

# 経済為替ニュース

SUMITOMO MITSUI TRUST BANK, LIMITED FX NEWS

第2309号 2016年05月16日（月曜日）

## 《 L-shaped recovery 》

先週は、世界景気の先行きにどちらかと言えば改めて黄色信号がともった週でした。アメリカでは長短金利のスプレッドが今年3月初め以来の狭い幅に縮小したこと、中国経済の先行きに関して政権内部とも思われる人物から「L字型回復」の予想が出たし実際に発表になっている最近の数字も悪いこと、さらにサウジが石油相交代の中で再び「シェア重視」の立場を鮮明にして、石油価格の先行きに警戒感が改めて台頭したことなどが背景。

もっとも一概に言い切れないのは、先行きに明るくなれるニュースもある点。例えば13日に発表になった米4月の小売売上高は自動車を含めて1.3%の増加（3月は0.3%減少）、自動車を除いても0.9%増（同0.2%増 改訂）となって、「アメリカでの消費先細り観測」をかなり払拭した。あと消費者の景気信頼感も低調だった3月までに比べると上向いたとの報告もあった。もっともこれらの強い数字があったにもかかわらず、先週金曜日のニューヨーク株式市場はダウ平均で見て185.18ドル下落した。より幅広い株価の動きを反映するS&P500で見ると、ニューヨーク株はこれで3週間連続の下げとなった。少なくとも株式市場は明るいムードではない。

アメリカでの長短スプレッドの縮小に関してはこの週末にFTがブルームバーグの数字などを引用して伝えている。それによると10年債と2年債のスプレッドは先週金曜日に94.9BPまで縮小した。これはアメリカのマーケットで過去10年を見ても殆ど例が無い低いスプレッドだという。これをどう理解するかには議論の余地があるが、少なくとも言えるのは「（小売売上高の増加があっても）マーケットは先行き長期金利が上がるような状況は予測していない」と理解できる。米経済に関する指標は強弱まちまちだが、どちらかと言えばFRBが利上げを想定している中であっても、それを打ち消すような弱い指標が最近は多い。

実は筆者は最近、「世界経済はニアゼロ経済成長期に入った」との見方を強めている。「ニアゼロ」という言葉の定義は難しいが、要するに「世界の主要国の成長力が過去に比べて低下し、多くのケースにおいてゼロ近傍に収斂しつつある」ことを指す。この長短スプレッドの大幅な縮小傾向を含めて、今の世界では「（世界経済の）ニアゼロ成長期入り」と考えざるを得ない事態が続いている。日銀やECBの懸命の努力にも関わらずインフレ率が上昇しないことなども、その根本を考えると世界の経済を巡る環境の大きな変化を考えざるを

得ない。

この問題はあとで触れるとして、この週末に興味深かったのは『「V字回復は不可能」人民日報記事が波紋』という毎日新聞の記事だ。北京の同紙赤間清広記者（特派員）が書いているもので、記事は以下の通り。

-----

中国共産党の機関紙・人民日報に、「権威筋」を名乗る人物が「中国経済のV字回復は不可能」と語ったインタビュー記事が掲載され、市場で波紋を広げている。「習近平指導部の幹部が匿名で景気の長期停滞を予測した」と受け止められ、上海株式市場の株価が一時急落した。

掲載されたのは9日付紙面。権威筋は、中国経済の先行きについて「(少し時間を置いて回復する)U字形は不可能、(急回復する)V字形はなおさらだ。(停滞が長引く)L字形になるだろう」と指摘した。これを受けて上海市場の株価は9日に前日比3%安と大幅下落し、10日以降も下落基調が続いた。

市場が権威筋の発言に注目するのは「共産党の経済部門幹部で、習国家主席のブレーンを務める劉鶴氏ではないか」(アナリスト)とみているためだ。これまでも人民日報に不定期に登場し、当局の政策の狙いなどを解説。昨年5月と今年1月に登場した際は、業績が悪化した国有企業などの淘汰(とうた)を柱とした改革の必要性を強調し、政府の過度な景気対策は改革を遅らせるとした。今回は厳しい景気認識に踏み込んだため、市場が反応したようだ。

中国経済の減速が続く中、市場では大規模な景気対策への期待が高まり、不動産市場などに投機資金が流れ込んでいる。権威筋の発言は、こうした動きをけん制し、指導部が改革続行の方針を示す狙いがあったとみられる。

-----

最後は「権威筋」が誰か分からないのがこの記事の弱味だが、(少し時間を置いて回復する)U字形は不可能、(急回復する)V字形はなおさらだ。(停滞が長引く)L字形になるだろうというのは、西側の市場関係者の間でも強まっている観測。しかし中国政府がこの記事で「L字回復」を「不可避なこと」と容認しているように見えるというのがミソだ。それを既定事実としていると言うことは、世界の株式市場関係者が期待するような「V」ないし「U」字回復の為の措置を中国は打たないだろうとの観測に繋がる。

#### 《 China's banking regulator has sent an urgent notice to banks 》

先週からこの週末にかけて出た実際の中国の数字も良くない。固定資産投資、工場生産高などの数字だ。いずれも4月、または4月までの一定期間の数字だが、予想を下回り、今後の「中国経済の安定」への期待に水を差した。固定資産投資の1～4月の対前年同期比伸びは10.5%で予想の10.9%を下回った。この10.5%という数字は、今年第一・四半期の伸び10.7%を下回っている。固定資産投資に関しては、民間企業の投資の増加ペースの

鈍化が顕著で、1～4月の期間で言うと対前年同期比で5.2%の伸びにとどまっている。第一・四半期は同5.7%だった。成長率で高い伸びを示している民間企業の部門で中国経済が減速し、そして企業経営者も先行きに慎重になっていることが明確だ。

4月の中国の工場生産の伸びは6%にとどまった。土曜日に国家統計局（NBS）が発表したもので、これは市場関係者の予想である6.5%を下回っている。3月は6.8%の増加だった。こうした景気の現状に懸念を強めたのか、ロイターによれば中国の銀行監督当局（英語では China's banking regulator となっている）は同国の銀行に対して緊急に「民間企業の融資の伸びを抑制している要因を取り除くように」という通達を出したという。要するに「融資を活発化しろ。景気を資金面から支えろ」ということだと思う。中国当局も景気の先行きを懸念していることが示される。そこまでしても「L字回復」しか見通せないということが重要だ。

サウジの石油政策に関しては、政権も移行期にあって明確では無い面もある。しかし長く石油相を務めたヌアイミ氏が退任した後は「彼が取っていた政策とは異なる政策」が打たれる可能性が高い。その面から言うと、「ロシアとの歩み寄り」に舵を切っていた政策は切り替わる可能性が強い。サウジが「シェア重視」ということは、場合によっては価格を無視して生産するということだ。石油価格にとっては下方圧力。

既に触れた「ニアゼロ経済成長」論に関して少し書く。アメリカに関しては、先に触れた長短金利のスプレッド縮小に示されるし、雇用統計など直近の統計にも見られるように、「減速の兆し」が濃厚だと考えられる。少なくとも過去の力強さはない。今年第一・四半期の同国成長率は0.5%。世界経済の唯一のエンジンであるアメリカにしてそうだ。

アメリカ以外の世界を見ると、「ニアゼロ成長経済」の国々が多い。EU、日本は成長率でマイナスとプラスを繰り返している状態。米はプラスが多いがかつての勢いはない。実は世界には「マイナス成長」の国が案外多い。ロシアがそうだし、ブラジルは大きなマイナスで政治的混乱も起きている。ベネズエラやギリシャもマイナス成長だ。中国は5%を越える成長を誇っているが、既に触れたように「L字型の経済展開」を予想する向きも多い。高度成長から大きく落ちて、その後は成長率が高まらない経済になるとの予想だ。

理由は大きく言って二つある。一つは主要経済国の「人口の伸び」が止まったこと。日本は既に減少期に入っているが、韓国、中国も時間の問題だ。そして今年初めてOECD加盟国の労働人口が減少に転じる。加えてインドを除けば BRICS と言われる主要途上国も大きなトレンドは人口があまり増えない時期に入った。依然として人口ボーナスを享受できる国は既に少ない。戦後世界の急激な経済成長は、日本を初めとして「人口の増加」によるところが大きい。ちなみに1945年の日本の人口は7200万人だった。

人口が頭打ちになっても生産性が上がれば経済は成長する。しかしこの「生産性の向上」というのが一筋縄では行かない。既に日本の製造業、米のサービス産業などいくつかの分野で極限まで伸びている。「さらに」は難しい。各国の事例を見ても明らかだ。「生産性を極

限に伸ばす」ことが人間的なのかについても様々議論がある。

もっとも「ニアゼロ経済成長」をなかなか認めようとししない人種がいる。政治家だ。無理もない。「私がやれば、経済の成長力は高まり、雇用も増える....」と言って選挙に勝つ。政策を動かせるようになると、その手前いろいろやる。やっている間は「やっぱり駄目です」とは言わない。「公約破り」「約束違反」と攻められるからだ。

### 《 three reasons for U.S. to avoid higher dollar 》

為替に関しては、今朝の日経に「米のドル高警戒、3つの理由 景気・大統領選・TPP」という記事がある。この記事は13日に行われたルー財務長官の講演を受けて書かれたもので、「最近のドル・円相場の動きは秩序的」以降のアメリカサイドのドルに関する見解に新しい視点・見解を加えたものだ。この記事によると同財務長官は「通貨安競争は連鎖する。限られたパイを奪い合うだけで世界のためにならない」と述べたという。

これは「秩序的」とのルー発言に反発して日本の麻生財務省が、「(円高阻止へ)介入の用意がある」との見解を示したことに改めて警告したものと日経。同紙は「G7議長国の日本に、米国は強硬姿勢を崩さない」と解説している。同紙の記事の書き出しは

『オバマ米政権が一段のドル高を警戒している。ルー財務長官は、20~21日に仙台で開く主要7カ国(G7)財務相・中央銀行総裁会議で「通貨安競争の回避を再確認する」とし、日本にクギを刺す。米国の景気対策や大統領選、環太平洋経済連携協定(TPP)の承認に向けた議会対策という3つの理由でドル高阻止に動かざるを得なくなった』

というもの。確かにこの三つの理由はアメリカとしては大いに気にしていると思われる。もっとも日本は「無秩序になったら介入しますよ」というスタンスは続けざるを得ず、問題はいつ実際にやるのか、出来るのかにかかっていると言える。それは状況次第だ。誰が見ても「無秩序」(two way market が崩れるとか) だったら、アメリカも認めざるを得ない。ただし介入の継続は難しい。

G7 サミットに関連して日本にとってもう一つ頭痛の種になりそうなのは、ドイツだ。同国のショイブレ財務相は今朝の日経新聞で書面インタビューに答えて『日本政府による追加財政出動の具体的な要請は「ない」と明言した』という。同紙の記事の見出しは『独財務相「財政出動の要請ない」 G7で慎重姿勢表明か』というもの。となると日本の安倍政権は「G7の成果」として「世界経済の下支え役」としての「財政出動」で伊勢志摩サミットは合意したと宣伝したいのかも知れないが、それもなかなか難しいということになる。

ショイブレ財務相が、「借金をして景気を刺激するやり方は、わらが燃えるように効果が直ぐに息切れする」と発言しているが、ドイツの考え方が分かって笑える。

-----

今週の主な予定は以下の通り。

|              |  |
|--------------|--|
| 0 5月16日（月曜日） | 4月企業物価<br>米5月ニューヨーク連銀景気指数<br>米5月NAHB住宅市場指数<br>休場=ドイツ   |
| 0 5月17日（火曜日） | 3月対米証券投資<br>オーストラリア中銀理事会の議事録<br>4月投信概況<br>英4月消費者物価<br>ユーロ圏3月貿易収支<br>米4月消費者物価<br>米4月住宅着工<br>米4月鉱工業生産                      |
| 0 5月18日（水曜日） | 1~3月期GDP速報値<br>中国4月主要70都市の新築住宅価格動向<br>4月マンション市場動向<br>16日時点の給油所の石油製品価格<br>4月訪日外国人客数<br>英4月失業率<br>米FOMC議事要旨(4/26・27分27:00) |
| 0 5月19日（木曜日） | 3月機械受注<br>オーストラリア4月雇用統計<br>英4月小売売上高<br>ECB理事会の議事要旨<br>米5月フィラデルフィア連銀製造業景気指数<br>米4月コンファレンスボード景気先行指数                        |
| 0 5月20日（金曜日） | 4月食品スーパー売上高<br>4月粗鋼生産<br>4月百貨店売上高<br>4月コンビニ売上高<br>米4月中古住宅販売<br>休場=タイ   |

過去一週間には、来年の消費税の10%への再引き上げの延期問題に関して、「決まった」いや「決めてない」で興味深い攻防が展開した。「延期が決まった」と一斉に報じたのは新聞各紙。筆者の記憶だと各紙軒並みの「延期報道」だったと思う。対して自民党の稲田政調会長は「安倍首相が消費税増税の再延期を政府、与党幹部に伝えた」とする報道に関して

「全く事実無根だ。そういう話は与党に言われていない」と述べた。

多分新聞各紙が報じたと言うことは、政府関係者の誰かが各紙の記者がいる懇談の席などで言ったのだと思う。多分安倍さんも延期で腹を決めている。しかし少なくとも「与党には言っていない」のではなく、「言ったけれども、それを公には認めない」という方針でマスコミには臨んでいるのだと思う。「一部では認め、一部では否定する」戦略だ。つまり発表時期を考えている、ということになる。ということは、延期発表は時間の問題ということだ。

### 《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。天気にも恵まれた週末になりました。お出かけになった方も多いのではないのでしょうか。「東京は今花が少ない季節だな....」と思いながら先週は皇居周りを走ったりしていたのですが、この週末に「箱根」に行ったら様相が違いました。あちこちで綺麗な花、お花畑が。

一番綺麗だったのは「山のホテルの庭園」かな。昔からツツジとかシャクナゲで有名なお庭ですが、今まで私は見たことがなかった。行ったのは土曜日の朝だったのですが、確かに目が覚めるほど綺麗でした。お庭にかかっている看板が二種類。「今がピークです」というのと、一方で「ピークは過ぎました」という看板も。つまり見頃の最後と言うことでしょう。看板は一杯ありますから全部統一するのに時間がかかるのかもしれない。

三菱の創始者である岩崎家がそもそもあの建物とお庭を作ったと言うことは聞きましたが、「よくあのロケーションの良い場所を見つけたものだ」と。右手に富士山を臨む本当に良い湖畔の場所です。この庭はツツジが良いのに加えて、苔がまた良い。多くの方はどうやらツツジやシャクナゲにしか関心を払っていませんでしたが、私は苔に感心した。私が知っている範囲では銀閣寺の苔も素晴らしいが、山のホテルの苔はあまり作ってなくて(綿密な手入れはしていないと思う)、自然に盛り上がりつつあって良い。

今の箱根は緑が圧倒的ですが、その中で赤やピンクや黄色、紫、青、藍、白などの色を見るのはなかなか良いものです。各種の緑が一層引き立つし、花々も瑞々しく見える。芦ノ湖も綺麗でした。そのうち湖を一周するのも面白いと思ったのですが、今回はちょっと時間がなかった。石垣山の一夜城にも行きましたが、その登り口の直ぐ左に「鎧塚ファーム」(<http://www.grand-patisserie.info/ToshiYoroizuka/farm/>)があつて、なかなか面白かった。どうやら鎧塚さんはいろいろな食材をこの近くの農家から仕入れていたらしい。その食材が良かったからその地にお店を作った？

スイーツも売っているが、その隣では各種農産物やジュース、乳製品も売っている。ちょっと昼代わりに頂きましたが、美味しかった。

それでは皆様には良い一週間をお過ごし下さい。

《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](mailto: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。》