

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1503号 1999年07月19日(月)

〈 World Growth Scenario ? YES 〉

今の世界経済は「world growth scenario」(世界的な景気回復シナリオ)と「world deflationary scenario」(世界的なデフレシナリオ)が共存するという、過去に例がないパターンとなっている。この状態はしばらく続きそうで、各国の経済政策に影響するだけでなく、企業や個人の「回復期における経済活動のパターン」も変えそうである。

まず、脆弱性を抱えながらも世界経済には着実に「成長軌道」が戻ってきた。タイが対米ドルでのパーツ固定相場制を放棄したのは97年の7月。今から2年前です。これをきっかけに、アジアの多くの国を巻き込んで、通貨の連鎖的な下落が起こり、株価や不動産などの資産価格は大きく下落し、残った債務を重荷に各国で不況が広がった。

この混乱は、アジアだけでなく中南米やロシア、それに東ヨーロッパにも波及した。クリントン大統領が

「世界は、過去半世紀でもっとも深刻な金融危機に直面している」

と述べたのは、昨年秋です。しかし、この言葉は今では「a distant echo」に聞こえる。最近の海外の新聞見出しを見ても、「Asian Rebound」(アジアの回復)に関する記事が多い。あまりにも回復が予想より早く、それを警告する向きも出てきているくらいだ。つまり、予想外に景気が回復してしまったがゆえに構造改革の手が緩み、その結果今回と同じような危機が将来発生するのではないか、という懸念である。

成長率はまだ低い国が多い。またアジア各国では依然として金融セクターが脆弱であるために、このまま高い成長に乗れるかどうか不安もある。しかし、株価で見るといくつかの国の株価は、既に危機以前の水準になっている。例えば韓国では97年7月のアジア危機発生時には800前後だった代表的株価指数(Korea Composite)は、先週の金曜日には1020.82まで上昇している。

依然として日本円の動向に株価が左右されている面もあるが、基調は強い。また、香港の株価はハンセン指数で見ると金曜日が13,545で、香港の通貨が急落した97年10月23日の危機発生時の11,630を大きく上回っている。

就任に伴い7月に入ってあちこちのテレビなどに出ているアメリカのサマーズ新財務長官は今のアジア経済に関して

「I don't think any of us can ever be satisfied with how economies perform, but certainly in those countries that were successful in carrying out their IMF programs. ... Korea, Thailand and the Philippines, we've seen very rapid progress.」

「満足はできないけれども、IMFの計画をうまく実行した韓国、タイ、フィリピンなどは急速な回復を示している」と述べている。また、韓国の今年の成長率は5～7%になる可能性があり、これは「勇気づけられる兆候」とも語っている。

世界の成長エンジンといえるアジア経済に活況が戻ってきたことから、世界経済は昨年秋には想像も出来なかったほど安定感を取り戻した。アメリカは引き続き年率で4%を上回る高い成長を続けている。中南米などは一部に不安定な国を残しているものの、基調は回復である。

日本経済も株価を先頭に、徐々に底入れから活力を取り戻す過程にあると考えられる。日本と同じく多くの構造問題に直面している欧州は、北欧・中欧などの規模の小さい経済の国が好調で、ドイツやフランスなどにもやっと回復の兆しが見えてきた。

《 World Deflationary Scenario ? YES 》

世界経済が成長の兆しを見せると、ついてまわる連想は「インフレになるのではないか、世界的な物価の上昇が発生するのではないか」という点。しかし、世界経済がある程度の成長軌道を取り戻した今も、物価の基調は極めて安定しており、90年代に入って世界を覆ったデフレ圧力は依然として強いことを示している。

これは、世界で一番景気のよいアメリカでさえ顕著である。過去の例では、金利上昇期には、金利は矢継ぎ早に引き上げられた。しかし、今回はこの例から漏れそうで、次の利上げがいつになるかはまだまったくはっきりしない。同様に、世界的な金利の上昇は過去の金利上昇期とは違って、長い時間をかけたものとなる見通しである。

世界の物価上昇圧力が実際には極めて弱いことを示しているのはアメリカの物価統計。4月の消費者物価の上昇率が0.7%の高さに達し、それを一因として連邦準備制度理事会（FRB）が利上げをしたあとだけに、5月と6月のアメリカの物価統計は極めて注目されたが、その結果は「インフレはもっとも景気のよいアメリカでも極めて安定している」というものだった。

6月の米卸売物価と消費者物価はともに先週発表になったが、消費者物価は5月に引き続き横這い。つまりゼロで、物価の上昇はなし。6月について言うと、市場の予想は+0.1%だったが、それをも下回った。変動の激しい食料品とエネルギー価格を除いたコア指数も0.1%の上昇にとどまっている。過去12ヶ月を平均してみても、アメリカの消費者物価上昇

率は2%で、これは1966年以来の低水準。つまり、33年ぶりの低い上昇率になっている。

卸売り段階を見ても、アメリカの物価の安定ぶりは明らかである。6月の統計を見ても、全体は0.1%の下落。アメリカの物価全体のチャートを見ると、4月の消費者物価の大幅上昇が例外的な動きだったことが分かる。

FRBの金利政策は、必ずしも物価情勢だけで決められているわけではない。市場との「綱引き」の面があるが、現在の状態が続けば次回8月24日のFOMCでも金利の引き上げはないと理解される。アメリカのみならず、世界各国の物価統計を見ても総じてインフレは抑制されている。

世界経済が「安い商品」を提供できる能力があることは、身の回りを見ても明らかです。例えば、最近東京駅から歩いて2～3分の「日本橋3-1-17」におもしろい店が出来た。店の名前は、「ダイソー・アンド・アオヤマ」(電話 03-3510-6767)。一階と地階(それぞれ結構な広さ)があるのですが、なんと言っても大きな特徴は全く「値札」というものがない点。

なぜ値札がないかという、全商品が100円だからです。全商品がそうだから、値札をつける必要がない。レジは個数だけを数えれば良い。むしろ、「何が売れているか」の統計はレジでとっているのでしょうか。

100円ショップは今までもありました。しかし、揃えられる品物の数は、総じて少なかった。しかし、この「ダイソー・・・」という店は、大きな2フロアが一杯になるほど、多様な商品を揃えていて、それが全部100円。

今の日本の経済情勢を反映している面もあるでしょう。例えば、倒産した会社から安く仕入れてくるのが可能だとか。また、「ませこぜの妙」というようなものはあるかもしれない。「100円」が売りだから、本来なら60円で売れるモノも100円で売る。その代わりに、120円で売らなきゃならないモノも、100円で売る。まあ、そこら辺は、店の人達の才覚です。とにかく、一つ明らかなのは「値札を張る」「値札を張り替える」必要が全くないこと。これは、店にとってのコスト引き下げ要因です。

あるものを100円で売ってそれでも利益が出るということは、よほど安く作っている筈で、コストをかけないで移送し、低コストで売って儲ける仕組みが出来ていると考えられます。100円ショップで作られている商品のかなりの部分は、海外で出来ているのでしょうか。ということは、日本以外のどこかの国で各種の商品をあの値段で作ってもペイするシステムができあがっているということです。その商品は世界のどの国に対しても移動することが出来るでしょう。なにせ、100円商品ですから、それほど重いモノはない。

とすれば、例えばどこかの国の物価が上がってこうした商品が移動する余地が生まれれば、直ちに移動するに違いない。折から金(GOLD)を除く鉱物資源(銅、亜鉛など)は上昇していますが、大豆や小麦は20数年ぶりの安値。

世界経済が回復軌道に乗っても、私は世界の物価は依然として強い下方圧力を受けると考えます。その背景は、市場経済の拡大や、生産技術の向上、生産性の著しい上昇にある。これは、各国の金融政策の先行きを考える上で大きなポイントです。

また、企業にしる、国にしる、個人にしる景気の回復期に入っても「インフレ」を前提として経済行動はとれないということです。2000年移行も、今の世界経済の環境では基本的には80年代の行動パターンではなく、90年代の行動パターンで活動した方が賢明であることを示しています。

《 allowing markets to work 》

一方、サマーズ新財務長官は就任早々の各テレビ局とのインタビューで、前任のルービン長官とはひと味違ったスタンスを示し始めています。基本的な見方は変えていない。しかし、性格や考え方の違いから来るスタンスの変化は明確です。これまでで目立ったのは、日本の為替政策に対するかなり明確な反対の態度表明。

彼はある番組でアナウンサーに「日本は月曜日（7月5日）に介入した。日本の”弱い円”政策についてはどうか」という質問について、以下のように述べている。

「日本は、経済の基礎的条件（fundamentals）を強化することに注力すべきだ。その為には、経済政策は内需主導成長、市場の力（market forces）を生かすことに戻るべきであり、それが正しい選択肢（right focus）だと言える。ある国の繁栄は、その国の企業と国民の努力に寄っているのであり、為替市場への介入（manipulating currencies）は、長期的繁栄を促進するアプローチとは言えない。」

サマーズ新長官は、この発言のあとも同趣旨の発言を繰り返している。日本の通貨当局は「日米間に通貨政策を巡る対立はない」と述べているが、立場の違いは明確である。サマーズ長官が7月に入って繰り返し使っている表現は、「allowing markets to work」という言葉である。つまり、市場が自由に機能するのを許せと言うことである。

これは従来から指摘してきた日米間、また日本の国内にもある一種の「哲学論争」の続きとも言えるものだが、はっきりしているのは日米間の亀裂が表面化してきたことで、特に日本の通貨当局の行動余地が狭まる可能性が強いことである。

ちなみに、サマーズ新財務長官はアメリカが当面直面する課題を三つ挙げている。それに関連する新聞記事を項目別に挙げていくと

1. The first of these, he said, is "saving more as a country, and that's why maintaining the budget surplus is so very important to us."
2. Second, he said making sure all Americans are included in the current prosperity is

a priority.

3. Finally, he said, "We've got to address the trade deficit, and the best way to do that is to encourage growth around the world because we want to see the trade deficit go down because Americans are exporting more."

つまり、第一が「国としてのより多くの貯蓄」。財政黒字を続けることの重要性を強調しているわけである。第二は、「繁栄をすべてのアメリカ人が共有すること」。「落ちこぼれなき繁栄」ということである。第三に挙げているのが、「貿易赤字との取り組み」。取り組み方法としては、アメリカからのより多くの輸出。政府としては、「輸入の削減による均衡」、つまり縮小均衡は目指していないと言っている。

サマーズが、「アメリカが当面直面する課題」の中に「貿易収支の赤字」を入れたことは、「介入」に消極的なサマーズの考え方と併せて、今後のドル・円相場を考える上で重要である。「輸出を増やす」とまともな考え方を提示しているが、円が大きく軟化して日本の黒字増大・アメリカの赤字拡大が進むことは、アメリカとしてとしては歓迎しないということである。つまり、円安余地が狭まったと言える。

またサマーズ長官は、日本が直面する短期的、長期的な課題としては以下のように発言している。

「Mr. Summers said Japan faces a combination of short-term and long-term challenges. The shorter term priority must be domestic demand, "policy that can promote stronger demand that can jump-start the Japanese economy," he said. "In the longer term, the crucial challenges are much more structural: allowing markets to work, opening up markets to foreign competition, deregulating domestic industries."」

短期的には国内需要を強くすること、長期的には構造問題への取り組みや市場の力の発揮を促し、市場の対外開放を進め、国内産業に対して規制緩和をすることと指摘。こうした考え方はサマーズ長官に指摘されなくても日本でも考え方としてはあるものの、実行が遅れ気味であるというのが問題点でしょう。この辺をどうスピードアップできるかが、今後の日本経済の成長力を大きく左右してくる。

今週の主な予定は次の通りです。

- | | |
|----------|----------------------------|
| 19日（月曜日） | 欧州連合外相会議 7月の産業動向調査（企画庁） |
| 20日（火曜日） | 米5月の貿易収支 |
| 21日（水曜日） | 日本の6月の貿易収支 |

| | |
|----------|--------------|
| | 7月の金融経済月報 |
| | 米6月の住宅着工件数 |
| | ASEAN外相会議 |
| 22日(木曜日) | 10年国債入札 |
| | グリーンSPAN議会証言 |
| 23日(金曜日) | アセアン外相会議 |

この中では、22日のグリーンSPANの議会証言が注目です。利上げ後のアメリカの市場環境をどう考えているか、株価について言及するか、その後の物価の安定基調をどう評価するかなど。

《 have a nice week 》

夏休みも始まり、人の動きが激しくなってきました。土曜日は急用で諏訪まで行ったのですが、午前中の、特に朝の列車はいっぱいでした。帰りの日曜日の列車はがらがらだった。今は東京やその他の大都市から人が出ていくフェーズということでしょうか。

今日の本文にも書いたダイソーの矢野社長の記事が、土曜日の朝日新聞の「編集長インタビュー」に載っていました。品揃えは確かに豊富だった。ダイソーの他の店(渋谷など)には行ったことがないのですが、一見の価値はありだと思います。商品に値札がないというのは、驚きです。東京駅から歩いて本当に2~3分のところにあります。

そういえば、この週末に「スター・ウォーズ」を見ました。エピソード1。あまりおもしろくなかった。目新しいものがないのです。確かに仕掛けは大きい。しかし、特に新しい技術を使っているとも思えないし、ストーリーにも共感を持てなかった。人それぞれでしょうが。この映画、アメリカでも尻窄みのようですが、わかるような気がする。

先週は所用で一回お休みをしました。今週は明日が休み。楽な一週間です。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 Email 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》