

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1753号 2004年11月01日(月)

《 china raised interest rates marginally 》

今週のレポートの主な内容は以下の通り。

1. 先週発表された中国の利上げは、同国の金融情勢に詳しい人間にとってはやや意外感のあるものだった。しかし“投資過熱”の割には利上げ幅が小さいことが、この利上げの性格を良く物語っている。それは景気や投資に対しては「追加・補完的、かつ市場打診的」なものであり、金融システムに対してはヤミ金融排除を狙った「体外循環の体内化」としての性格が強いものだ
2. その意味では、中国の景気や投資熱がこの利上げによって一気に冷えると思うのは間違いだ。中国は失業問題の深刻化を避けるためにも年率7%の成長を達成しなければ政治体制が持たないと言われている。先の重慶の混乱も国内不満の累積を物語る。利上げで出てきた世界の市場の中国経済への先行き不安は行き過ぎの可能性が高い
3. 米経済はいずれ息切れが予想される消費をエンジンにまずまずの成長を続けている。第三・四半期の成長率は3.7%と第二・四半期を上回ったものの、予想を下回った。問題はこの消費が雇用の伸びや賃金の伸びの環境を伴っていないこと。貯蓄の切り崩しが進んでいると思慮される
4. 次期米大統領が誰に決まろうが、今年から来年にかけてのアメリカ経済の成長力は低下する可能性が高い。この可能性を受けて、ドルがユーロ、円などに対して大きく下げている。貿易収支赤字の巨大化、財政収支の赤字の持続予想を見れば、ドルの軟弱地合いは継続すると考えられる
5. ドル・円が105円台になるなかで、ドルの下値に関心が強まっている。ドル・円はレンジの見方が長く強く続いた後なので、市場は思いの外動く可能性が高い。日本の通貨当局は再び介入を巡る決定を余儀なくされよう。介入に対するアメリカの姿勢は以前よりは厳しくなる可能性が高い。特にケリー当選の際にはそうである

中国の利上げ発表は29日。貸出、預金の各金利を期間一年物について0.27%引き上げ、各5.58%、2.25%とした。別の期間には別の利上げ幅が発表されているが、

「利上げ」そのものが予想外のタイミングだったために、世界の市場には大きな影響を与えた。一番大きな影響があったのは資材価格に関わる商品市場。既に落ち始めていた銅ばかりでなく、他の商品市場も大きく下げた。原油相場も一時の55ドル台から大きく下落した。

筆者はこの中国の利上げは、既によく知られている“過熱投資”の割には小幅であり、景気や投資に対しては「追加・補完的、かつ市場打診的」引き締め措置であり、金融システムに対してはヤミ金融排除を狙った「正常化への一步」「体外循環の体内化」としての性格が強いものだと考える。

今回の利上げは、繰り返すが一年物について利上げ幅は年0.27%。固定資本投資が今年1-9月に約28%（これでも一時よりは落ちてきている）も伸びている国の利上げ幅としては異常に小さい。本当にこの固定資本投資の伸びを金利操作で抑えようとしたら、もっと大幅な利上げが必要だったと考える。少なくとも1%とか2%の利上げが必要だったはずだ。

それを小幅にとどめたのは、春からやっている裁量的金融政策（鉄、アルミなど特定業界を対象として融資抑制方針）を補完する意味合いがあったということだと思う。中央がいくら特定業界への融資抑制を言っても、中国では地方政府（省や特定都市）がそれを無視して競争的に特定業界への投資を進めていたと言われる。裁量的・行政指導的引き締めに金利面でも補完する意味合いがあったと思える。

《 more leeway for Chinese banks 》

注目されるのは利上げの幅ばかりでなく、「上限金利制度」というこれまでの中国の独自制度の撤廃である。中国では今まで「上限金利制度」の下で融資金利のレンジは下限が基準金利の90%、上限が170%となっていた。下限が90%というのは、基準金利を下回った金利水準でお金を借りられる向きもあったということ。

今回この上限が撤廃されたということは、銀行は貸出先を見て何%の金利でも貸すことが出来る、ということになる。中国に根強く存在する地下金融システムでは平気で20~30%の金利でお金を借りていた向きがあったと言うから、まともな銀行も上限金利が撤廃されれば、経営判断の幅、収益確保の幅は大きく広がることになる。その意味では、銀行がどのような貸し出し姿勢を取るかによって、基準金利の上げ幅からは予想できないほどの引き締め効果がある、とも考えられる。

注目されていないが、今回の利上げにおける一つのポイントは預金金利の引き上げでしょう。一年物では引き上げは0.27%と小幅だが、5年物の預金金利は0.81%引き上げられて3.60%になった。今までの中国では、預金金利が恒常的にインフレ率（消費者物価段階で5%くらいか）を下回っていたことから預金者の不満が強く、これが「体外循環」と呼ばれるヤミ金融の世界に流れていた。ヤミ金融業者は、高利で預かり、もっと高利で貸した。

「体外循環」とは、引き締め時にはじき出される民間、中小企業を対象に資金が正統な金融システム以外で回ることを意味する。業者は高利で預けたい人からお金を集め、それを正統システムからはじき出された企業に貸す。成長率が高ければ、そうした高利で資金を借りても事業は回る、と考える人は今の中国では多い。それが、引き締め策の尻抜け状態を作り出していた。

新しく設定された預金金利でも中国のインフレ率を下回っているのに、高い預金金利を要求する預金者の希望をすべて満たすわけではない。しかし多少は「体内循環」に戻ってくる可能性がある。その集まった資金で、金融機関は上限が撤廃された金利で企業に貸せる。金融機関の収益は増える。言ってみれば今回の中国の金融施策は、預金者は高い金利で預金ができ、金融機関は上限のない金利でお金を貸せるという意味で、「体外循環の体内化」策と理解できる。

中国の利上げに関してロイター電には「中国ビジネスを手がける日本の金融関係者は、突然のことで驚いている」という文章がある。筆者も9月中旬に北京でこの問題を集中的に取材した際には、「当面利上げはない」という印象だった。一般的な利上げは投資には出はなく消費（中国のGDPの約4割）に打撃になる、それによって弱い産業も打撃を受ける、などが中国の専門家の意見でもあった。それは中国、先進国への長い道に詳しい。

それにも関わらず国務院が利上げを決意したのは、今回の小幅利上げ、上限金利の撤廃が中国の直面しているいくつかの問題に同時に少しずつ取り組むことになる、と判断したからでしょう。どの問題にも抜本的な解決策にはならないが、「前進にはなる」と理解した可能性が強い。9月27日の1748号で指摘したグラデュアリズムです。

望ましくない固定投資が希望したほど落ちない原因になっている「体外循環」を少しでも「体内循環」に戻す、途上国的な裁量的引き締めの限界を少しでも市場金利操作による理想的な先進国型の金融政策に戻す、何を言われようが勝手な投資政策を進めようとする地方政府の動きを牽制する、しかし景気を大きくダウンさせて失業者を大量に出すようなことはしたくない、などなど。

今回の措置がこうした狙いを全て満たせるとは思えない。あくまで追加的、補完的、とりあえず「前に一步」の措置でしょう。だから30日の中国各地の株式市場が脚気反動的に大きく下げたのは行き過ぎだと思う。中国の経済成長が破裂なしに長期的な展望を開くならば、それは中国にとっても世界にとっても良いことだ、と理解できる。

中国の利上げに関連して、このニュースに相応しい視点として中国の利上げ決定システムに触れておこう。少し注意深い人なら今回の中国利上げの発表主体が「中国政府・中国人民銀行」となっていたことに気づいたはずだ。つまり、中国では依然として政府、もっと具体的には国務院が金利水準を決めているのである。中国人民銀行は相談に預かるだけだ。

アメリカ、日本など先進国では長い歴史の中で、「中央銀行の政策決定は時の政府の方針

とは独立して行われるべきだ」という教訓が生きたものになっている。政治の圧力で金利が上げ下げされれば、金融政策が中立性を失い経済の長期的安定成長に打撃になるという苦い教訓の上に出来上がっている。むしろ社会的、政治的なプレッシャーは存在するし、中央銀行がそれを気にすることはあるだろうが、日銀の政策決定委員会も、連邦準備制度システムの公開市場委員会（FOMC）も、時の政権とは独立的に金融政策を運営できる法的枠組みが出来ている。

では中国はどうか。中国社会科学院金融研究所所長でありつい最近まで中国人民銀行貨幣政策委員会の委員だった李揚さんは、中国人民銀行貨幣政策委員会は日銀政策委員会やFOMCとは名称としては似ているが、内容は全く別物だと指摘する。中国人民銀行貨幣政策委員会は金利に関して決定権のない、言ってみれば諮問のための委員会である。現在13人の委員がいて、構成は主要官公庁から9人、人民銀行から3人、アカデミックから1人という構成になっているという。開催は四半期に一回。

日銀政策委員会やFOMCのように議事録を出すのかということ、出さないという。委員会には中国人民銀行の周総裁が出席しており、総裁は参加者の意見をじっと聞いている。意見を集約することもしないという。そしてもっとも重要なのは、周総裁は温家宝率いる国務院と相談して、国務院の名の下に金利操作を行う。つまり、形の上では中国では金利決定権は中央銀行が握っていないのである。あくまでも国務院、政府なのである。

これも、中国が他の先進国と大きく違う点だ。

《 slower growth rate than expected 》

一方、11月2日に行われる大統領選挙の直前の統計として先週一番注目された今年第三・四半期の米GDP統計は、予想（4.3%）を下回る伸び率となった。3.7%で第二・四半期の3.3%を上回ったものの、雇用の伸びに必要とされる4.0%は下回った。二人の大統領候補は前期よりは伸びたが予想を下回った数字を自分の都合良いように解釈している。スノー財務長官はアメリカの成長は低インフレ下で加速しているといい、ケリーは中産階級には不満足であり、予想を下回ったと解釈した。

結果の数字より問題があるのは中味である。何が前期より成長を加速させたのか。一番驚きは前期1.6%の増加しかなかった個人消費が4.6%という強い伸びになったこと。自動車などの耐久財受注も16.8%の伸びとなった。前期は0.3%の伸びだった。一方非耐久財の消費は3.9%の伸び。

この数字について、アメリカのエコノミストの中にも「懸念すべき数字」との見方が出ている。というのは、アメリカ国民が消費を伸ばしている正統な背景がないのである。この間に雇用が大幅に伸びたわけでもないし、労働者一人当たりの所得が増えたわけではない。特に後者は伸びが鈍い。となると、消費はアメリカの勤労者の貯蓄から出ていることになる。しかしアメリカの勤労者の貯蓄水準は極めて低い。となると、ローンを膨らましっていると考えるのが自然である。

来年からのアメリカ経済の一つの課題は、財政赤字の削減である。ブッシュもケリーも選挙戦の中で「赤字の削減」を約束している。そうするためには、歳出を抑えねばならず、歳入を増やす努力をしなければならない。景気にはマイナスの影響が予想される。となると、消費頼みのアメリカ経済には懸念が大きいことが分かる。

メリーランド大学の経営学教授である Peter Morici は米ウォール・ストリート・ジャーナルとのインタビューで、第三・四半期の成長率の抑制要因になった事柄として、

「The overvalued dollar and trade deficit, rising oil imports and prices, and rapidly escalating health-care costs, are taxing jobs creation and investment.」

と述べている。「過大評価のドルと貿易赤字、石油の増大する輸入量と価格、急速に増大する健康保険費用」を上げている。こうしたエコノミストが米経済成長の制約要因として真っ先に「過大評価のドルと貿易赤字」を挙げているのは重要である。政界ばかりでなく、アメリカのエコノミストの間にも「ドル価値の修正」をアメリカが当面取るべき必要な措置と考えている証拠だからだ。

筆者は次期米大統領が誰に決まろうが、今年から来年にかけてのアメリカ経済の成長力は低下する可能性が高く、この可能性を受けて今ユーロ、円などに対して大きく下げているドルには、引き続き下方圧力がかかると見ている。貿易収支赤字の巨大化、財政収支の赤字の持続予想を見れば、ドルの軟弱地合いは継続すると考えられる。

ドルの対円での当面の下値は、とりあえず100円だろうか。ドル・円はレンジの見方が長く強く続いた後なので、市場は思いの外動く可能性が高い。これに対して、日本の通貨当局は再び介入を巡る決定を余儀なくされよう。市場には既に、「ドルの下落スピード」を理由に、既に介入を開始しているとの見方もある。

選挙後のアメリカが日本の介入に対してどういう姿勢を取るかはまだ分からない。しかし、全体には厳しくなるだろう。国内政治状況がその方向を指し示している。特にケリーが当選した場合には厳しいものになるだろう。そうした環境を考えれば、ドルにはさらなる下値余地があると見る。

今週の主な予定は以下の通り。

11月1日(月)

新紙幣発行

10月自動車販売

米9月建設支出

米10月ISM指数(製造業)

米9月個人所得・支出

11月2日(火)

米大統領選挙

11月3日(水)

東京市場休場(文化の日)

	英中銀金融政策委員会（～4日）
	米9月製造業受注指数
	米10月ISM景況指数（非製造業）
	米10月国内自動車販売
11月4日（木）	ECB理事会
	米7-9月非農業部門労働生産性
11月5日（金）	9月家計調査（全世帯）
	9月景気動向調査（速報）
	米10月雇用統計

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。依然として雨が多い。新潟の被災地が心配です。

ところで今日は、面白い情報を提供しましょう。以下はもっぱら私自身がコンピューター（windows ですが）を使う上に便利だと思い、今まで使ってきたキーアクションです。このコーナーの読者にも、いくつか有用なものがあるはず。必要に応じて覚えていけばよいと思いますが、キーボードから手を離さなければならないマウスをなるべく使わないコンピューターの使い方は合理的であり、入力が容易になると思います。また同時に、多様なコンピューターの使い方が可能になります。ご参考までに。

CTRL + A = 全画面指定（秀丸などでは機能割り当てされていないので、割り当てる）

CTRL + C = 指定した範囲をクリップボードにコピー（その後に ctrl + v を使う）

CTRL + F = 検索、または置き換え

CTRL + N = 新規作成（New）

CTRL + O = 開く（Open）

CTRL + P = アクティブな画面を印刷する（プリントコマンドがないページなどを印刷するのに便利 表示画面の印刷）

CTRL + R = 置換（Replace）

CTRL + S = 保存する

CTRL + V = 最新クリップボードの内容を貼り付け

CTRL + W = アクティブな窓を閉じる（連続打ちすると面白い）

CTRL + X = 切り取り（cut）

CTRL + Y = やり直し（redo）

CTRL + Z = ワンアクション・バック（これは慣れると非常に有用である）

CTRL + F5 = IE での強制リロード

CTRL + F7 = ATOK を使っている場合の辞書登録画面の引き出し

CTRL + = カーソル位置を次の語の先頭に移動する
CTRL + = カーソル位置を前の語の先頭に移動する
CTRL + = カーソル位置を次の段落の先頭に移動する
CTRL + = カーソル位置を前の段落の先頭に移動する
CTRL + Esc = [スタート] メニューを表示する

Windows + D = デスクトップを表示する(Windows + M と同じようだが違う。たとえば、Windows + D だと、オフィスのツールバーまで最小化してしまう)
Windows + M = 展開中の全ウィンドウの最小化 (ツールバーを除く)
Windows + E = エクスプローラ起動 (Explorer)
Windows + F = ファイル検索 (Find)
Windows + Shift + M = 最小化したウィンドウを復元する

Alt + V + D = フォルダの表示方法を詳細に変える
Alt + Tab = アプリケーションのソフトの切り替え
ALT + F4 = アクティブな窓を閉じる
ALT + = ブラウザーで一つ前のページに戻る
ALT + = ブラウザーで一つ先のページに移行
CTRL + ATL + PRTSCSYS RQ = 表示画面全体のコピー。これをして、ワードを起こし、CTRL + V をすれば効果が分かる

Shift + Del = 選択した項目を、ごみ箱に入れず完全に削除する
Shift キーを押しながら CD を CD-ROM ドライブに挿入する = CD の自動再生を防ぐ

CTRL + W や ALT + F4 については、「上司が突然近づいてきたときに、ネットなどをやっていたそれを一挙に消すときに便利」と言う方がいた。確かに、瞬時に消える。

《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》