

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1736号 2004年06月14日(月)

## 《 a sign of “soft-landing” for Chinese economy 》

今週のレポートの主なポイントは以下の通りです。

1. 「過熱」を心配されていた中国経済には、明らかに「過熱沈静化」の兆しが出てきている。先週相次いで発表された5月の統計で明らかになったもので、「ソフトランディングの兆し」と受け取る向きもある
2. 仮に中国が裁量的・選択的な措置を中心とする金融引き締めによって経済の過熱除去に成功した場合には、世界の商品価格の沈静化や「中国経済の過熱 バブル発生 破裂」のリスクの低減などによって、世界経済が受ける恩恵は大きく、各種市場が受けるインパクトは大きい。消費者物価の高い伸びなど懸念材料は残るが、原油価格の軟化とともに世界経済にとって明るい材料となる
3. その中国が出席しなかったシーアイランド・サミットは、世界経済の問題点をなぞっただけで終わった。かつてサミットは経済サミットと呼ばれていたが、今回は完全に「中東のためのサミット」「ブッシュのためのサミット」と言えるものになり、今後の世界経済運営に与える影響は小さい。世界経済がうまく回っている証拠とも言えるが、中国除外で世界経済を考えるのが無理になった状況を端的に示した
4. 6月末の次回 FOMC から予想されるアメリカの利上げに関しては、先週二人の FRB 要人が発言し、前回 FOMC 声明に使われた「measured」という単語の意味合いの スパンを広げる作業を行った。市場があまりにも、「利上げはあってもごくゆっくり」と理解し始めたのを修正する意味合いがあったと思われる。「今後の物価情勢次第」という至極当然な路線に金融政策に対する予測を軌道修正したもので、だからといって今回の利上げが過去（例えば94年）に見られたような足早なものになると言っているわけではない

先週一番注目してしかなるべきニュースは、中国から来た。過熱投資（それに一部の景気過熱）の鈍化を示す数字の発表で、これは世界経済の先行きを考える上で極めて重要である。列挙すると、以下の通り。

1. 5月の鋳工業生産は対前年同期比17.5%という伸びだったが、これは4月の1

9.1%を大きく下回った

2. 5月の固定資産投資 (fixed-asset investment) は対前年同期比 18.3%伸びたが、これは4月の34.7%を大幅に下回った
3. 中国人民銀行によると、同国で最も広義の通貨供給指標である M2 の伸びは、5月末現在で 17.5%と、4月末の 19.1%を大幅に下回った
4. 5月の人民元建て銀行融資の対前年同期比の伸びは 18.6%で、4月の 19.8%を下回った

最初の二つの統計は、中国において投資や生産が5月に大きく伸びのペースを落としたことを示す。「過熱」が少し冷めてきていることが示されている。

これに関してファイナンシャル・タイムズ (FT) のインタビューを受けたクレディ・スイスの中国エコノミスト Dong Tao 氏は、「これらは、中国経済が本当の意味で大きく鈍化していることを示す最初の、そして確かな証拠である」と述べている。残る二つの統計は、投資や生産の現在の鈍化と将来の姿を示唆する金融面の統計ということになる。

改めて言うまでもないことだが、世界経済に占める中国の立ち位置 (世界の GDP に占めるシェアの順位) は、アメリカをトップにランキングすると急速に上位に上がってきている。世界の GDP に占める中国の割合はモルガン・スタンレーによれば 3.9%。これは現行替レートを基準にしたもの。遠くない将来に予想される人民元の切り上げでは、この割合は直ちに上がる。統計の取り方にもよるが、現行 3.9% は先のサミットに参加したイタリアとかカナダなど一部の国を上回る。日本は 1.3% 前後だと思った。

世界経済の成長に占める中国の割合は全体の成長を 100 とすると 15% に達している、との見方もある。であるが故に、中国は世界の資源、商品市場に大きな影響を与えてきた。同国の原油輸入の急増は同価格がバレル 40 ドルを上回る水準にしばらくとどまる大きな原因の一つだったし、昨年統計では中国は世界の鉄鉱石供給の 27% を、セメントの 40% を消費したと言われる。

### 《 but high inflation rate is concern 》

中国の成長が鈍化することは、今の世界にとって悲報ではなく、朗報である。中国需要、それにそれを口実にした投機資金の集中もあって上がっていた世界の商品価格 (非鉄金属から石油、穀物まで) は、沈静化に向かう可能性が高い。すでにその兆候は様々な市場で出ている。

持続可能性という面からも「過熱」状態でのこれまでのペースでの中国経済の拡大は無理があり、5月の統計で示されたような「鈍化」が望ましい。中国では既に電力などの不足が顕著で、このままでは各所での供給のボトルネックを背景にインフレ発生が必至で、「バブル 破裂」という展開を辿りかねない。中国経済の急速な鈍化は、中国を持続的な輸出市場、投資市場としたい世界各国の企業、投資家にとっては望ましくないが、それこ

そ「measured」( 図った、意図した ) な形での鈍化は、世界経済にとって望ましいのである。世界の株式市場も、中国からのニュースをそう受け取るだろう。

5月に出てきた各種の統計は、中国政府が4月から実施している一連の引き締め措置( 預金準備率引き上げ、小幅な公定歩合の引き上げ、裁量的・選別的な融資コントロール ) が、実を結びつつあることを示している。それがそのまま中国経済の「soft landing」( 軟着陸 ) に結びつくかどうかは不明だが、その可能性は出てきたと言える。何せ世界各国の企業は、昨年だけで2220億ドルの輸出を行った。これは1994年の420億ドルからは大きな伸びである。この伸びは多少落ちるかもしれないが、中国経済が破裂して日本を含め各国企業の輸出が激減するよりは良い。つまり、世界経済にとって良い。

実は中国は先週末にもう一つの統計を発表した。同国5月の消費者物価指数である。ある意味で、アメリカの同指数よりも注目されていた。結果は年率で4.4%の上昇と過去7年ぶりの高い伸びと発表された。同国の消費者物価指数はこれで18ヶ月連続のプラス。今年1~3月は2.8%、4月は3.8%の伸びだった。中国のインフレ率は加速していることになる。中国政府の今年の消費者物価目標は年率3%のプラスで、5月の伸びはこれを大きく上回る。

5月の統計を見ると、年率でのインフレ率上昇の主因は食料品価格の大幅上昇が背景。年率で見て穀物価格は32.3%、食用油は24.6%、果物や鶏卵が約20%の上昇となっている。つまりアメリカで言うと、コアでない部分、変動が激しいセクターでの上昇が全体のインフレ率急上昇の原因となっている。

対して多くの産業資材の価格は下落した。また衣類( 1.4%低下 )、家庭用設備( 1.5%低下 )、交通通信( 1.3%低下 ) などの分野でも、物価は下落している。つまり、数字ほどには統計の中味は悪くない、ということだ。ではなぜ変動が激し食料品、食用油などが大きく上がったのか。一年前のSARS騒動の余波を指摘する向きもある。それほど懸念することはない、ということだ。

それにしても、中国の消費者物価の中味まで毎回分析せざるを得ない時代の到来は、彼の国の経済の、我々市場の人間にとっての重さの増大を実感させる。

### 《 more of a plan than a pledge 》

アメリカでのサミットは、こんなに重要になった中国を排除して行われた。サミットの場で経済問題の討議が実質的には全く行われなかったのは、ある意味では当然だ。なにせ一番肝心の国が出てきていない。

報道によれば、今回のサミットは特別文書採択が10種以上に及んだ、という。目玉は選挙を控え、また行き詰まりが顕著なイラク情勢を動かしたいブッシュ政権の意向を受けた「拡大中東・北アフリカ圏構想」。アメリカの対中東政策のアメとムチのうち、アメに相当する部分で、イラクを含む中東地域の安定を国際社会共通の課題と位置づけることに

よって、イラク暫定政権への支援や中東和平への各国の協力を呼びかけた。

G8後のブッシュ大統領の記者会見をホワイトハウスのサイトで読んでも、発言の大部分は中東、イラクであって、記者の質問もそれに集中している。サミット全体としてみても、世界経済に触れた部分としては、「世界景気の強さを確認」し、「(原油価格に関しては)産油国と消費国双方の努力を要請」したに過ぎない。

先週注目されたのは、サミットよりも二人のFRB要人の発言である。グリーンSPAN議長は週前半にワシントンからロンドンの会議にビデオで出演し、今後の金融引き締めに関して「measured」なスタンスは続けるものの、「FRBは必要な措置は取る用意がある」と述べた。具体的には、金融政策を巡る環境がそれを必要とするならば、一回の利上げを必ずしも0.25%にとどめないなど、今まで考えられていた以上に金融政策に自由度を確保する方針を明らかにした。今までの市場の見方は、一回0.25%の利上げを、間隔を開けて実施するというのが、「measured」の意味だとの見方が強かった。グリーンSPAN議長の発言はこれを修正しにかかったもの。

もっと鮮明にFRBの立場を明らかにしたのはアトランタ連銀のジャック・グイン総裁である。同総裁は先週末に、

**「In my personal view, the word 'measured' is more of a plan than a pledge. Based on what I know today, I'm comfortable with the notion that our path is unlikely to mirror 1994's policy moves, when the federal-funds rate was raised sharply from 3% to 6% over 12 months.」**

と述べた。私を知る限り、「measured」という単語に関してFRBの当局者が「自分の意見だが」と言いながらも、その中味に関して解説したのは初めてである。彼の解説は「(measuredとは)誓約というよりは、計画である」というものだ。では「誓約」とは何か。恐らく、「measured」という単語を見た市場が、「FRBは0.25%刻みで、慎重でゆっくりした形でしか利上げをしない」と理解していること、それを「FRBからの約束・誓約」と理解していることを指しているのだろう。このグイン総裁の発言をウォール・ストリート・ジャーナルは、「経済環境がより強い引き締め措置を正当化するなら、金利を徐々に上げるとのFRBの計画は変わりうると彼は発言した」と理解し、それを記事の最初に持ってきた。

この二人のFRB高官の発言は、何を意図したものだろうか。また、我々がアメリカの金融政策の行方を占う上で、何を意味するものだろうか。

常識に立ち返るならば、恐らく「measured」の意味を市場が勝手に解釈して、それを「FRBからの誓約」といった感じで受け取っているのを、FRBは快く思っていないのだろう。経

済を巡る環境は常に変化し、とても明日を約束できるようなものではない。もしかしたら、激変し易いエネルギー価格状況などの物価条件の大きな変化によって、例えば6月末のFOMCでの利上げ幅が0.5%になる可能性も現実にはある。そういう不確定な環境に常に直面している金融政策に関して、市場が勝手な予想を強めてくれるのは困る、と考えたのではないかと筆者はそう考える。

紹介したグイン総裁の発言の「Based on what I know today . . . .」の中には、「today」という言葉が入っている。「私が今日知っている限りでは」ということだ。逆に言えば、明日は何が起こるか分からない、と言っている。そして、「今日私が知っている限りでは、アメリカの今後の金融政策は、12ヶ月の間にフェデラルファンド金利が3%から6%に急激に上がった1994年の政策変更をなぞるようなものにはならないだろうとの見方に、私は心地よさを感じている」とも言っている。

ちょうど来週の火曜日には米5月の消費者物価指数が発表される。こうした統計を見ながら今月29/30日のFOMCでは、利上げが正当化されるのか、上げるとしたら何%が良いのかが討議される。その結果は、「(今からでは)我々にも分からない」とグリーンズパンとグインは言っているのだと思う。それは、ある意味で当然だ。今から次回FOMCの間に世界的な株価の急落が起きれば、FRBは利上げが出来るだろうか。恐らく出来ない。

我々が経済を予測するにしても、「蓋然性の高い順」(その蓋然性の把握で大きな違いが出るが)に言っているに過ぎないのであるから、「市場の皆さん、あまり決めつけしないで下さい」というのが、二人のメッセージであろう。当局者としては当然のことを言っている。グリーンズパンの発言を受けた市場は、多少動揺した。しかし利上げが既定路線の中での、微調整的な発言だったので直ぐに動揺は収まった。

例えばこういうこともありうる。6月の利上げを0.5%として、その後の追加利上げをゆっくりしたものにする。まだその可能性は低い、絶対ないとも言えない。不確定状況の中で金融政策を考える必要がある、ということだろう。筆者は、グリーンズパン議長とグイン総裁の発言をそういうコンテキストの中で考えた。

今週の主な予定は以下の通りです。

- |          |   |
|----------|---|
| 6月14日(月) | 日銀金融政策決定会合(～15日)                          |
|          | 米5月小売売上高                                  |
|          | 米4月貿易収支                                   |
| 6月15日(火) | 4月景気動向指数(改定値)                             |
|          | 米6月NY連銀製造業景気指数                            |
|          | 米5月消費者物価指数                                |
|          | 米4月企業在庫                                   |
|          | 米上院銀行住宅都市委員会、グリーンズパンFRB議長の再任を承認するため公聴会を開催 |

6月16日(水)	通常国会会期末 米5月鉱工業生産・設備稼働率 米ページブック
6月17日(木)	E C B理事会 米5月コンファレンスボード景気先行指標総合指数 米6月フィラデルフィア連銀指数 5月北米半導体製造装置B Bレシオ
6月18日(金)	米第1四半期経常収支

### 《 have a nice week 》

典型的な梅雨空の週末。いかがお過ごしでしたか。しばらくは雨の季節でしょうか。それもある、私の周りでは体調を崩されている方が多い。お気を付けて。

それにしても改めて書きますが、今日のこのレポートを作成しながらつくづく中国という国の重要性の増大を思っていました。アメリカのそれと同じように、中国のインフレ統計の中味まで分析するようになるのはつい数年前には考えませんでした。今後は、日本にとって中国の統計はアメリカの統計以上に時には重要になる可能性もある。このレポートでの中国に関する文章も増えるでしょう。

中国にはほぼ毎年行って、今年には既に二回行きましたが、「でかい」というのが印象です。上海を見た後に瀋陽を見ると、「同じく国か」と思う。繁栄と衰退、光とくすみ。主要都市しか行かないので、その他の地方はどうなっているのか。中国の地方には、数年前に一回だけ行ったことがあります。偶然に。山峡下りの客船のセイフにパスポートを忘れて、旅をしていた全日本鍋物研究会の一行と別れて中国人の通訳と運転手でタクシーを使って山峡登りを始めた船を山道を追いかけたとき。そこには本当に中国の田舎、農村地帯の風景が広がっていた。貴重な経験でした。

車窓から眺めたのですが、本当に貧しい。貧しさはインドのそれとはまた違っているが、村に一つ電話があるかどうかといったところも多かった。商店といっても、10数項目の商品が汚く並んでいるだけの小さなパパ、ママ・ショップです。下は床がなく土間だったと思う。上海に並ぶブランドショップとは全く違うのです。中国というと、頭に残った残像として私には上海の夜景と、この中国の山道沿いの村が両方出てくる。

そうしたある意味で多様な中国が一つの統計として表現されたときに、「どの部分を反映しているのか」とも思う。どのくらい正確か、というのが最初の疑念ですが、あれだけの多様性を一つの数字に表現して良いものだろうか、とも思う。経済は数字抜きには語れない。しかし資本も行かない、従って雇用も増えない田舎の農民達に、「去年のGDP伸び率は9.1%でした」という説明がどういう意味を持つのか。

少なく見積もっても13億の人口を持つ中国の食欲は旺盛です。食料から、原油、非鉄

金属、鉄鉱石。最近自分のサイトに「<2004年前半、世界を吸引する中国（急成長、引き締め、そして将来への不安）-Cyberchat>」という文章を書いた。インターネット上のページは <http://www.ycaster.com/chat/2004china.html> なのでそれを読んで頂ければ良いのですが、「世界を吸引する」という表現は、私の実感です。

サミットが中国を呼ばなかったことで、経済問題について実質的な話し合いが出来なかったことは既にお知らせしました。好むと好まざると、世界経済の成長力の15%を握っているとしたら、その国を入れない訳にはもういかないでしょう。確か次ぎのサミットはイギリスでした。となれば、インドも参加する可能性もある。とすると、ブラジルもとなつて、では欧州はEU一つで、ということになるのかならないのか。イタリアやドイツ、フランスは面白くないでしょうが、EUの最終的な目標はそういうことではないのかと言われれば反論できないかもしれない。

インドに関しては、バジパイが政権を握っていた今年の初めに行って、「<2004年・年初のインド（加速する成長、株高、貧困、そしてカオス）-Cyberchat>」をインターネット上の <http://www.ycaster.com/chat/2004india.html> に残してありますから、ご興味のある方はどうぞ。

こんなことを書き始めると長くなります。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（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》*