

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1695号 2003年08月04日(月)

## 《 mixed view on U.S. economy 》

今週のレポートの主な内容は以下の通りです。

1. 先週発表された一連の統計で市場の一部には「米景気回復期待」が強まっている。ISM 指数、GDP 統計、ベージュブックなどである。債券市場や外為市場ではこの期待が強い。時期尚早だとは思いますが、債券市場では2年債の動きから案外FRBの利上げも近いかもしれない、との見方も出たようだ。また企業業績は当面は回復基調と考えられ、これが株価を支えよう
2. しかし、一方で先週末に発表された雇用統計は、大統領選挙を控えたこの時期のアメリカ経済がアキレス腱とも言える弱い環を抱えており、それが「雇用」であることを明確に示した。強気論者が予測するような「米景気の4%前後の回復」があったとしても、当面は「jobless recovery」(雇用なき回復)になる可能性が高い。しかし雇用こそ大統領選挙の一つの争点になりそうな、大きな政治問題でもある
3. 強気論の台頭にもかかわらず、全体的に見ればアメリカ経済の先行きは依然として「mixed」(まだら模様)というのが当たっているだろう。当面というスパンでもそうだ。そしてその先を見ると、長期的な課題の方が山積しているように見える。双子の赤字であり、金利の上昇傾向、その中で深刻度を増す経済全体に染み付いた借金体質などだ
4. こうしたアメリカの実体経済の「まだら模様」(時間軸を含めて)を、株式、債券、外為市場はそれぞれに、さまざまな角度から見て流れの中で相場水準を決めることになる。この一ヶ月の債券相場がそうであったように、振れが大きくなるということだ。現在は静かなドル相場にもその兆候がある。日本の市場もこうした波乱の中で神経質な動きとなろう。ただし、日本経済にはアメリカ経済にない強みもある。日本にとっての市場としてのアジアの貢献度増大であり、これは株価のスタート台の問題と併せて、日本の株式市場を支えよう

米経済の回復説を目立つ形で記事にしたのはFTの週末版だ。一面トップの見出しが<sup>Fr</sup> Bond

yields rise as hope for recovery strengthens」(回復期待の強まりで米債券利回り上昇)となっており、その直後の本文で同紙は「7月一ヶ月間で、米財務省証券利回りは同国経済が長い停滞期を抜け出して力強い回復に向かっているとの確信の高まりから、過去20年間に経験しなかったような急激な上昇を見せた」と指摘している。

このイギリスの著名な新聞が「米景気回復説」を強く取り上げるには、それなりきの理由がある。注目されていた7月のISM指数は、5ヶ月ぶりに51.8と6月の49.8から大きく上昇し、分かれ目とされる50を上回った。ページブックにも、回復の兆しが指摘されている。今年第二・四半期のGDP速報値は、予想外に大幅なプラスの2.4%だった。

その前二・四半期が1.4%の伸び率だったことを考えれば、改善といえるし、この統計を受けて「今年下半期の成長率は実質4%前後に達するのではないか」(ウォール・ストリート・ジャーナル)との見方も台頭している。こうした景気回復期待が、アメリカの債券相場下落、利回り上昇の一因になっていることは明らかだ。

この週末に読んだ記事の中では、ウォール・ストリート・ジャーナルに

「Curiously, the two-year note, the most sensitive of the actively traded Treasury benchmarks to perceived changes in the monetary policy, held deep in the red. That left some to speculate that a rate increase from the Federal Reserve may not be as far out on the horizon as once thought.」(利上げはかねて思われていたように地平線のかなたの話ではないのではないかと)

という部分があったのには、少し驚いた。時間軸を示しながら緩和の継続を約束しているFRBの立場からは、今の2年債の価格が正当化されない動きを示していることに関する文章。こうした見方が出れば金利の上昇に拍車がかかるのも当然だろう。

しかし、アメリカの金利上昇は「景気回復期待」ばかりでなく、市場内部要因に基づく動きもあるようだ。例えばウォール・ストリート・ジャーナルには、投資家の債券ポートフォリオのリバランスが今回の利回り上昇の背景になっているとの記述がある。

「The big question remains whether the mortgage community has finished selling Treasuries or still has more duration, or the average life expectancy, to trim from their holdings.」

などだ。また私がこの週末に見た海外の新聞記事で、FTほど手放しでアメリカ経済回復説を採用している新聞は他にはなかった。例えば雇用統計を受けたニューヨーク・タイムズは「Job Losses in July Add to Mixed Economic Signs」という見出しで、アメリカ経済のアキレス腱として「雇用」の問題を取り上げている。ロンドンの新聞であるFTが締め

切りで記事を書き終えたあとに、ニューヨークの債券市場では一時4.6%に上昇していた10年債の利回りが前日引けとほぼ同じ4.4%に低下した。債券市場は、「アメリカ景気の先行きに、それほど一方的に強気にはなれない」と理解したとも受け取れる動きだった。

### 《 economists wondering what to believe 》

そうした市場の見方の修正を生み出したのは、先週金曜日に発表された7月の米雇用統計だろう。この統計によると、米7月の失業率は前月の6.4%から6.2%に低下した。これは朗報だったが、一方で非農業部門の就業者数は44000人も減少した。市場の事前予想は25000人増だった。雇用が減ったのに失業率が低下したのは、そもそも職を探す人が減ったからである。つまり、それは労働市場に入ることをあきらめた人が多いということだ。

その数は、7月の場合55万6000人に達した。就業者数の減少は6ヶ月連続。アメリカ経済は企業業績が上向きの中でも職を求める人々に十分な数の職を創造することができない状況が続いている。従って、「7月の雇用統計、もっと言えば失業率低下は、米国の雇用環境の実情から見れば良すぎる数字になっている」(マリア・ラミレス)ということになる。アメリカでは、2001年7月に直近のリセッションが終わって以降、100万人分以上の職が消えたと言われる。

雇用統計で示された雇用の減少とISM指数の上昇などとは、相矛盾しない。そこにあるのは、生産性の話だ。ISMのマネージャー達の見れば、アメリカの企業活動は確かに良くなっているのだろう。それは彼らが見ているモノの動きの中で感じられるはずだ。それは確実に生産現場の活況に、そして企業活動の繁忙に繋がる。

ただしそれが「雇用」に結びつくかどうかは別問題である。企業が競争の激化に対応するためにも生産性の向上を目指しているいろいろな設備投資をしていけば、従来100の生産を行うために100人の労働者が必要だったのに、今後は95人で出来るようになる。雇用統計が遅行指標であることを考慮に入れても、生産性上昇が雇用に対して持つ負の問題点というのは徐々に顕在化している印象がする。

株式市場にとっては、「雇用なき回復」は必ずしも「売り」ではない。なぜなら、それは企業業績が急速にアップする基盤が出来ることだとも言えるからだ。コストは押さえられ、業績が上がるという意味では、当面は「買い」の材料だろう。今の株式市場もそう理解する可能性が高い。企業の生産性は上がり、売り上げも増えて、利益は上がる。今回発表された米企業収益は全体に好調だった。

しかし労働者は同時に消費者である。高い失業率が続けば、アメリカ経済の69%を占める消費に陰りが出てこざるを得ない。その陰りの発生が何時になるのかは分からないのが、今のアメリカ経済にとっての大きな問題だろう。

来年11月の大統領選挙で再選を狙うブッシュ大統領にとって「雇用」は最大の問題である。外交問題でもほころびがいろいろ出ているが、まだ民主党はその大統領候補の大部分がイラク戦争を支持したこともあってブッシュを攻め切れていない。しかし、失業率が上昇して経済で失策が目立つようになると、民主党は勢いづく可能性が強い。それは90年代初頭の湾岸戦争で勝利して支持率を上げたものの、その後の経済不信で二期が出来なかったパパ・ブッシュの前例があるからだ。

ということは、ホワイトハウスの今後の最大の選挙対策は、「失業率を下げること」になる。減税などの一連の措置が雇用を増やすことになるかどうかだ。7月の雇用統計には「雇用増」で一つのヒントがある。それは、工場での雇用は生産性上昇措置などを背景に伸びないが、サービス産業での雇用は伸びているということ。しかし、サービス産業の雇用は大体において給与水準が低い。しかしそれでもブッシュは、「失業率の低下」を何よりも望むに違いない。それを目標に、ブッシュの経済政策は慌ただしいものになるだろう。であればあるほど、当面というスパンでは米景気の先行きには強気になれる、と言う立場も可能である。

### 《 expanding net debt for the U.S. 》

アメリカ経済が長期的に抱える問題は、雇用だけではない。例えば長期金利の上昇。今までのアメリカの消費者は金利が持続的に下がる中で住宅ローンの借り換えで現金を作り、それを消費に回していた。しかし、今の金利上昇トレンドの中ではこれを原資とする消費は出てこなくなる可能性が高い。

日本では長期金利の上昇は一巡してきたが、アメリカでは上昇が続いている。最近のアメリカの債券市場を見ていて気が付くのは、その上昇圧力の強さである。第二・四半期のGDP統計の物価デフレーターを見ても、インフレ圧力を感じないのに、債券の利回りには強い上昇圧力を見ることが出来る。何故か。

この問題を考えていて、一つの数字に目が行った。最近発表された数字だ。それは、2002年末のアメリカの対外純資産が2兆6052億ドル(市場価格表示)のマイナスで、これは前年末の-2兆3143億ドルから大きく増大した、というものだった。内訳は対外資産が6兆4736億ドル、負債が9兆0787億ドル。言うまでもなく、アメリカは対外経済関係において世界最大の巨大な負債超過国である。

重要なのは、2003年は対外資産と負債がフローで生み出す投資収益収支がマイナスになる可能性が強いこと。2002年は依然としてこの収支は87億ドルの黒字。これはアメリカの対外資産が直接投資中心で投資収益率が高いのに対して、負債は間接投資が多くて投資収益率が低いことによる。つまり額は多くても、アメリカにとって支払いが少ないから。

しかし、アメリカの対直接投資収益率(利益/資産)は、依然として高いとは言えるものの、2002年には18.8%と1990年の30.6%から大幅に低下した。負債の

収益率も下がっているが、一方で大幅な貿易収支赤字（年間5000億ドル近く）でアメリカの対外負債は増加しており、このアメリカの投資収益収支の黒字構造は崩壊しつつある。ということは、今後のアメリカという国は純負債と投資収益赤字で多少貿易収支が黒字になっても、経常ベースでは赤が増え続ける国になる危険性がある、ということだ。

何を言いたいかという、景気回復期待もあるかもしれないが、金利が上昇するのはそれだけが要因ではないかもしれない、ということだ。リスク・プレミアムも供給サイドの問題もある。アメリカの財政赤字は危険性としては4500億ドル近くに達する予定。加えて貿易収支は5000億ドルを超える赤が確実。ということは、アメリカでは双子の赤字で1兆ドルに達する赤が出る。

今回の上昇が始まる前の米金利低下の理論的根拠は「デフレの危機」だった。これはFRBが米経済に対する強気の姿勢を崩さず、利下げを小幅にとどめたことなどあってセンチメントが変わった。その後は米景気回復論だけで米金利は上がったとされる。それだけだろうか、と筆者は思う。

「アメリカが債務国なんてのは昔から」「何を今更」というのも一つの議論。それはそう。しかし一つ付け加えるとすれば、どうも見ていると今のアメリカでの根強い金利上昇圧力は、ただ単に「景気回復期待」だけではない、「リスクプレミアムの顕現化」とも考えられる。

今週発表された数字では、今年上半期の日本の為替介入額が9兆0256億ドルに上った、というのが目を引いた。これは1999年一年間の年間過去最高7兆6411億ドルを上回る凄まじい介入額である。直近を見ても、6月27日から7月29日まで一ヶ月超の介入額は2兆0272億ドルに達したという。

この巨額の介入がいつまで続くかは、議論するに値する問題だ。アメリカの雇用環境が一挙に改善するなら話は別だが、それが難しい現状から見れば、アメリカ国内のドル為替相場に対する不満は充満してくる可能性が高い。その不満はけ口は、今は中国に向いている。中国の元は確かに歴史的に見ても大きな切り上げ期を経験したわけでもないのに、1ドル=8.7元前後での対ドルリンクを続け、切り上げ阻止の介入を続けている。一方で対米では1000億ドルを超す大きな黒字を計上している。この黒字は日本のそれを大きく上回る。米産業界の敵意も買っている。

しかし、アメリカの対日、対中の為替を巡る姿勢には、どこか「double standard」の臭いがする。これは既にこれまでのレポートで指摘した通りだ。時間の経過の中で、これは恐らく日本にも介入の抑制と円相場の市場依存回帰によって解消するだろう。なぜならそれはアメリカの原則だし、政治的圧力もその方向に向かうだろうからだ。それは今年の秋以降かもしれない。

ドル・円に関しては、今朝の日経新聞に財務省内のアメリカ経済研究会が、「米国以外の投資家の対米投資比率が55%と今のまま変わらないと仮定すると、ドルは2002年の

水準から4割下落する可能性がある」とする試算をまとめた、との記事がある。

このアメリカ経済研究会とは財務省のHPによれば、「1990年代に高いパフォーマンスを示したアメリカ経済は、ITバブルの崩壊、不正会計問題の深刻化などにより、大きな転換期を迎えている。また、いわばグローバル・スタンダードとして多くの国・人から支持されてきたアメリカ型経済システムに対する信認も揺らぎ始めている。そこで、本研究会においては、アメリカ型経済システムの優位性と問題点について、様々な視点から議論を行うとともに、今後のアメリカ経済の行方を展望する」として、伊藤 隆敏・東京大学先端科学技術研究センター教授を座長に平成14年10月以降活動している。

日経の記事によればこの研究会は、「米国の貿易赤字や財政赤字が膨らめば、さらに米国以外からの投資を増やさないと対応できない」とも言っているという。円相場は2002年平均で1ドル=125円程度。「ドルの4割下落」とは、1ドル=75円を意味する。

今週の主な予定は以下の通り。

8月4日(月)	7月マネタリーベース 米6月製造業受注
8月5日(火)	6月家計調査(全世帯分) 4-6月法人企業動向調査 月例経済報告関係閣僚会議 米7月ISM景況指数(非製造業)
8月6日(水)	6月景気動向指数(速報) 英中銀金融政策委員会(~7日) ASEAN財務相会合(マニラ~7日)
8月7日(木)	日銀政策決定会合(~8日) 7月消費動向指数 米2Q労働生産性(速報) 米6月卸売売上高
8月8日(金)	7月マネーサプライ 6月機械受注・7-9月見通し 6月特定サービス産業動態統計

### 《 have a nice week 》

先週木曜日までとこの週末を含むそれ以降では、温度レンジがぐぐっと変わったような気がするほど暑くなりました。特に日曜日は、歩いているだけ汗が出てきた。やっと夏ですか。7月は太陽を殆ど見なかったので、なにか懐かしいような。ヨーロッパでは異常気象だそうです、日本の夏はどうなるのでしょうか。

街には学生・生徒が多い。夏休みということですが、大学の講師もやっている私は10

0人前後もの生徒のレポートを読み、点数をつけなければいけない。なかなか大変です。今年デジタルレポートを義務づけたので、去年のように手書きの読みづらい文字を読まなければならない苦行からは解放された。しかし、絶対量は増えました。2000~3000字のレポートというのは、なかなか長い。まだ時間がかかりそうです。

それでは、皆さんには良い一週間を。来週は夏休みでこのレポートを休みます。

《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》