

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1733号 2004年05月24日(月)

## 《 discretionary monetary policy for China 》

先週は、4月中旬から5月中旬の一ヶ月間に世界の金融市場を動揺させた問題のいくつかに、今後の動向を示唆する動きがあった一週間だった。具体的に言えば、中国が金融引き締めを行うにしても具体的にどうするのか、さらには史上最高値にまで駆け上がった原油価格が今後どうなるのかに関して、具体的な展望を持てるまでに至ったこと。

こうした展開、つまり一部問題での不安感解消を受けて、世界の市場は 1) 株価反発 2) 債券相場の落ち着き 3) ドル相場の高値からの反落 という相場展開が見られた。現在の市場環境を考えれば、もうしばらくこの状態が続く可能性が強い。

一番霧が晴れてきたのは、中国の利上げを巡る認識だろう。つまり「中国の引き締めとは何か」という点に関して、「(中国の場合、引き締めと言っても)先進国で一般的に見られる利上げの連続という展開になることはまずない」という認識の高まりである。

先週中国人民銀行の周総裁は、国際金融市場で喧伝されている同国の利上げに関しては、「しばらく(状況を)見守る必要がある」との発言を行い注目された。その後の報道などを総合すると、周総裁が利上げに関して見守り姿勢を強めた背景は

1. 固定資産投資は引き続き高水準なものの、一時に比べれば増勢が鈍ってきた(4月の固定投資の伸びは34%で依然高いが、3月に比べれば8.8%ポイント下回った)
2. その背景の一つは、この春に行った一連の預金準備率の引き上げで銀行から資金を吸い上げて、それが投資への資金の流れにブレーキをかけていると見られる
3. こうした引き締めの抑制効果は少し時間をかけて見なければ分からない

といった事情だろう。しかし中国の場合には先進国の人間にはかなり知れない事情もあるようだ。筆者は毎週木曜日に、ラジオ NIKKEI で「Asia Today」という番組を担当しているが、先週の番組に電話で出演して頂いた国際金融情報センター(JCIF)の石井・アジア第一部部長は、「先進国で言われるところの一般的な利上げは、中国が抱える経済問題への正しい対処ではない」との見方を示し、以下のように述べていた。

- 1 . 中国経済は、先進国経済の人間から見れば、いびつになっている。一般的に先進国の経済を見ると、GDPの構成は大体6割(日本)から7割(アメリカ)が個人消費で、あとは20%台の設備投資や輸出、住宅投資、公共投資などから出来ている。つまり経済に占める個人消費の割合が非常に大きい
- 2 . しかし中国経済は個人消費が40%台と低い。代わりに何が大きいかというと、設備に対する投資。つまり固定投資。これが個人消費と同じくらいの40%台を占める。つまり中国経済というのは異常に企業の投資が大きい経済ということになる
- 3 . このことは、今の中国経済の状況は、通常先進国で言うところの「景気過熱」ではないことを示している。過熱しているのは、一部の業種、地域での投資であり、今の中国経済の特徴を端的に言えば、それは「投資過熱」と言える
- 4 . そういう状況に対して経済全体に影響を与える利上げをすればどうなるか。過熱していないところまで抑制が働いて、逆に冷え込んでしまうかもしれない。つまり必要な投資(例えば下水、電気などのインフラ投資)を殺してしまうかも知れない。そこで、「中国にとって一番良い金融政策は何か」と言えば、過熱している部分(不動産、セメント、アルミなど)への投資や、 unnecessary 投資をパニッシュし、その他の分野には金融を潤沢につけていく政策だ
- 5 . 金利操作のような一律の措置は、今の中国の金融政策としては良くない。今の中国に必要なのは、裁量的な金融政策である。当局なり銀行が「必要」「不必要」を峻別して、裁量的にお金の流れを統御することだ

先週後半の日経新聞には、「中国利上げ観測後退」という記事があって、その最後にも「すべての業種に効果が及ぶ利上げよりも、“問題企業”に的を絞って融資や投資を制限するなど行政指導的な引き締め策を強める公算が大きい」と書いてある。これは石井さんの見方にも通じる。

筆者も今年の3月に上海に行って交通銀行のエコノミストと話した時、彼が「単純な利上げ操作には反対であり、もっときめ細かい措置が必要」と言っていたことを思い出した。彼も「裁量的金融政策の必要性」を指摘していた。

むろん、「裁量」はしばしば「恣意」につながる。裁量を下す方の人間が優秀なら良いが逆だと悲惨だ。石井さんも「それが問題」と言っていたが、筆者が今思っているのは「引き締め 利上げ」という先進国的発想は、経済の形が全く違う中国のような国を理解するには間違っているのではないかと、という点であり、私が見る限りでは世界の中国の金融市場を見る目も、もそうしたバランスの取れた、落ち着いた見方になりつつあると考える。

### 《 oil prices = very close to the ceiling 》

霧が晴れてきはじめたと言えば、原油相場に関しても同じ事が言える。まず具体的に言

うと、世界の原油相場（WTI）は先週末にバレル1ドルほど値下がりして、ニューヨーク・マーカンタイル取引所の期近は、39.93ドルとなった。原油価格の40ドル割れは10日ぶりである。それは、原油価格引き下げに向けた具体的な動きが顕在化したためだ。

それはサウジアラビアの動き。同国は先週の金曜日に世界の経済成長を確かなものにし、供給不安に対する懸念を緩和するためにOPECの石油生産上限を一日当たり200万バレル引き上げる方向で努力する、との方針を表明した。そして、その決定を今週末の阿姆斯特ダムでの生産国・消費国の会合で非公式にも決めるのではないかと、この見方が強まった。

ただし、週末の決定は見送りになった。増産余力のないベネズエラなどが反対したことや、OPECの正式な会合を開いて決めた方がよい、との意見が出たため。このため、6月3日にバイルートでOPECの正式な会合（恐らく臨時総会）を開き、そこで決めることとなった。増産を正式には決めなかったが、OPECは会議後に出した声明の中で、「最近の原油価格の上昇を“強く懸念している”」と述べた。この結果、あと10日後の6月初めのこの臨時会合では、OPECとして正式に「増産」を決める可能性が強くなったと言える。

もっとも、それで直ぐに世界の原油市場のタイトさが解消されるかは不明だ。OPEC諸国は割り当てられた生産枠を超えた「ヤミ増産」を公然と行っており、一説にはOPEC10か国合計の実際の生産量は、既に上限を日量200万バレル強上回っているという。このため、生産枠の拡大幅が200万バレルを大きく超えなければ、「現在の生産量を追認したに過ぎない」との見方もあり、その場合には価格がさらに上昇しかねない、との関係者の見方もある。ベネズエラのように、増産余地がない国にとっては価格の低下は歓迎せざる動きである。サウジなどが価格の下落を容易に増産で帳消しに出来る状況とは違っている。

しかし、不安一辺倒だった原油市場の先行きにも具体的な動きが出てきたことは、市場を落ち着かせるに十分である。こうした環境を考えるならば、今週から来週にかけての原油市場は今までのような急騰局面からは一転して、もちあいから反落気味のOPECの具体的な動きを見守る一週間になのではないかと。

### 《 left-wing trend in Korea 》

ところで、筆者は今年半ぶりに韓国にいます。定点観測の一環ですが、以前からの付き合いがある姜さんの友人達との意見交換を行う目的のもの。金曜日に総勢7人で日韓の経済に関する意見交換を行い、その中で私が興味をもった韓国や韓国経済に関する部分は次の通りです。

1. 今回の総選挙でウリ党が勝ったのは、「盧武鉉を感覚的に支持している」連中の力が出たためだと思う。必ずしもノサモ運動の連中とは同一ではないが、運動の方向性は似ているし、弾劾騒動がそれを加速した。後戻りは嫌だ、と

ということだ。しかし、今の韓国の政治には左翼的で時代錯誤的な動きがあるのが気になる。例えば1970年代のドイツで見られたような社会民主主義的な労働者の権利保護の動きがあるが、これは今後の韓国経済の発展にとって懸念材料となる（ドイツはその解消で呻吟している）

- 2 . 韓国の全労働者に占める製造業労働者の割合は、80年代後半の28%近くから急速に低下して、現在は日本のそれをも下回り、20%を切ろうとしている。日本の全労働者に占める製造業労働者の割合が70年代の28%近くから実にゆっくりと低下してきているのと対照的で、「韓国は既に製造業の国ではない」とも言える状況である。しかし、では韓国のサービス産業に直ちに明るい見通しが立つかということそれは必ずしもそうではなく、韓国経済の展望がクリアに開けない理由になっている
- 3 . その韓国の製造業の中でも、サムソンの地位は圧倒的である。昨年は5分の一になったが一時は同社が支払う法人税は韓国の年間全法人税収入の四分の一を占めたし、同社は「韓国の株式市場時価総額の22%」「全企業の純利益の25%」「全輸出の16%」「貿易黒字の三分の一」を占める。つまり韓国経済はサムスン依存が極めて高い（一方で、同社はデジタル家電、半導体、TFLLCD、携帯の四事業がよくバランスしていて、同社が突出しているだけであって他の韓国企業の影が薄いというわけではない、という意見もあった）
- 4 . 韓国の出生率は1.17で、日本の1.32よりも低い。若い女性の結婚年齢は年々上がってきており、男女平等（法制度や賃金面で）が進む中で、独身の道を選ぶ女性は多いし、結婚しても子供を欲しがらない夫婦も多い。今の韓国の人口構成は比較的釣り鐘型で良いが、あと10年後は出生率の低さは大きな社会問題となる

などでした。私からは日本経済の話をしたのですが、韓国サイドの参加者の話を聞いていて思ったのは、今の韓国経済には日本経済には存在する「浮揚感」はないのだろうな、という点。株式市場の動きにもそれは現れている。今回の一連の世界的な株価の調整局面（4月23～5月20日）を見ると、世界の市場の中で下げた幅が大きい方から見ると、アルゼンチン（-22.12%）の次が韓国で-17.98%。対して日本は7番目の-10.38%になっている。日本の市場の方がしっかりしていたことになる。

「韓国が全労働者に占める製造業労働者の割合」で見て「製造業の国ではなくなりつつある」という話は興味深い。日本では「やっぱり日本は製造業の国だ」という議論が強いのと対をなしている。

では韓国は何の国になるのか . . . . という疑問が生まれてくる。むろん、全労働者に占める製造業労働者の割合の低下は生産性が上がっているからだ、といった議論は可能だ。しかし、日本の製造業労働者割合（全労働者に対する）がゆっくりしか下がってないのに、韓国のそれがどうしてこんなに急速に下がっているのかは調査する価値があるな、と思った。

今週の主な予定は以下の通り。

5月24日（月）	スノー米財務長官、G7諸国財務相と会合（NY）
5月25日（火）	米5月コンファレンスボード消費者信頼感指数
5月26日（水）	4月企業向けサービス価格指数 4月貿易統計 米4月耐久財受注 米4月新築住宅販売
5月27日（木）	4月商業販売統計 米第1四半期GDP（改定値） 米第1四半期個人消費（改定値） 米第1四半期企業収益（速報）
5月28日（金）	4月家計調査（勤労者世帯） 4月労働力調査 5月都区部・4月全国消費者物価指数 4月鉱工業生産 米4月個人消費・支出 米5月ミシガン大学消費者信頼感指数（確報） 米5月シカゴ購買部協会景況指数

### 《 have a nice week 》

今回のレポートは、2002年末以来の韓国からです。私にとっての定点観測の一環でもあり、盧武鉉大統領が弾劾裁判から解き放たれた中で、今後の韓国経済の行方を見るために来ているもの。経済に関する話は本文に書いた通りですが、街を歩いていて「これからソウルで売れる、増えるのは何か . . . .」と考えたら、それはエスカレーター、エレベーターでした。

なぜって、日本では高齢化社会に事前対応して日本中の駅や上下のある場所、階段のある場所でエスカレーターの設置が進んでいる。最近驚いたのは地下鉄・新宿3丁目駅と伊勢丹を結ぶほんの数歩の小さな階段にもエスカレーターが付いた。こうした現象は日本中で進んでいるのでしょう。

ところが韓国では首都のソウルでも、日本ほどにはエスカレーターがない。ソウルの道

路は広くて車に乗っている分には良いのですが、いったん歩行者になると大変なのです。なぜなら横断歩道、歩道橋というものがなくて、大体歩行者は地下道に潜らされる。しかし、そこにはエスカレーターがない。皆歩くわけです。日本より平均年齢が低いのですが、出生率1.17を勘案すれば韓国も急速に高齢化する。だから、いずれ、階段という階段には今の日本のようにエレベーターやエスカレーターが付くだろう....と。

土曜日は2002年末 (<http://www.ycaster.com/chat/korea2002.html>) にもお世話になった若者の先導で午後からソウルの市内を見て歩きました。80年代から何回となくソウルに来ているのに、いつも動いていると言えばホテルのある市庁舎の周辺かヨイド。今回は車で本当にソウルの市内を移動しました。

発見したのは、ソウルは緑(山が多いせいもある)と坂の多い街だ、ということ。ミョンドンも少し坂ですが、市の中心部を出ると本当に緑が多く、かつ坂が多い。まあ季節が良いということもあるのですが、これは私にとっての発見でした。逆になくなったのは漢字です。ずっと以前に来たときには、商店の看板などには数多く漢字が残っていた。しかし今の韓国では古い寺の門にくらいにしか漢字が残っていない。だから、日本人にとっては、ソウルは中国に行くよりも何が何なのか分からない街になりつつある。韓国人に聞くと、この表意文字であり日本でも中国でもまだ使われている漢字の韓国からの消滅は、韓国でも「問題だ」ということで、大きな議論になっているという。

ソウルの新しい街もいくつも紹介してもらいました。2002年末には南のCOEXモールを教わりましたが、今回教えてもらった街は、若者の綴り説明によれば

Upjohn dong

Chong dam dong

彼の説明によれば、前者は「例えば男が髪をカットする場合に、他の地域よりは三倍は取られる街」ということだった。実際に歩いて見ると、来ている女性は皆瀟洒な感じで可愛く、着ているものもお金がかかっている感じ。「以前ブリトニー・スピアーズが来たときも、ここで遊びました」と案内してくれた彼。まあ低層、2階か3階の建物の連続した街で、青山ほど洒落てはいない。しかし、ソウルの他の地区とは明らかに雰囲気、来ている人種が違っていた。

後者は「これからショップが並ぶのだろう...」という発展途上の、そして坂の街。既にマックスマラなどブランドショップが出店し始めていました。この街が素晴らしくなるのには、まだちょっと時間がかかるかな。しかしどの街を歩いていても、女性のメガネがなかなかソウルは洒落ている。日本の女性のメガネよりも多彩です。コーティングが施してある、ちょっと洒落たサングラスタイプのものが多い。韓国の女性は、メガネの使い方がうまい、と思いました。

《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](mailto: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》