

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1516号 1999年11月01日(月)

《 celebrating the Goldilocks Paradigm 》

今週のレポートのポイントは次の通りです。

1. 先週後半になって発表されたアメリカの GDP のデフレーターや雇用コスト指数が予想を下回る上昇率にとどまったことから、アメリカの市場では「インフレ懸念」、「利上げ懸念」が大きく後退して、これが株価と債券相場の大きな上昇につながった
2. しかし、GDP デフレーターと同時に発表された米第三・四半期の実質 GDP 伸び率は4.8%と、従来の2.5%ではなく3.0%前後に上がったかもしれないと言われているアメリカの潜在成長力(インフレを起こさずにできる成長率)をも大きく上回っているし、第四・四半期も4%を上回る成長が予想されている
3. こうした中では、筆者がここ数回のレポートで繰り返し取り上げている「デフレ時代の終焉」の連想からも、市場では「インフレ懸念」、「利上げ懸念」が時間を置いてぶり返してくると予想され、引き続き市場は不安定な展開を示すものとみられる
4. 注目されるのは、株、債券相場の週末にかけての力強い反発にも関わらず、ドルの特に円に対する弱さが目立ったこと。週末の日本の一部新聞が報じた「米市場はトリプル高」というのは一時的な現象で、結局ドルは弱くなった。金曜日のニューヨーク市場の引けではドル・円は1ドル=104円すれすれ。最近のドル・円の円高値である103円20銭が視野に入っている。円は対ユーロでは110円を突破
5. 為替市場ではアメリカの経済が理想的なことよりも、日本経済の回復への期待の方が関心を集めている。これは、国際的な投資をしている多くのファンドにとってポートフォリオ全体に占める日本の割合が引き続き低くて、その引き上げのチャンスを狙っているという事情がある。ドルは対円では米市場が堅調の時にも上がらず、株、債券が軟調の時には下げるといった恒常的な下げ圧力を受ける状態となっている

この週末にアメリカのマスコミに比較的良く登場した単語は「Goldilocks」である。ウォール・ストリート・ジャーナルには、「the Goldilocks Paradigm」という表現が出ているし、CNNのアナウンサーもこの単語を言っていた。辞書を引くと、この単語は「《しばしば皮

肉》金髪の美女。▶英国の昔話に出てくる女の子の名から。¹」(Bookshelf2.0を参照)というのが出てくる。

しかし、アメリカのマスコミで最近しばしば使われる「Goldilocks economy」「Goldilocks paradigm」は別の意味である。「インフレが高まるほど熱すぎず、失業率が上昇するほど冷えすぎずという理想的な経済」「その仕組み」を指す。この単語は昔調べたことがあって、確かアメリカの子供用の絵本(The goldilocks and the three bears ゴールディロックスと三匹の熊)に登場する「Goldilocks ちゃん」(金髪の女の子)から来ていると思いました。だからアメリカ人は誰でも知っていて、従って大部分の記事にはこの単語に関する説明がない。

記憶では、この3匹の熊(親子)が家でスープを作ったが熱すぎた。で、後で食べようと楽しみにしながら外出したら、ちょうどスープのころあいが良くなった頃に、近くを通りかかったゴールドディロックスちゃんがにおいに誘われてそれを食べちゃったというような話だったと思います。スープは熱過ぎず、冷めすぎてもいけないといった話だったと思う。その話を、経済に当てはめている。(Goldilocks Economyという表現は覚えていて損はないと思います)。

《 new high for NASDAQ 》

先週の後半に米政府から発表された一連の数字は確かに、「Goldilocks paradigm」にアメリカ経済があることを連想させるに十分だった。第三・四半期の雇用コスト指数は0.8%と予想の0.9%、第二・四半期の1.1%を下回った。一方で、成長率は4.8%と高いものになり、その成長の原動力の一つは引き続き強い消費であるものの、一方の大きな柱に設備投資が出てきたことだ。

特に第三・四半期には米企業のコンピューター・ソフトウェア、その他コンピューター関連機器に対する投資が大幅に伸びた。年率にすると21.7%にも達する。これは多分2000年問題に関連した特殊事情もあろう。しかし、それほどの需要増加にも関わらず、こうした製品の価格は3.1%も下落した。ここでは、強い需要が価格を釣り上げるという関係は成り立っていない。

今までのアメリカ経済成長の原動力だった個人消費は、4.3%の増加と、第二・四半期の5.1%、第三・四半期が6.5%から徐々に減速してきている。一般的に、成長の原動力を設備投資に置いている経済は強い。個人消費に頼る成長は、息切れが早い。個人の消費者の持つ資金には限界があるし、需要の強さでインフレが誘発される懸念がある。しかし、設備投資に立脚した景気の拡大は強い。活発な設備投資は供給のボトルネックを排除するのに役立つし、生産性の上昇につながって、物価上昇圧力を抑制する。景気の拡大は息の長い

¹Progressive English-Japanese Dictionary, Third edition © Shogakukan 1980,1987,1998 / プログレッシブ英和中辞典 第3版 ©小学館 1980,1987,1998

ものになる可能性が高くなる。

まさに、「理想的な経済」ということで、株式相場は NASDAQ が 3000 ドルに接近する史上最高値を記録、ダウも木、金の二日だけで 700 ドル以上も上げた。インフレ懸念と利上げ懸念の後退とともに、債券相場も大きく上げて、水曜日には 6.3% 台に乗っていた長期債指標銘柄の利回りは金曜日の引けで 6.16% と 10 月 4 日以来の低水準に低下した。

ただしアメリカが第三・四半期に記録し、第四・四半期もそうなると予想されている「4% を越える成長率」が、「やや熱すぎる」のではないかという懸念は残る。グリーンズパン FRB 議長はこれまでも繰り返し、潜在成長力を上回る成長が続く労働市場の逼迫が続けば労働賃金は上昇して、インフレが発生する可能性がある」と指摘してきた。

そこで再び議論になってきているのは、「生産性議論」である。ある国の潜在成長力は、「稼働労働人口の伸び+生産性の伸び」とされる。前者についていえば現在のアメリカは「+1%」。従って、アメリカ経済がどのくらいインフレを起こさずに成長できるかは、生産性がどのくらい上昇しているかにかかっている。90年代に「アメリカの潜在成長力は2.5%」と言われていた頃は、生産性の伸びは「+1.5%」と見られていた。

しかし、FRB 議長や理事の発言を総合すると、FRB としてはこの潜在成長力を最近は「3%」程度までに上げたと思われる。ただし、FRB としてアメリカの潜在成長力が3%を越えたという見方はしていないようだ。ましてや、4%に接近しているという見方はまだ民間エコノミストの間でもほとんどないが、今後はこの議論が出てくると思われる。次回のアメリカの生産性統計は12日に出る。

全米製造業者協会はGDP統計が出たあとに、「インフレを引き起こさずにより高い成長、より高い生産性を達成できる可能性は、従来考えられていた以上に高まっている。今日出た数字はそのことを明確に示した」として、FRB に今以上には金利を上げないように要望する声明を出した。数字から見るとアメリカ経済は過熱気味に見えるかもしれないが、生産性が上がっているから潜在成長力は上がっているという見方である。

サマーズ財務長官もブルッキングス研究所で記者団に対して、「改訂政府統計は、多くの人々が予想していたことを確認した。テクノロジーへの投資は、生産性の上昇をもたらした。これがインフレなき高い経済成長を可能にしている」と述べている。

《 FED is poised to raise interest rates 》

問題は、「実際に生産性がどのくらい上がったか」である。生産性の計測は、特にサービス産業で難しい。グリーンズパン FRB 議長も週末のフロリダ州での講演 (Information, Productivity, and Capital Investment) でこの問題に触れているが、この中で「最近における生産性の明白な向上は短命なものであるとの議論を展開するのは可能だが、こうした議論には私としては与しがたいし、この会場にいる多くの聴衆の方々もこの点については賛同して頂けると思う」と述べて、アメリカの生産性が「明白に上昇している」し、それが短命

でないとの見方を示している。

このフロリダ州でのグリーンスパン講演に関しては、「だから11月16日には利上げをしない」という見方と、「依然としてFRBは高すぎる成長（第三・四半期の4.8%などを指す）と雇用の逼迫を懸念している」との見方の両方で米マスコミでも割れている。先週末のニューヨークの株式市場や債券市場は前者の見方に立った。しかし、グリーンスパン講演は全体の文章の流れを見ると、今月16日のFOMCでの決定はあえて市場にゲスさせる方法をとっているし、事実まだある程度の方角しか決めていないだろう。

筆者は、グリーンスパンはIT技術がアメリカの生産性向上に大いに役立ち、それがインフレなき成長の限度を引き上げたことに確信を持ちながらも、FRBは次回のFOMCでは0.25%という小幅な利上げを実施すると考えている。Y2Kがあつて12月の利上げは難しいことや、利上げを見送って様子を見るよりは利上げをした方が今後のアメリカ経済に対する安心感が広がると考えるからである。

米主要市場の中で「Goldilocks Paradigm」（ゴールドディロック・パラダイム）に乗れなかったのは、為替市場である。ドルは特に日本円に対して弱い。アメリカ経済がもっとも理想的な展開を示しているときに、その国の通貨が上昇できないのにはいくつもの理由がある。

一つは、相対的なポジションである。日本経済に対する楽観論は資金を動かす口実としてはアメリカ経済の理想的な姿よりも今は強い。週末に出た数字や円買い材料としては

- A) 日本の8月の失業率が二ヶ月連続の低下になった
- B) 日本政府の補正予算の規模が従来考えられていた以上に大規模なものになるとの見通し
- C) 日本の9月の住宅着工が昨年より10.5%も増加した
- D) 四半期ベースの自動車輸出の4.3%増加

など。

円が買われるのには、日本経済に対する根強い楽観論以上のいくつかの理由がある。これは添付した「来年3月までの円相場の見通し」に少し書きました。この予想は、何カ所からの依頼に基づき先週火曜日に作成して一部のお客様には配布しました。

この予想に入れていない一つの円高要因は、世界中の機関投資家のポートフォリオが依然として日本をアンダーウェイトしているという事情である。アメリカ経済は確かに良いけれども、ポートフォリオに占める割合は非常に大きくなっている。国際的な分散投資を大きな方針とするファンドマネージャー達にとっては、この大きくアンダーウェイトになっている日本の比重を高めないといけない。こうした情勢を考えると、円には引き続き上昇圧力がかかると思います。

今週のスケジュール

11月1日(月)	NTTが定額通信サービスの試験提供を開始 米10月製造業NAPM指数
11月2日(火)	米9月個人所得、支出
11月3日(水)	米10月非製造業NAPM指数 米9月コンファレンスボード、景気先行指数 米地区連銀景況報告「ベージュブック」
11月4日(木)	9月景気動向指数速報値 ECB理事会 英中銀金融政策委員会
11月5日(金)	米10月雇用統計

今週のポイントは、ECBの理事会です。ヨーロッパの各国では景気が力強さを増しており、いくつかの国ではインフレ懸念も指摘されている。また通貨供給量の伸び率は緩やかな目標である4.5%を上回っている。

先週末に記者会見したイッシング理事は、「インフレに直ちに警鐘をならす理由はない」と述べて、市場の利上げ観測が高まるのを牽制しているが、それでも今週の理事会でECBが利上げする可能性は5割程度ある、というのが市場の見方である。理事会の中も利上げ支持派と、インフレの顕在化まで待つべきだと主張する理事がほぼ半数ずつと見られており、理事会(専任理事6人、ユーロ圏各国の中銀総裁11人)で多数決で決められる金融政策がどちらに傾くか予想ができない状態。利上げ幅は0.5%になるとの見方もある。筆者は、0.25%の小幅な利上げを予想したい。

ただし、為替市場などではECBの利上げの可能性はかなり織り込んでおり、ユーロの対円での反発の幅は小さなものになるでしょう。あと、10月の米雇用統計は、「生産性」とともに注目されているアメリカの労働市場を知る数字として市場の関心を集めそう。9月の統計では約3年半ぶりに減少した非農業部門の雇用者数がどうなるかです。失業率は4.3~4.2%で良好な水準維持の見通し。

《 have a nice week 》

日米ともで少なくとも私は楽しみに予定していた野球がなくなって、なんとなく気抜けした週末でした。土曜日のスポーツニュースも寂しそうだった。日本の冬はスポーツに関するニュースが少ない。キャンプ情報を流してもらっても何ともおもしろくないので、何かないかと思うのです。まあ、優勝した福岡と王さんにはおめでとうと言いたいです。福岡は私が好きな町の一つです。

ところで、来週と再来週は海外、国内の出張続きで基本的にはこのニュースは休みます。

実際にはネットワーク社会の進展とともに、書き手がどこにいるかという「場所」は大きな問題ではなくなっている。小さなPCと回線があればどこにいても同じ仕事ができる。事実このニュースも去年の9月にはニューヨークから出した。文章を書いてそれをいつもの配布ルートに乗せるのは世界中どこにいてもできるわけです。しかし、出張はやはり移動の最中だったりしますし、他の仕事の関係もあるわけで、「一応お休み」ということです。何かあったら対応したいと思います。

それでは、みなさまには良い時間をお過ごしください。

《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》

来年3月までの為替相場見直し

住信基礎研究所主席研究員 伊藤 洋一

ドル・円相場の来年3月までの動きを、どのように展望すべきでしょうか。筆者は次のように考えます。

- 1 . 秋までの安値模索のあと一端底値を見たような形になっているものの、ドルがここ当面弱い通貨で有り続けることに変わりはない。上値を確認したとは、ドルは再び安値を試す展開になると考える
- 2 . 日本経済への楽観論は根強いものであり、一方で経常収支の赤字が続くアメリカに対しては徐々に先行き不安感が生まれている。アメリカではインフレ懸念が生じており、金利の上昇を嫌気する資産市場の動揺がドル安の一因になる
- 3 . しかし100円を割った段階では、市場状況にもよるが日米当局の介入があってもおかしくない。来年3月までという時間を見ると、100円を割っても一時的と見る。来年の3月の為替相場は104円とみたい

ドルが弱い通貨だと考える根拠は、今以上にドルを押し上げる材料が見あたらないことである。通貨が上がるためには、貿易取引が資本取引のどちらかで海外から恒常的に資本が入ってこなければならない。しかし、アメリカの場合は対外貿易収支では年間2500億ドルに達しそうな勢いで赤字が増加している。

次に資本取引を見ると、実際もそうだがいまさらアメリカに資本を入れる理由は見あたらない。ニューヨークの株式市場は誰もが足下を心配する水準まで上昇している。債券相場は

インフレ懸念の高まりの中で、またFRBの新たな利上げを警戒する見方から、弱い展開を示しており、10月の中旬過ぎでは指標銘柄の利回りは6.35%にまで上昇している。

大きな市場環境の変化を見ると、アメリカでは少なくとも1980年代後半から90年代の10年間続いたデフレ基調の経済からインフレを警戒せざるを得ない段階に入ってきている。IT技術の進展が引き続き物流コスト、生産コストを引き下げ米経済の生産性引き上げに寄与しているものの、労働コストへの上昇圧力は無視し得ない段階に達しつつある。今までのように、インフレを心配しなくて良い状況は過去のものになった。

ただちにインフレの時代が来るというのではない。そうではなくて、インフレ警戒心が強い相場展開が続く可能性が強くなったということである。ということは、長期金利には折に触れて上昇圧力がかかる。通常金利の上昇はその国の通貨の魅力を高める。しかし今のアメリカでは、金利の上昇は株式相場に直接的に響く。株の利回りが歴史的な水準から見ればきわめて低いものになっており、金利の上昇の打撃を受けやすいからである。今のアメリカにおける金利上昇は、通貨を支えるどころか、資産相場の崩れを呼んで通貨安、具体的にはドル安を誘発する可能性が高い。

日本は金利水準も低い。しかし、経済はこれから回復のパスに乗りそうだし、株式市場も今後上値を追う可能性が高い。なにもかも今が最良(従ってこれ以上は望みにくい)のアメリカ経済に比べれば、投資魅力は高いし、海外の投資家もそうした考え方に立っている。今まで低金利故に国内に機会があれば出ていこうとして日本の資金も、すでに海外への流出は止めている。今後金利格差が拡大しても、日本からの対外収支が大幅に増加する可能性は薄い。

ドルが上昇に転じるとすれば、それはいったん安値を追った後の反発であったり、当局の介入懸念であったりするだろう。つまり、ファンダメンタルズの動きを受けた反発は期待できない。ドルが上昇する期間は短いということである。たとえば、100円を勢いよく割った場合には、日米当局の介入に対する懸念が高まる。ドルの急落はアメリカにおける債券利回りの上昇、株価の下落を誘発するだろうから、これは日米とも看過できない動きとなる。こうした場合には、当局の容喙を予想する。

来年3月までは、基調としてはドル弱い展開を示そう。100円を一時的に割り込む可能性もある。しかし、一気にドルが安値をそこから追うとは予想しない。円の背景となる日本経済の回復基調は強いものにはならないだろうし、日本の金利水準は引き続き低く、ドルの安値を拾う投資家は多いと予想されるからである。

今後3月までの為替相場は、レンジとしては95円から110円を見たい。ドルが110円に接近するケースは、いったんドル安が勢いよく進行して、それに対して当局が対処した場合だけである。

(なお、ご質問のある方は03-5410-7657 か<ycaaster@gol.com>にお問い合わせ下さい)

