

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1699号 2003年09月08日(月)

## 《 recovery under job cut 》

今週のレポートの主なポイントは以下の通りです。

1. 週末に発表された米雇用統計をきっかけに、ドルは対欧州通貨で大きく下落しました。円は介入と思われるドル買いでドル安・円高には展開しなかったため、円はユーロに対しては大幅に下落。市場が織り込んだ米景気回復の持続性に予期しなかった疑念が生じた現状では、欧州サイドにユーロ高の要因がないにしてもドル安・ユーロ高はもうしばらく続く可能性がある。その点では、外国為替市場の潮目は変わってきている
2. スノー財務長官のアジア歴訪は、「米中痛み分け」といったところでしょうか。APEC 共同声明の文言によくそれが出ている。一方で、米 CEA 委員長が米製造業の不振は人民元のせいではないと述べる一方で、ブッシュは人民元を念頭に為替市場での通貨操作を強く批判するなど、米政府の対応は今ひとつはっきりしない。人民元を巡る論争は、人民元の「将来の切り上げ」含みに一端沈静化する可能性が高い
3. 先週末発表された米雇用統計は、アメリカ経済の変質を明確に示した。政治は国民の為に「職」が欲しいが、経済は生産性の向上や海外へのシフトで伝統的な、そして代替可能な「職」は削減する方向を変えない。その結果は、景気の拡大が続いている中でも、雇用が増えないという「recovery under job cut」の事態です。このギャップを埋め合わせるには、新産業の育成と同時に、働く人間のサイドのスキルアップが必要。日本経済も近い将来に直面する問題だ
4. 日本経済には強い指標が続いている。今年下半期の成長に関わる数字は相当強いものとなる。団塊の世代とそのジュニアが日本の景気回復の主役となり、財政が行き詰まったが故に企業サイドの努力が加速して、「自立的で自律的な回復」になっていることが、強さを感じられる。問題は、新産業の育成が遅れていることと、所得レベルの向上が遅れていることである。しかし、日本の株式市場は調整局面を織り込みながらも、ここしばらく続こう

注目の雇用統計を受けた外国為替市場の動きは、「ドル急落」だった。ただし円は例外。先週の週央にあった対ユーロのレベル、1ユーロ = 1.08ドル前後と比べると、ニュー

ヨークの引けは1.11ドル前後。つまり、300ポイントのユーロ高・ドル安。ドルは円を除く全通貨に対して下げた。

ドル急落は、金曜日の朝方発表された8月の雇用統計で生じた「米景気回復持続性への疑念」からだった。非農業部門の就業者数は1万2000人くらいの増加が予想されていたにもかかわらず、発表されたのは9万3000人もの減少。この減少幅は7月の4万4000人を上回る。つまり、就業者の削減が加速していることになる。雇用減少は8月で7ヶ月連続。減少数でも5ヶ月ぶりの大幅なもの。今年これまでのアメリカにおける雇用減少は48万人に達するとされる。

雇用減少は広範に及ぶ。既に3年間も雇用を減らしている製造業では、8月だけで4万4000の雇用が喪失し、サービス部門でも6万7000人の減少、政府部門でも2万6000人の減。わずかに雇用を増やしたのはヘルスケアの2万5000人と、建設部門の1万9000人。8月の失業率が6.1%に低下した(7月は6.2%)のは、もっぱら雇用を求める退職者の数の減少による。

「米景気回復の持続性への疑念」の台頭は、今までの指標で景気楽観論一辺倒だったアメリカの株、債券、為替市場に強い影響力を及ぼした。株はダウで一時100ドル以上下げ(引けは約85ドル安)、10年債でここしばらく4.5%を上回っていた債券は4.34%まで低下した。ドルが大きく落ちたことは既に述べた。雇用が増えなければ、雇用所得を消費の主要源としている消費者の消費は続かない。ということは、GDPの69%を消費に頼る米景気の腰折れの危険性が強い、ということだ。

### 《 may possibly require monetary ease 》

公式統計によれば、2001年の同時多発テロの後にリセッションになったアメリカ経済は既に22ヶ月間も拡大を続けている。しかも、今後も加速が予想される。今年下半期の成長率は高ければ5%台もありうるとの見方。過去の景気回復の時期においては今頃はずっとに雇用も大きく増大していたはずだ。しかし今回の回復局面では、企業が雇用を米国内で増やす兆候は見えない。

912年のリセッションからの回復期は「jobless recovery」と言われたが、比べてみると今回はその時よりもさらに「(景気回復が)雇用におよぼす好影響」の顕現化が遅れている。一体何が起きているのか。

この問題を真正面から取り上げたのがニューヨーク連銀の経済月報である。8月号で、連銀サイト [http://www.newyorkfed.org/rmaghome/curr\\_iss/html/civ9n8/civ9n8.html](http://www.newyorkfed.org/rmaghome/curr_iss/html/civ9n8/civ9n8.html) で見ることが出来る。見出しは、「Has Structural Change Contributed to a Jobless Recovery?」で、回答を言うならば「その通り」ということになる。そのポイントをいくつか記す。

1. 2001年のリセッションが始まって以来、アメリカでは270万の職が失わ

れたが、その大部分はアメリカ経済の永久的な変化の結果であり、景気拡大が続いても戻ってこない。永久的な変化とは、生産自動化努力の継続、海外での生産増強、それに労働者削減を念頭に置いた生産性向上努力である

- 2 . 今回の回復局面における「jobless recovery」ぶりは際だっている。91 - 2年の回復期には、景気はゆっくりした回復基調を取り戻しても、約一年間は雇用の水準はフラット（増減なしの状況）だった。しかし、今回の回復局面では成長率は22ヶ月に渡って1.3 ~ 5.0%にも達するのに、雇用者数は平均して3ヶ月ごとに0.4%減少している
- 3 . 例えば、産業用機械・装置企業では、2001年のリセッション期間中に16万の職が失われた。その後の全般的な景気回復期においても、これら企業は10万6000人の雇用を削減した。輸送機械メーカー（自動車など）は、セダン、トラック、SUV（スポーツ多目的車）が記録的な売れ行きを示している中でも、リセッションの期間中に6万2000人、その後の回復期でも7万1000人分の雇用を削減した。証券・商品取り扱い業界もそうで、各4万4000人、2万5000人の減少だった
- 4 . こうした既存業界の雇用減少を埋め合わせ、経済全体での雇用の増大を可能にするには、90年代のIT産業のように新規・新奇な新しい産業、かつ活力溢れる産業が生まれて、そこで雇用が生み出されるのを待つしかない。ただしその場合でも働く人間に求められる就業条件は、よりインテリジェントな、海外の低コスト労働とは峻別される種類の労働力の保持である

今年第二・四半期の米非農業部門の労働生産性は、先週発表された改定値で年率6.8%という高い伸びになった。これは当初発表の5.7%をさらに上回る。歓迎すべき事だ。生産性の上昇は、インフレなき景気拡大を可能にする。

しかし「雇用なき回復」は、FRBに難しい問題を提起する。なぜなら、日本の日銀と違ってFRBは法律によって「雇用の確保と増進」を義務とされているからである。であるがゆえに、先週のバーナンキ理事のような発言になる。ウォール・ストリート・ジャーナルなどの米紙報道によると、先週同理事はある会合で

「Growth that is generated solely by increased productivity, and that is unaccompanied by substantial employment growth, may possibly require monetary ease, rather than monetary tightening, in the short run」

と述べたと伝えられる。つまり、たとえ景気が良くても、それがもっぱら生産性の向上に支えられたものであるなら、FRBが取りうる金融措置は短期的には金融引き締めではなく緩和である、と述べているのである。つまり、「jobless recovery」どころか「雇用減少下

の景気拡大」(「recovery under job cut」と私は命名しました)は看過できないというのである。この発言を受けて、先週の米債券市場では債券相場が反発に向かうきっかけとなった。

長期的には、生産性の上昇は結構なことです。インフレなき成長を可能にし、企業の利潤を上げ、最後には労働者の賃金を上げ、政府には財政赤字の返済を可能にさせ、さらには海外の資本を引きつけ、貿易赤字削減の原動力になる。しかし短期的には、企業は同じ生産量や多少の増産の必要性下では、生産性の上昇によって企業はより少ない労働者で済ませ、リストラが加速することになる。生産など景気指標としては経済が強いのに、雇用関連統計が弱いという事態になる。今のアメリカです。

ではどうするのか。これが難しい。90年代のアメリカはIT産業が雇用を創造した。しかし、あれほどの新規産業の勃興は今はない。日本でも例えばコムスの高校生大量採用のように、アメリカでもヘルスケアの職は増えるだろうが、爆発的ではないだろう。

リストラは大規模に発表されるが、知的雇用の増大は個々に静かに進展する。メディアの関心は、「jobless」に集中するだろう。これはブッシュによっては深刻な問題である。90年代初頭の「jobless recovery」はパパ・ブッシュの再選を不可能にした最大の理由だった。現在の「雇用減少下の景気回復」は、子ブッシュにとっては一番頭を悩ます問題となる。職のありなしは、政治にとって非常に大きな問題だ。

### 《 more flexible exchange rate management 》

非常に大きな問題だが、解決は難しい。なぜなら、生産性が上昇するという好ましい状況が強まれば強まるほど、景気が回復しても雇用は伸びないという政治的には困った状況が生まれるからだ。しかし、簡単に活力溢れる、雇用創出の新産業が生まれるわけではない。しかも労働者に求められる資質は上がる一方だ。日本でも人気のあるエコノミストのデービッド・レスラーは週末のアメリカの新聞に

「If productivity can grow at 3.5 percent to 4 percent indefinitely, and it is growing faster than that now, it will be very difficult to generate job growth」

と述べている。今のアメリカ経済拡大の原動力は、巨額の減税と住宅ローンの借り換えブームによって消費者の手元に入ったお金である。どちらも今後は期待できないものだ。既にアメリカの金利はかなり高くなって、今後住宅ローンの借り換えによるキャッシュは消費者の手元には入らない。減税も今の財政赤字を考えれば継続は無理。今後のアメリカ経済を支えるのは米消費者の懐に入る所得ということになるが、失業率の高さはそれを脅かす。

雇用統計を受けた米金融市場の先週末の懸念と、その結果としてのドル安、株安、債券高は根拠のあることだ。筆者は対欧州でのドル安は、1.13ドルをメドに進む可能性が

あると見る。ただしユーロがそれ以上上がるのには、欧州サイドからのポジティブな新たなニュースが必要だ。ニューヨークの株もこれまでの上げが急ピッチだっただけに調整局面入りすると考える。債券も一段の利回り上昇には歯止めがかかるだろう。

先週のこのニュースで大きく取り上げた人民元問題は、連日のように日本の新聞をにぎわせたが、着地は APEC 共同声明の中にある。日本の財務省のサイトで見ること出来る声明 ([http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/frame\\_2.html](http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/frame_2.html)) は、ポイントで以下のように述べる。

「We emphasized the importance of accelerating structural reform, adopting macroeconomic policies that promote sustainable growth, supported by appropriate exchange rate policies that facilitate orderly and balanced external adjustment. While recognizing that there is no single exchange rate regime that suits all economies at all time, we noted a view expressed at the meeting that more flexible exchange rate management, in some cases, would promote this objective.」

ワードでご覧の方々にとっては、二番目の斜字・下線の部分、メールでお読みの方々にとっては「while recognizing」以下「all time」までが、米中の激しい応酬のあとに入れられた文言である。つまり、「全ての経済に合致する単一の、そして常に適用可能な為替レート・システムなどない」という部分だ。ここで中国の顔を立てた。中国としては、「自分たちはまだ開発途上国だ。先進国の為替制度である変動相場制を単一に押しつけられてはたまらん」という意向を強く出した、ということでしょう。その上で、「柔軟な為替レート管理」が望ましいとアメリカ、日本の希望を入れた。

では目先どうなるのかと言えば、「何も変わらない」ということだ。スノー財務長官は、「将来の人民元の切り上げ」の道筋は付けたと行ってアメリカに帰る。しかし、中国は当面なにもしない、ということだ。しかし、では中国が全く人民元を放置できるかと言えば、そうでもないだろう。中国は今回人民元の切り上げ圧力を回避するためにいろいろなことを検討ないし実施したとされる。米紙などを参考にすると

- 1 . 中国の輸出産業に一段の競争力を与えていた一部輸出補助金の削減、ないし廃止
- 2 . 3560億ドルにも及ぶ外貨準備を使って、米財務省証券のこれまで以上の購入
- 3 . 中国からの海外旅行者に、今まで以上の外貨携行を促し、また輸出企業が外貨を留保することを奨励し、個人、企業の海外からの輸入を促す

など。結局中国は、国内流動性の高まりとインフレ圧力の増大や産業の高度化の必要性に直面したときに「人民元の切り上げ」を実施すると予想することが可能である。それは多分年内ではない。この週末には、マンキュー米大統領経済諮問委員会（CEA）委員長が、「割安な人民元が、米国の製造業が抱える（失業などの）問題の第一の原因だとは思わない」と述べ、「人民元切り上げ問題」を重大視しない見解を示した。アメリカ政府の足並みも揃っていない。

スノー長官のアジア歴訪に関連して興味深かったのは、日本の介入への態度だった。人民元問題と密接に関連する。APEC 声明で言うような「more flexible exchange rate management」を理想とするならば、半年間で9兆円以上も介入を行っている日本の通貨政策はいかにも窮屈で、とても「flexible」とは言えない。アメリカから見れば、恣意的な為替操作に見える。

伝えられるように先週後半のドル買い・円売りが日本の通貨当局の介入であるとしたら、ほんのわずかな「柔軟性」は感じられる。介入の開始ポイントを115円台まで待ったことだ。従来は116円台でも117円台でも介入を開始していたと見られる。日本の通貨当局の動きを監視しているアメリカに、「115円台に一気に入ったので」とスピード調整を理由に説明できる水準だ。

しかし、中国に対して「more flexible exchange rate management」を言えば言うほど、また日本の景気回復がしっかりしたものになればなるほど、日本の介入は説明が難しいものにならざるを得ない。先週の号では、日本の介入が「ロードブロック的」なものになるのか「スピード調整的」なものになるのか、という問題提起をした。先週の動きではまだどちらとも判定できない。当局の行動パターンも ambiguity を狙ったものである可能性がある。しかし、アメリカの景気の先行きに疑念が台頭するという新しい展開の中で、当面はドル安・円高圧力が高まるだろう。

今週の主な予定は以下の通り。

9月8日（月）	8月マネーサプライ 8月消費動向調査 8月景気ウォッチャー調査 自民党総裁選公示 小泉総理が公約発表 BIS 総裁会議
9月9日（火）	7月機械受注 米7月卸売売上高
9月10日（水）	4～6月GDP（2次速報） 8月企業物価指数

9月11日(木)	日銀政策決定会合(～12日) 米7月貿易収支 米8月輸出入物価
9月12日(金)	自民党総裁件候補によるテレビ討論会 米8月生産者物価 米8月小売売上高

注目される指標は、日本の7月の機械受注。先行指標なだけに、日本経済の強さを見る指標となる。海外でも日本経済への評価は高まっている。IMFなどが日本に徐々に強気になってきている。ただし、日本への海外からの資本の流入はかなりのペースで続いており、今後も続くかどうかには疑問もある。アメリカの株式市場が調整に入った場合には、日本の市場も影響を免れない。しかし、日本の場合は押しも浅いだろう。スタート台が低いし、日本の株式市場の上げはそれこそ若い。

アメリカの注目指標は週末に多い。貿易収支、生産者物価、小売売上高などである。雇用関連の数字には引き続き注目が集まるだろう。

### 《 have a nice week 》

大リーグに行っている代表的日本人選手二人が調子を落としているのが気になって仕方がない。日本のプロ野球の方には全く興味を失ったので、もっぱらアメリカに注目しているのですが、どう見てもイチローと松井の調子は相当悪い。ほぼ同時に悪くなっているのは、体力の関係か。

全体を見ても、毎年のように後半に調子を上げてくるチームと、ヤンキースやマリナーズのように前半は絶好調だが、後半はパワーを失うチームがある。どうしてなんだろう、と思う。松井の場合は、やはり練習方法の違いなどが体調に影響しているのではないかと、とも思う。思うようにバッティング練習も出来ない、と読んだことがある。まあ両方ともポスト・シーズンには出てくると思いますが。

《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》