay, slower inflation, and expanding job opportunities, boosted consumption at the fastest clip in a decade and a half.」

「企業の生産性の向上とこの生産性向上がさらに加速するとの期待が、企業の収益見通しに対する消費者、投資家の楽観論を強め、これが株価の大幅上昇の原動力となっている。家計の富の増加は、受け取り給与の増加、インフレの鈍化、雇用機会の増大に起因する実質所得の力強い伸びと相まって、アメリカの消費を15年ぶりの高い伸びにしている」

こうした「public optimism」は、80年代の後半に日本でも見られたものだ。株価が一定レベルを超えた段階で、ファンド・マネージャー、アナリスト、エコノミストのかなりの部分が先行きに警戒的になる中で、一般投資家、消費者は楽観論を維持。これが株価を一段と押し上げ、この資産効果で消費を高い水準に維持した。今のアメリカは1988年前後の日本の状況と似ている。対象が土地や建物や重設備だった日本に対して、アメリカがハイテク中心の生産性向上機器に投資の重点があるといった違いはあるものの、設備投資が活発だったことも同じ。

従って今後のアメリカ経済を見る一つのポイントは、この「public optimism」の先行きだと言えるでしょう。警戒すべきは、この「optimism」が崩れたときです。昨年から今年にかけては、クリントンのスキャンダルくらいではこの楽観論は崩れなかった。

景気が良くてもなぜインフレにならないかという点については、今まではどちらかという「underlying fear of technology-driven job obsolescence」「worker insecurity」など「労働者サイド」の話が中心だったのですが、今回は「経営者サイド」の「pricing powerの喪失」に重点を置いているのが特徴。「Firms have evidently concluded that if they try to increase their prices, their competitors will not follow, and they will lose market share and profits.」と。

80年代までは、景気が良くなれば経営者は労働者を雇って生産を増やした。労働賃金を上げたから、価格も上げた。インフレです。しかし、今は違うとグリーンズパンは言う。今は、経営者は cost-reducing capital investments で生産性を上げる。次々に登場するテクノロジーがこれを可能にしているのです。国内ばかりでなく、国際的にそういう環境が出来てきているというのがポイント。インフレの低下が、「self-reinforcing」だという彼の主張も頷ける。ですから、アメリカの長期金利は今は調整していますが、それほどの上昇はないでしょう。

今週の主な予定は次の通りです。

3月1日(月曜日)	日本の2月の新車販売台数 1月の米個人消費支出・所得 2月の全米購買部協会指数(NAPM)景況指数
3月2日(火曜日)	1月の日本の完全失業率・有効求人倍率 金融政策決定会合議事録要旨公表(1月19日分) イングランド銀行政策委員会
3月4日(木曜日)	1月の日本の家計調査 欧州中央銀行(ECB)理事会
3月5日(金曜日)	2月の米失業率

日米で雇用統計が発表される。日本の失業率はなお上昇する見通しで、今の失業率での日米併走状態は長くは続きそうもない。日本ではこれから一層リストラが進行するからである。しかし、これはようやくにして日本経済でも必要な調整が起こることを意味する。日本の場合は就職市場の様々な業種にわたって広く開放されていない点が問題だが、雇用が流動化すること自体は望ましい動きである。株価もこれを歓迎するでしょう。

雇用不安というと直ぐに「ハローワーク」の話が出てくるが、この公共機関で扱っているのは主に建設とか、簡単なオフィス・ワークが中心である。日本は一方では時代にマッ

ちした人材の不足が発生していて、そこを橋渡しする役割を誰かが背負わないといけない。今の日本では、頭脳労働者の有効な再就職市場がない。

ドルはグリーンスパンもアメリカの対外収支の赤字に言及したことや、ニューヨークの株が下がっていることから対円では軟調である。G7で「円安」が容認されたこと伝えられている通りだが、このニュースでも指摘したとおりドル高の限界が明確に見える円安である。一巡すれば、ドルは下値を試す。同通貨は引き続き対円では軟調に推移するものと予想する。

### 〈 have a nice week 〉

日も長くなって、花粉も飛んで(+\_+)春らしくなってきました。日曜日には親戚のお祝いに神奈川県の大和市まで行きましたが、良い天気で日差しが強くなっているのが実感できました。最近は夕方6時頃まで明るい。

ところで、今日で使い初めてちょうど一週間になりますが、NTTドコモの新しい携帯電話 i mode (アイ・モード) はなかなかすぐれものです。宣伝するわけではないのですが

1. インターネット・メールを含めて各種電子メールをこの携帯電話を使って日本語で250字まで送受信できる(あの携帯の小さな窓ですが明瞭に読めます)
2. 数秒でインターネットへの接続が可能で、i mode の html で書かれたホームページを読むことが出来る
3. 登録を完了すると銀行振り込み、残高照会などがこの電話で可能になる
4. 情報ベンターがすでにかなり入っていて、インターネット経由で最新ニュースから劇場情報まで実に多くのニュース・情報が拾える
5. ネットワーク上の三省堂の各種辞書を開き、そこに単語を入れることによって検索が出来る(結構素早い)

などの機能がある。この携帯電話には、各端末ごとにメール・アドレスが割り当てられている。たとえば小生の携帯電話メール・アドレスは「090xxxxxxxx@docomo.ne.jp」です。携帯電話番号は今まで通り。実を言うと、使い初めて三日目くらいから私の携帯電話は電話よりは電子メールの方を多く受けるようになった。ニュースや天気予報も日に何回か送られてくる。250字というのかなりの分量で、たとえば口(電話)で言ったらメモするのが大変な数字、情報などはメールにしてその携帯所持者に送ればよい。これはたとえばセールス・パーソンへの連絡などで非常に便利です。

バンキングは銀行との契約が済んでいないのでまだ使っていませんが、これが済むと深夜の電車の中でもこの携帯を使って資金の移動が可能になります。また朝日新聞、毎日新聞から Daily Yomiuri まで各種情報ベンターが入っていて、チケットせぞん、ぴあなどの

チケット関係まで充実している。ネットワーク辞書も抱えている。英和、和英などなど。実際に使ってみましたが、結構充実している。まあこういうものが世の中の形を変えて行くんでしょね。

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（ 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》