

経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2281号 2015年10月26日 (月曜日)

《 Mario Draghi Magic 》

通称“ドラギ・マジック”と呼ばれる「ECBからのさらなる緩和予告発言」があり、そして週末には中国のダブル緩和措置もあって、世界の金利が大きく下がった先週でした。ECBのドラギ総裁は新たな緩和を確約したわけではないが、マーケットはこれまでの経緯の中で、「12月のECB理事会ではさらなる金融緩和、もっと具体的には政策金利のマイナス圏での一段の引き下げ、そして量的金融緩和の強化」をドラギ発言から予想した。この結果欧州を中心に金利は大幅に低下して、2年債を見ると今までのドイツ、フランスに加えて、イタリア、スペインの利回りもマイナス圏に出入りする状態となった。ドイツの国債利回りは、6年債までマイナスになっている。その結果は、DAXを中心とする欧州株の大幅反発があり、ユーロのドルなどに対する急落も見られた。

中国の利下げ発表は、日本時間の金曜日の夜。今週月曜日に「(第三・四半期のプラス6.9%の成長率実績は) 目標の7.0%とはごく僅かな違い。中国の成長は目標の範囲で進展している」と政府スポークスマンは強気に語っていたのに、それとは裏腹にかなり腰の入った二重の金融緩和措置だった(後述)。中国経済の実体は「中銀がまたしても動かざるを得ない景気後退」だったことが証明されたわけで、それに“焦った”印象も受ける。中味は

1. 政策金利である銀行の貸し出しと預金の基準金利を0.25%下げると同時に、中銀が市中銀行から強制的に預かる資金の比率である預金準備率を0.5%下げる
2. いずれも24日から実施する。今回の利下げの結果、期間1年の貸し出しの基準金利は4.35%に、1年物の定期預金の基準金利は1.5%にそれぞれ下がる
3. 大手金融機関の中央銀行に対する標準の預金準備率は17.5%となる

というもの。中国の金融緩和は8月25日以来で、昨年11月以降では6回目。「利下げ」と「預金準備率引き下げ」の同時措置は、中国の金融政策としてはかなり強力なもので、インフレの先行きを楽観視しているという以上に、中国政府(共産党)が景気の現状を極めて厳しく見ていることを示している。

今週は日本とアメリカの金融政策決定会合がある。日本のそれは30日一日で、経済・物価情勢の展望(基本的見解)の公表もある。FOMCは27、28日両日で、結果は日本時

間では29日の早朝に発表される。つまり、日銀はFOMCの決定事項を見て、ECBの動きも勘案しながら週末に今後の金融政策と日本経済に対する見通しを下すことになる。

黒田総裁は今まで「物価の基調は上向いている」との立場だ。エネルギー価格の下落が一時的との見方を背景に、今までの緩和効果は出ているとの見立て。確かにエネルギー価格の底入れの兆しは見えるが、では今後上昇基調かと言えばそれは疑わしい。日銀の内部にも「今のままでは2.0%の物価目標の達成は無理」「せいぜい到達できたとして1.5~1.6%のプラスの維持ではないか」との見方もある。その中で海外中銀の動きも見ながらどう決断するのか。政策委員会の中にはさらなる緩和には反対の意見も賛成の意見もある。筆者はいずれ日銀が「新たな緩和措置」を余儀なくされるとみているが、今週の可能性はまだ少ないとみる。ECBとFRBの動きが絡む難しい局面だからだ。

FOMCの「10月利上げ説」が実現する可能性はかなり低い。9月の雇用統計もそうだが、その後に出てきているアメリカの個別経済指標が「利上げを正当化する統計」にはなっていないからだ。鉱工業生産指数は2ヶ月連続のマイナスになっている。「これがアメリカ経済を牽引」というものがないし、ECBがさらなる緩和を示唆する中では、ドル高が一段と進む可能性もある。今朝のドル・円相場は121円台の半ばだ。円は、依然として利上げ観測があるドルに対しては引き続き弱い。

ブレイナード、タルーロなどの理事はただちの利上げに消極的な発言を最近している。ダドリー・ニューヨーク連銀総裁のように「予想通り経済が拡大すれば、年内の利上げを支持する」と発言しているメンバーもいるが、それも可能性が出てくるのは12月のFOMC(15、16日)で、その前に10月と11月の雇用統計が再び強いものになる必要がある。

《 so fast and no revisions 》

少し既に触れたが、発表された中国の今年第三・四半期のGDP統計について少し取り上げる。改めて記すと発表は「物価変動を除く実質で前年同期に比べて6.9%のプラス成長だった」というもの。しばしばマイナス成長もまじるようになった最近の先進国の四半期統計に比べれば高い。しかし中国としてはリーマン・ショック直後の09年第一・四半期以来の低い成長率で、政府が「2015年通年の成長率目標」としている7%を下回った。

成長率が目標を下回ったのは、これまで中国経済を牽引してきた投資(ビル・住宅、工場、インフラなど)と生産(工業製品など)が、今までのペースでの増加を出来なかったからだ。これは明らかにリーマン・ショック後の大規模な財政出動に伴う「行き過ぎ」の反動。筆者も自分の目で確かめているが、特に地方都市には建設が途中で止まったビルなどの建物、それに夜になっても部屋の灯りがごく少数しかつかないマンションが多い。そもそも物件供給が過剰なのだ。

生産能力も過剰だ。例えば新車販売台数は2014年で約2350万台だが、「中国国内の新車生産能力は4000万台分を上回る」と言われる。自動車ばかりでなく、鉄鋼など多くの分野で中国では生産過剰が起きている。つまり中国ではこれまでの経済成長を引っ張ってきた

二つの主要エンジンだった「投資」「生産」が弱くなっている。景気を下支えているのはサービス部門の拡大や個人所得増加に支えられた消費。今の中国では、電子商取引に関連した「商品配送」の面で非常に多くの人々が雇用されていて（ほぼエコ）、経済の減速が雇用には打撃になっていないという。

ただし消費は大きく伸びる環境ではない。先週には「共産党員はゴルフやジムの会員権を持つのは禁止」との御触れが出されたという。相変わらず汚職撲滅運動は強烈で、これが中国の消費の伸びの足かせとなっている。

- - - - -

数字に示された「中国経済の鈍化」を世界のマーケットは深刻には受け取らなかった。むしろ、世界の株価は上昇で歓迎した。何故か。まず、発表された 6.9%という数字が、マーケットの事前の予想である 6.8%を上回ったからだ。つまりマーケットは最初から「7%割れの中国経済」を予想していたのだ。

しかし実は別の理由もある。それは、「GDP 統計はそもそも信頼性に欠ける」という先週の号でも取り上げた問題だ。「政府目標よりは 0.1%ポイント悪いが、マーケットの事前予想よりは 0.1%ポイント良い」というある意味「できすぎた統計」を、マーケットは額面通りには受け取らなかった。多くの市場関係者は出てきた数字そのものを見て「作ったのではないか」と目を疑い、「予想とあまり違わないなら」と直ぐに統計に対する興味を失ったというのが現実だ。

今回の GDP 統計については、その前に出た個々の統計（自動車販売台数などなど）にかなり悪いものもあっただけに、「中国政府も今回だけは大幅な経済鈍化を GDP 統計でも認めざるを得ないのではないか」との見方があった。しかし出てきた数字は「鉛筆をなめたのではないか」と思われるものだったのだ。ではなぜ中国の GDP 統計にはそれほど疑惑の目が注がれるのか。いくつかの事実を指摘できる。

1. 発表時期：人口 13 億人を数え、多様な民族を抱える中国の GDP 統計が、期の終わり（今回は 9 月末）から 20 日足らずでまとめられるという不思議。今回の発表日は 10 月 19 日でさらに短い。今年の場合、アメリカの第三・四半期 GDP の場合は今月 29 日、日本に至っては 11 月 16 日が発表日だ
2. 改定の有無：しかもアメリカや日本の場合には先ず「フラッシュ」とも呼ばれる速報が発表され、それが徐々に改訂されていく。通常は二次改訂まであって、そこで「確定」される。ところが中国の GDP 統計は素早くまとめられるのに、「改訂」ということがほとんど無い
3. 常に目標と接近：日本やアメリカの GDP 統計はある意味「驚き」に満ちている。金融機関、調査機関が事前に綿密な調査をして予測をしても、それがしばしば大きく外れる。しかし中国の GDP 統計は、政府目標から大きく外れる事が無い。今回も目標とはごくごく僅かな下方乖離に終わった

さらに GDP デフレーターなど、先進国の GDP 統計にはつきものの各種指標が同時発表にならない、なども指摘できる。理論的には、同デフレーターをいじれば名目 GDP からいかようにも実質 GDP は導き出すことが可能だ。

《 downward winds for Chinese economy 》

もっとも中国の GDP 統計を信じていないのはマーケットや内外のエコノミストだけではない。今の李克強首相が遼寧省のトップだったときに、「中国の GDP 統計は信頼できない。私は鉄道貨物輸送量、電力使用量、それに銀行融資の三つを参考にしている」と述べたされるのは何回も紹介した有名な話だ。もっと面白い話もある。アメリカの駐中国大使だったステープル・ロイ氏が CNN に明かしているが、在任当時の中国首相に「中国の GDP 統計はどのくらい信頼性があるのか」と聞いたら、「信頼性はないが、風がどちらに吹いているのかを教えてください」という答えだったという。

では風向きは南（下方）だが数字（6.9%のプラス成長）は信頼できないとすると、実際には中国は今どのくらいの成長率になっているのか。「中国経済の実体」を掴むために様々な調査機関が努力して独自の見方を様々出しているが、その幅は実はかなり広い。「マイナス説」は少ないが、「2～3%に落ち込んでいる」との見方もあれば、「けっこう底堅くて6%台」との見方もある。

そうした中で筆者が比較的実体に近い数字を出しているのではないかと見ている英調査会社サンフォード・バーンスタイン（日本の証券会社とも提携関係にある）は、映画の興行収入、自動車や電話の売り上げ、アリババの電子商取引統計などいくつかの独自に選んだ個別統計に着目。それらの動きから「7～9月期の中国の実際の成長率は4.1%」とみているとの見方を公表している。また同じくイギリスの調査会社で中国経済に強いキャピタル・エコノミクスは中国の今の実質成長率を4.5%としている。筆者も李克強の指摘する3指標やサンフォード・バーンスタインが使っている個別指標を見ると、その辺が正しいとの感触である。

先週末になっての中国の利下げは、同国経済が発表統計以上に実体悪であることを示している。重要会議を前に、「中銀としてやるべきことをしている」とのアリバイ作りとも見られる。しかし日本を含めて先進国の経験から言うと、「金融緩和は景気の一段悪化を止めることには有用かも知れないが、浮揚させるには力不足」だ。むろん、中国経済は基本的には途上国型なので、日本などの先進国とは違う。

しかし過去5回の金融緩和が有効でなかったから六回目が必要になったことは確かだ。加えて、先に少し触れたが中国社会は様々な面でますます窮屈になっている。投資が頭打ちの今は消費やサービスが頼りだが、習近平政権は一生懸命に高額消費の頭を押さえている。だから、中国経済の持ち直しはなかなか思うようには行かないと思う。

- - - - -

今週の主な予定は以下の通り。

| | |
|-------------|--|
| 10月26日（月曜日） | 9月外食売上高 9月自動車各社の生産・販売実績 シンガポール9月鉱工業生産 独10月IFO企業景況感指数 米9月一戸建て住宅販売 |
| 10月27日（火曜日） | 9月企業向けサービス価格指数 中国9月工業企業利益 スウェーデン中銀が政策金利発表 英7～9月期GDP速報値 米9月耐久財受注 米8月S&Pケース・シラー住宅価格指数 米10月コンファレンスボード消費者信頼感指数 米FOMC（～28） |
| 10月28日（水曜日） | 9月商業動態統計 26日時点の給油所の石油製品価格 米FOMCの結果発表 |
| 10月29日（木曜日） | ニュージーランド中央銀行が政策金利を発表 9月鉱工業生産 10月上旬貿易統計 9月建設機械出荷額 独10月失業率 独10月消費者物価 米7～9月期GDP速報値 米新規失業保険申請件数 米9月仮契約住宅販売指数 |
| 10月30日（金曜日） | 9月全国・10月都区部消費者物価 9月失業率・有効求人倍率 9月家計調査 9月自動車生産 9月住宅着工 金融政策決定会合の結果発表 日銀「展望レポート」発表 黒田日銀総裁会見 ユーロ圏9月失業率 ユーロ圏10月消費者物価 |

米9月個人消費支出

米7~9月期雇用コスト指数

米10月シカゴ購買部協会景気指数

米10月ミシガン大学消費者態度指数確報値

《 have a nice week 》

木枯らし一号が吹くほど寒くなってきましたが、皆さんいかがお過ごしでしたか。手元のスマホで今見たら、この文章を書いている時点の東京の温度は12度。これはちょっと寒いでしょう。それでも昼間は18度まで上がるとか。着るモノに困る季節です。

それにしても、イギリスのキャメロン政権はやり過ぎでは。習近平さんの歓待ぶりです。王室も使って「黄金時代」ですと。アヘン戦争の記憶は昔のことなんでしょう。イギリスが中国と「黄金時代」になったということは、アメリカとの関係は「非黄金時代」になったということです。同首相としては離脱をちらつかせながらEUとの条件交渉を有利に進めたい、そのためには今はドイツ、フランスに傾いている中国を引きつきたいという思惑が見える。しかしイギリスが中国の原発技術を引き入れるとは思わなかった。

イギリスの人達はアメリカが黒人のバラク・オバマ現大統領を選んだとき、「(アメリカでは) なんでもありなんだ」と世界で一番驚いたそう。しかし今イギリスの中国に対する姿勢を見ると、こちらも「(イギリスは) なんでもありなんだ」と思う。無論イギリス国内からも批判が強いが、保守党のキャメロン首相だから出来たんでしょうね。労働党では出来ない。そこが政治の皮肉で面白い。

- - - - -

ところで先週は「永青文庫の春画展」を椿山荘ホテルの裏側まで見に行きました。平日の火曜日でしたが結構な人出。文庫の人に聞いたら、「(今日は) 土日よりは少ないのですが、平日としては多いのでは...」と。時間的な要因でしょうが、比較的上の方が多かった。

様々な形で今までに目にしたことがあるものも多い。しかし春画本もあるし、作者分けもしてあるし、流派別もあるので、体系的に見るには良いのではないのでしょうか。日本人の個人所有のもの、イギリスから里帰りしたものなども一同に。ちょっと会場が狭いかな。まず一番上の階に行って下さい、と言われる。そこが第一展示室。その下の階に第二展示室があって、その下に第三展示室がある。狭いですよ。階段なんて人がすれ違うのがやっとな。実に大勢の人が押しかけている。「もっとおおびらにやっても良いのでは」と思いました。

当然ながら、「18才未満は入場お断り」で、私たちの前の二人は若かったので、「年齢を証明するもの」の提示を求められていた。結構厳しい。各展示室には監視役のお嬢さんがいて、監視・注意も厳しい。海外の人結構来ていた。永青文庫は都心から見ると「椿山荘の裏側」です。ホテルの庭を通過して行ったら、最後のあの坂が厳しかった。もの凄い急坂です。ですから、ホテルを左回りに行った方が平坦ルートかも知れない。

見ながら「面白い」と思ったのは、江戸時代に春画を描いた人達は「女性の上半身に、もっと具体的には胸部」には興味が無いのかな、ということ。これは以前から思っていたが、今回その思いを強くした。胸はちょこっと描かれているケースが多い。同じようなことを感じる人はいるもので、週末にサンケイ新聞のサイトを見たら、「江戸時代の男たちは.....に興味なかった？」という文章があった。それによると、江戸時代には女性の胸はそれほど希有な、見られない存在ではなかった。だから、と。着物だからそうなんですかね。加えて江戸時代の男性は、「それは子どものもの」と考えていた、と。なるほど。春画は日本のおおらかな男女関係や人生模様を描写したもので、面白いんじゃないでしょうか。是非ご一覽を。

それでは皆様には良い一週間を。

《当「ニュース」は三井住友トラスト基礎研究所主席研究員の伊藤(E-mail ycaster@gol.com)の相場見解を記したものであり、三井住友信託銀行の見通しとは必ずしも一致しません。本ニュースのデータは各種の情報源から入手したものです。正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。》