

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1654号 2002年09月30日(月)

《 at a more moderate pace 》

今回のレポートの主なポイントは以下の通り。

1. G7は今まで通り先行きに楽観論を振りまきながらも、世界経済の先行き不安への明確な対処策を示せずに終わった。うたい込めたのは、「健全な経済政策」と「構造改革」という代わり映えしない単語だった
2. 会議の席上や、場外での個別会談で議題に上ったのは日本の不良債権処理やアメリカの会計疑惑への対処の必要性などで、今抱える問題への対処に精一杯で、各国の政策への踏み込んだ評価も、G7として総合的にどう世界経済の成長を確かなものにするのかは議論できなかった。また、G7としてはやむをえない面もあるが、今後の成長の核となる産業やそれを育てる戦略は示せなかった
3. G7がなぞっただけで終えた世界経済が抱えているリスクとは、アメリカの対イラク攻撃に伴う世界情勢の不安定化、日本ばかりでなく世界的に鮮明になってきたデフレ圧力、世界各国経済の成長力の鈍化、それに株価の下落とそれに伴う消費減退懸念など。これはG7後もそのままリスクとして残っている
4. こうした一連の不安要因がある中では、株価には下方圧力が、債券相場には上昇圧力がかかり続けることになろう。為替相場はドル堅調地合いの中で、神経質な展開が予想される

先週金曜日にワシントンで開かれた7カ国財務大臣・中央銀行総裁会議(G7)は、声明の第一パラに世界経済に対する認識を示した文章を発表して閉幕した。その第一パラは以下の通り。

Economic growth in our countries is continuing, though at a more moderate pace than earlier this year. We recognize that risks remain. We are committed to sound economic policies and structural reforms, and to working together to improve corporate disclosure, enhance corporate accountability, and strengthen the independence of auditing. We are confident that these policies, accompanied by continued vigilance and cooperation, will strengthen growth in coming months, and

thus support sustained expansion. We will continue to monitor exchange markets closely and cooperate as appropriate.

(財務省仮訳 = 我々各国の経済成長は、今年初めよりも緩やかなペースではあるが、続いている。我々は、リスクが残っていることを認識している。我々は、健全な経済政策及び構造改革にコミットしており、また企業の情報開示を改善し、企業の説明責任を拡大し、会計監査の独立性を強化するための共同作業にコミットしている。我々は、今後とも警戒と協調を続けていけば、こうした政策が今後数ヶ月間で経済成長を強め、その結果、持続的な拡大を支えると確信している。我々は、引き続き為替市場をよく注視し、適切に協力していく。)

筆者の目から見て、今回の声明における世界経済の現状に関するG7認識のポイントは三つです。

1. テロ直後の今年初めよりも世界経済の成長ペースがむしろ落ちたことを認めた
2. よって世界経済の先行きにリスクがあることを従来より明確に再認識した
3. しかしながら、こうした国際会議の常として今後については楽観論を振りまいた

今回の声明に関して日本の新聞の中には、「声明には世界経済が抱えるリスクが認識された」とことさらG7の「リスク」認識に焦点を当てたものもあった。そう言いたい気持ちは分かるが、G7の声明がその中に「risk」という単語を入れるのは別に今年に入っては珍しいことではない。2002年2月8～9日の会議に伴う声明にも「, although risks remain.」と入っているし、4月20日のG7声明にも「,but downside risks remain,」となっている。

今回の声明の特徴といえば、文章的にも今までは付け足しになっていた「リスク」警告が、G7参加者達としても一つの文章として独立させた方が良いと考えるほどに大きくなったことだ。今回のrisk という単語は、「We recognize that risks remain」と明らかに一つの文章の主役になっている。

日本の新聞が「声明にリスクという単語が入った」ということを強調したい気持ちは分かるかと思えば、今年前半の声明にG7が書き込んだ「リスク」と、今回のG7参加者が書き込んだ「リスク」には質的に大きな差があるからだ。4月20日G7声明のリスク表現のあとに続いている単語は、「including those arising from oil markets」で、つまりこのとき彼らが考えていたリスクの筆頭は「石油」だった。「石油」に加えて言うならば、今年前半にG7参加者達が考えた「世界経済のリスク」とは、テロ後のショックを世界経済が乗り切れるかどうかといったレベルだったと言える。

《 risks remain 》

しかし、今回G7の首脳達が「We recognize that risks remain.」という一文に込めたり

スクは広範である。G7関連記事を読んでいると、ヨーロッパからの参加者はこのリスクに関して非公式の席で「geopolitical risks」という言葉を使ったという。「**geopolitical risks**」という単語は、今月24日のFOMCの声明文に使われたものでもある。

「地政学的なリスク」とは具体的には中東、もっと言えば今ではイラクを指す。アメリカの対アフガニスタン（アルカイダとそれを支持したタリバン政権）戦争に対する時のように、西側が一致団結していれば良い。しかし、今回はそれが怪しい。30日の新聞によれば、イギリスやアメリカでも対イラク攻撃に反対する市民の動きが始まっている。

対イラク戦争への積極派であるアメリカに対して、一番遠い距離にいるのがヨーロッパ最大の経済国であるドイツだ。アメリカとドイツの対立は、87年の金融政策を巡る両国対立が間接的にブラック・マンデーにつながった記憶に繋がる。イラクを巡る「地政学的なリスク」は、西側世界の分裂にまで拡大する大きなリスクに繋がっている。多分G7の首脳達には、このリスクがあまたをよぎっていただろう。

アメリカの対イラク戦争が実施に移された場合、それがアメリカ経済や世界経済にとっての「浮揚」に繋がるとの見方は殆どない。むしろ消費者を怯えさせ、世界経済を不安定とすると見られている。とすれば、「ブッシュ家のトラウマ」的（後段で説明）に、そして確信犯的にアメリカがイラク攻撃に踏み切ることは極めて大きな不安、リスクが残る。これは今年の前半にはなかったリスクだ。ここに今回のG7声明で「risk」が一つの文章の中心に座った理由がある。

アメリカのブッシュ政権がなぜこれほどまでにイラク攻撃に執着するかに関しては、今週末に同大統領が「フセインは、ダッド（父親）を殺そうとした」という発言で鮮明に出ている。93年4月にブッシュ元大統領は自らが解放したクウェートを訪問したが、その時自動車爆弾による暗殺未遂事件があった。米政府はイラク政府の関与があったと断定、当時のクリントン大統領は報復としてバグダッドへのミサイル攻撃を行った。

つまり、ブッシュはアメリカ人の中でもイラクのフセインに対して個人的にも、ファミリー的にも強い敵対心、警戒心をもっている人間なのである。世界の歴史を見ても為政者の個人的恨みつらみで歴史が動いた例は多い。それはそうなのだが、ヨーロッパの連中が「geopolitical risks」という言葉に秘めた中には、

「ポスト・フセインはどうするのか」

「イラクの現政権を倒したら、中東という地域はもっと不安定化しないか」

「パレスチナとイスラエルの関係は收拾がつくのか」

「世界経済はどうなるのか」

という今後への問題意識があると見るのが常識。それへの回答はG7としては出せない。だから、「We recognize that risks remain」となる。

しかし、リスクは「geopolitical」な面にだけ存在するわけではない。この一年くらいの期間で非常に鮮明なのは、ITなきあと、またはITが普通の技術になったあとの世界経済の成長戦略を、G7が描けないことである。

日本の不良債権問題のように過去の問題の解決には関心を注げる。しかし、NASDAQが5000の大台から今や1000を割そうなところまで落ちてきた中で、ITが株式市場を先導する力も、そして経済の力強い成長を先導する力もなくなった中で、今の世界をどう成長軌道に乗せるのかのシナリオがG7は描けないでいる。筆者はむしろこれこそ「リスク」だと思うし、G7の首脳達も恐らくそれには気づいているでしょう。むしろ、G7がこの点でできることは限られている。産業は育成すれば育つものではない面があり、時間の経過と技術の進歩、そして需要との出会いの結果だ。しかし、それが今は見えない。G7にも。

G7前も後も、日本では「不良債権処理」が日本経済の、そして世界経済の「救世主」のような騒がれ方をしている。しかしそうだろうか。日本ではしばしば奇妙な形で議論だけが先行する。この週末は、塩川財務省が不良債権処理をアメリカ側に「言った、言わない」で大騒ぎになった。

しかし重要なのは、それがそもそもどうした環境で発生し、その処理にはどういう目的があり、何に役立ち、他のセクターにどういうリパーカッションがあるかが完全に理解されないままに、議論だけが空虛に先行していることだ。中身がないにもかかわらず、それが踏み絵のようになって、「する、しない」だけが人事始め多くの事柄の基準になる。「不良債権の処理」と言っても、資本を入れるのか、二次損失を公的資金で埋めるのか、それとも税還付するのかなど多くの選択肢がある。しかし、その中身の議論はそっちのけで、曖昧な「不良債権処理」という言葉だけで議論が進んでいる。

不良債権問題が発生したそもそもの原因は土地バブルであり、その崩壊だ。しかし、肝心なのは資産デフレが今も続いている、ということだ。毎年土地の値段は基調として下がってきている。常識的に考えれば、今年行った新規融資は数年後に企業がそれを事業で返済できなくなった場合、担保でもカバーできない不良債権になる。今日本はその悪しきサイクルの中にいる。銀行の融資システムが大きく変わり、人材も、融資の評価基準も新しいシステムになっていないのだったら、デフレの下では新しい不良債権はいったんなくしても、また生まれる。

「不良債権処理」を「公的資金を入れて一気にやろう」ということでやれば、それを行った時点では日本の金融システムは軽くなる。しかし、だからといってデフレという客観的状況が改善されなければ数年後にまた同じ事態が発生する危険性が高い。その認識が必要だ。それだけで、「(不良債権処理に関わる銀行への)公的資金導入」が、日本経済にとっての万能薬でないことは明確である。不良債権処理は、日本経済再生にとって必要条件の一つに過ぎず、十分条件では全くない。

何が必要かと言えば、デフレを止めること、止められないとしてもそれを緩やかなものにする、そうでなければインフレ前提の金融システムをデフレも受容できるようなシステムに変えること、銀行も融資に関わる社内システムを人材・債権管理を含めて新しい時代の要請に合ったものにして儲かる体質を作ること、そして何よりも多少の不良債権が生じてそれを吸収できるだけの活力ある日本経済を作り上げること、そのための成長戦略を描くことである。しかし、今の「公的資金導入問題」には、こうした視点が全く欠けている。日本経済再生への全体像を欠いたまま、国際的に「不良債権処理」を約束しても、それはいつまでたっても出来ないだろうし、日本経済は再生しないだろう。長期的成長が、その核もなくて出来るわけではない。

《 more deflationary pressure 》

日本は不良債権問題だが、過去の失敗の修正に専ら関心を集め、それに執着せざるを得ない事情は、世界の他の国々も同じである。G7声明には

We are committed to sound economic policies and structural reforms, and to working together to improve corporate disclosure, enhance corporate accountability, and strengthen the independence of auditing

という文章がある。corporate disclosure, enhance corporate accountability, and strengthen the independence of auditingの部分などは、この一年くらいで起きたアメリカ企業不祥事の総まくりのような印象である。日本でも企業行動に対する不信が出ているが、アメリカの場合はそれが高水準だった株価の水準引き下げに直結しているという意味で深刻である。日本の場合は不祥事が起きる前に株価はかなり調整されてしまった。

声明には明確な形で出ていないが、ヨーロッパが抱える問題も深刻である。このG7を前にして、欧州委員会は財政赤字解消の期限を2004年から06年に延期する方針を打ち出した。それは少なくとも、ヨーロッパの景況が財政赤字を均衡に近づけるような環境がないことを示している。現実的な判断であるが、ドイツを中心に欧州経済の成長力鈍化、デフレ傾向の定着は今後が懸念されるレベルにまで達している。

こうした状況から出てくる結論は、G7でさえも新たな成長戦略を描けないなかで、世界経済はイラク問題もあり迷走状態が続くだろうと言うことです。むしろ、日本を含めて消費者の需要レベルが目に見えて減少するようなことはないし、その面では企業の設備投資はある程度続き、世界経済は一定のレベルを維持できると考えられる。しかし、産業分野的にも今の世界経済には成長の核がない。こうした中では、ヨーロッパやアメリカを中心にデフレ圧力は強まると予想できる。日本が強いデフレ圧力下にあることは周知の事実です。

ということは、今後も供給過剰や政府の政策リスクで値崩れの可能性のある日本の国債は別にして、世界的には流動性のある国債（例えばアメリカなどの）は絶好の買い対象とされ、この結果長期金利は下がると予想できます。

アメリカの10年債の利回りで見ると、3.75%までの下げが急で、その後は保合が続いている。相場的には、一度反落してもおかしくない。つまり、金利上昇局面はあるでしょう。しかし筆者は、世界的に見ても長期金利の低下傾向は今後も基調的に続くと考えます。やや長い目で見れば、アメリカの10年もの国債の利回りが3%を下回る可能性が強いと考えます。

金利低下の中で、通常なら株式市場への資金流入も出てくるはずですが、しかし、例えば日本の電力など一部銘柄の利回りが債券利回りを大幅に上回っても十分な買い物が入らない事態に示されるように、最後は「市場への信頼性」が残るかどうか、株式市場への資金流入が続くかどうかのポイントになると思われる。その意味では、アメリカの株式市場はまだ下値不安が強い。アメリカ市場が下げの危険性が高いとすれば、日本の市場もそれに引きずられる局面が多くなると考えるのが自然です。

為替相場は、基調はドル高だと考えます。アメリカも弱味を抱えている。それは確かです。しかし、為替相場は「比較」の結果ですから、日本や欧州により弱さがあれば、ドルは強くなる。筆者はそうなる可能性が強いと考えます。

恐らく、「世界経済の成長戦略」を描けないG7を初めとする今の先進国にとって、一つの希望が残っているとしたら、それはG7のメンバーではない中国をいかに世界経済運営に咬ませることが出来るかでしょう。サミットにロシアが入ったにもかかわらず、中国はWTOに加盟しただけで依然として世界経済にも政治体制にもしっかりと組み入れられていない。

しかし、中国の経済規模は急速に日本の半分程度に接近してきている。G7の多くの国より、実際には経済規模は大きい。また「世界の工場」と言われる時期を足速に経験し、今はソフトの面でも世界経済に活力の源になり、かつ世界の企業が注目する消費市場に台頭しようとしている。中国をこのまま世界の政策運営策定の埒外に置いておくのは、間違いだろう。デフレの震源地と恐れるだけでなく、間違いなく世界にも冠たる経済国に今後5～10年となる中国をその戦略の中に入れるべきだ。

筆者は9月の21日から数日間、一年ぶり上海を訪れた。そこで見たものは、発展著しい中国経済の姿だった。そこでは「発展の中間省略」が典型的に見られ、経済は急速に変貌し、国民はそれを歓迎していた。実は、中国経済発展の主役は「外資」だ。「浦東スピード」が喧伝され、上海の街は急速に豊かになりつつあった。

その中国報告は、次回に譲りたい。本当は今回の号での取り上げを予定していたが、G7関連で長くなってしまった。参考までに、去年の中国に関する報告はインターネットのHPで言うと、<http://www.ycaster.com/news/010910.pdf> にあります。

今週の主な予定は以下の通りです。

9月30日(月)	8月鉱工業生産 8月勤労統計 8月建築着工、住宅着工 自民党役員人事、内閣改造 米8月個人所得、個人支出 米9月シカゴ購買部協会景気指数
10月1日(火)	日銀短観 9月新車販売 米9月ISM製造業景気指数 米8月建設支出
10月2日(水)	9月マネタリーベース
10月3日(木)	米9月ISM非製造業景気指数 米8月製造業受注
10月4日(金)	8月家計調査 米9月雇用統計 米9月財政収支

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。土曜日は東京は曇りで暗い一日でしたが、日曜日は綺麗に晴れた。天気予報が外れた日でした。しかし、予想外の晴れだったせいか街に出た人の数は少なかったようです。

中国に関する分析は次回に譲りますが、長年中国に行っている人間として今年非常に印象に残った点は、「笑顔」です。数年前までに中国を訪れた人はご存じでしょう。レストランに入る。女性店員に笑顔は全くない。お金を払う。お釣りを投げてよこしたものです。しかし、今は違う。「笑顔、笑顔」です。有名で上海の中心にあるような店でも、店員に「笑

顔」がない店は潰れていると現地の人に聞きました。それだけ、中国は変わってきているということです。

全く別の話ですが先週強く思ったこと。それは、日本銀行が日本の企業の株を買って大株主になり、一方で銀行には今以上に公的資金が入り、実質的に国有銀行が増える．．．．．ということは、日本がどういう国になるということだろうか、ということです。これは、日本が市場主義の国から遠ざかることを意味しないか、市場の知恵を生かすことを方針とする国のあり方が忘れられつつあるのではないかと。

国債の販売は優先（無税化など）されて、逆に株式市場は新証券税制で投資家がお金を回したくないと思うような場所になりつつある。より一層の国家への資金の集中。それで良いのだろうか。国庫にばかり集まったお金は、では誰が配分を決めることになるのか。

もし日本が「市場の知恵」が生きないようなシステムになるのなら（事実そうなりつつあるが）、それで一時的な危機は凌げてもその後は実に懸念される事態が起きるような気がしてならない。とまあ、そんなことを考えていました。またこの問題は取り上げたい。

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》