

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1781号 2005年06月13日(月)

《 deepening conflict between 》

今週のレポートの主な内容は以下の通りです。

1. 人民元の柔軟性増大、より具体的には切り上げを求める先進国の包囲網は狭まってきた。しかし、先進国が圧力を強めれば強めるほど、中国の抵抗は強まっているように思える。中国の政治家は、切り上げがもたらす最弱部門の農業や産業界の雇用、それに都市で働く農民（農民工）への影響などを測りきれないでおり、それを先進国の圧力で行うのが嫌なのだろう。中国は切り上げても小幅を狙っているに違いない
2. しかし、アメリカや日本は「小幅では意味がない」と考えている。必ずしも国内の権力基盤を固めたわけではない胡錦濤・温家宝政権の悩みは深い。中国の国内では、成長の偏りや環境問題の悪化（水問題など）を前にして、農民を中心に現体制への不満が高まっている。都市の学生や労働者は共産党が支配・統制できても、生きるか死ぬかの環境に置かれ、都市との格差を見せつけられている農民の不満を抑え込むのは難しい
3. 長期的に見てグローバルな覇権争いで中国が台頭して来ると考えているアメリカの対中姿勢は、厳しい。年間1600億ドルも対米で黒字を出している中国を責め立てるのは、論理的・感情的にも通りやすい。グリーンスパンが言うように、人民元を切り上げてもアメリカの対外収支が劇的に改善することはまずあり得ない。それが分かっているだけに、アメリカの対中国攻勢は深い根を持っている
4. もっとも、「人民元を巡る綱引き」は、アメリカや先進国が怒り、中国が流すという構図が続いているという意味では膠着状態であり、世界の為替市場での変動要因としてのファクター性は薄くなっている。たとえ中国が小幅引き上げに動いたとしても、同じ問題が繰り返されるだけだろう。もっと引き上げると言うアメリカと、渋る中国。そういう意味では、一回中国が動いたから終わり、という問題ではない
5. 人民元論議の円相場への影響度は徐々に低下しよう。実際に動いたときには別の動きになるが、それまではアメリカの金利の動きがドル・円相場の支配要因になる可能性が高い。その米金利に関しては、先週グリーンスパンが証言で、「当面継続」の方向性を示した。少なくとも6月のFOMCでは利上げがあるだろう。その後は今か

ら予測するのは難しい。ドルはしばらくは堅調に推移しよう。ただし、全体的には株、債券を含めて膠着感が強い展開だろう

6. 今週の注目は、数多く発表される経済指標でアメリカのインフレ率に対する市場の見方がどう変わるのか、再び50ドル台に定着した原油相場に関して、OPECがどういう決定を下すかなど。先週と打ってかわって、今週は経済指標が数多く出る。日米の経済実態がどうなっているかを見るには、好都合な週である

アメリカや日本など先進国と中国との人民元を巡る議論が先鋭化したのは、主要国首脳会議（グレンイーグルズ・サミット）のための準備会合として開かれた財務相会合の場である。日本時間では週末に開かれた。この会合そのものはアフリカなどの最貧国への債務免除が主要議題で、欧米のマスコミもこれを主題に取り上げているが、市場の関係者にとって重要なのは人民元の問題だった。

会議の特徴は、今までどちらかといえば「中国の決断を見守る」という姿勢だった日本や、それほど議論そのものに乗気になかったヨーロッパが、アメリカと組んで中国に対して強い姿勢で「人民元制度の柔軟化」を要求したことだろう。谷垣財務大臣の「為替制度の柔軟性が必要と思う。それも遠い将来の話ではないということで、早期に果敢な対応が必要だ」という言葉が、日本の人民元問題取り組み姿勢の変化を示している。

日本ばかりでなく、今回の財務省会合ではドイツのアイヒェル財務相が記者会見で、「アジア新興国、特に中国が一層、為替相場を柔軟にすることは世界経済にとって重要な寄与になる」と述べ、さらに「柔軟な為替相場で中央銀行の独立性が増し、過剰流動性による投資過熱などを効果的に防ぐことができる」とも語って中国にとってもメリットが大きいと強調した。イタリアなども同様の考えを示し、ヨーロッパもアメリカに足並みを揃えた。

《 mounting political pressure on Beijing 》

これに対する中国の姿勢は、「先進国が圧力を掛ければ掛けるほど、中国が動くのは難しくなる」という従来からのものだった。周小川・中国人民銀行総裁は先週次のように述べていた。

「Chinese central bank chief Zhou Xiaochuan warned that mounting political pressure on Beijing to revalue its currency, and overblown expectations about how such a move may help correct imbalances in the world economy, are making it more difficult for China to take action.」

しかし中国の為替政策を決めているのは、周総裁ではない。実は中国の為替政策は中央銀行でも財務担当者でもなく、共産党が直接決定権を持っていると思われる。従って、最後は胡錦濤・温家宝マターであり、中央銀行などはただの執行機関にすぎない。ただし、執行機

関は様々なパターンを用意して首脳部に人民元の切り上げシナリオを出しているはずだ。そして、「トップの政治判断を待つ」という姿勢だろう。しかし、トップはなかなか決断しない。

その背景は、胡錦濤・温家宝政権の政権基盤の弱さにあると筆者は見る。筆者は昨年秋に北京に行き、王元龍・中国銀行国際金融研究所副所長と会った。そのときに人民元の切り上げ問題を出したら、彼の口から「改革も良いが、13億の民を食べさせるのが先」という鄧小平の有名な言葉が出て、さらに「10%の人民元の切り上げによって、例えば3000万人の失業者が増えるとの見通しがあったら、政策決定者はなかなか人民元切り上げに関わる政治的リスクを負えはしない」と言ったことを今でも鮮明に思い出す。つまり、政権基盤がよほど固まらないと、国内経済に非常の大きな影響が出るであろう「(通貨の)切り上げ」は決断できないのである。

もっとも筆者がその時最初に思ったのは、「そうだろうか」という疑問だ。日本だってブラザ合意の後の急激な円高局面では、国内に失業者も出たし、行き詰まった産業も数多く出た。政策策定者もそれをある程度覚悟した筈だ。同じ事であるはずだ。中国にだって出来るだろう、と。先進国ではどの為政者もしていることである。それに関してある程度は国民の理解もある。

しかし、その点が違うのである。何よりも、中国では政策の変更によって影響を受ける人間の数のケタが違う。言ってみれば、「人口プレッシャー」だ。それが彼等の頭にひっかかる。政策一つの変更で、何千万人もの人が職を失い、それに伴う政治的リスクが発生する。それが長期的に国の為になると思っている、為政者はなかなか踏み切れない。影響を受ける人々の中には、彼らの故郷の人もいるだろうし、親戚もいる。

人民元の切り上げにしても、脆弱性を抱えた中国経済の一部には大きな打撃である。今の日本経済が円高を乗り越えて体質を強化し、それ故に再び日本の時代を迎えようとしていることを説明しても、中国の指導者がそれ(通貨の切り上げ)を素直に自分達の決定に生かせるかどうかは分からない。

選挙というシステムを通じて統治に関して合法性をもらっている日本を含む先進国の政治家は、統治に関わる正統性を明確に主張できる。しかし、前任者からの禅譲と周囲からの推薦で統治に当たっている中国の為政者は、国を発展させ、国民の支持が保てなければやっていけなくなる。中国の指導者には以前は、「革命を指導した」という権威があった。鄧小平までである。江沢民はその鄧小平から権力を譲られた。しかしそれでも自分の権力基盤を作り上げるのに苦労した。彼が主導した愛国教育はそこから出たと言われる。

中国の指導者は、過去の栄光に頼れない世代に入りつつある。胡錦濤は革命の時にはまだ幼児だった。彼が政治家として評価されるとしたら、今後の活躍と成果如何だ。そうした成果がない時に、失業者だけで何千万にも達するかもしれない金利や為替の政策を動かすとしたら、当然ながら彼等は凄まじいプレッシャーを感じるだろう。今後の中国の指導者はず

っとこのプレッシャーと戦わなければならない。それはなかなか大変だろう、と思うわけです。だから、なかなか決断できない。

結論を述べると、筆者はこう考える。

「中国はいつか決断する。しかし、その切り上げ幅は小幅だろう。利上げでも慎重にしかやらない国だ。しかし、それではアメリカや欧州や日本は納得しない。よって、一回切り上げが行われても、まだ足りない、まだ不足という欧米からの声は続き、人民元に対する新たな切り上げ要求は強まる。よって、人民元問題の恒常化が起こるだろう」

ということである。つまり、最初の切り上げがあっても、中国の人民元を巡る問題は息の長い話になるだろう、ということである。日本の円を巡る議論も、最初の切り上げの1971年以来何回も出てきたように、である。

《 not a bubble but a froth 》

日本とアメリカの経済に関しては、今週は数多くの統計が発表される。日本に関しては、月曜日に1～3月GDP統計の二次速報が出るし、アメリカでも数多くの統計が発表される。5月生産者物価指数、5月小売売上高、5月消費者物価指数、ベージュブック、6月のミシガン大学消費者信頼感指数（速報）など。中でも、物価統計には関心が払われるだろう。アメリカの景気に関しては、先週グリーンズパンFRB議長が以下のように述べている。

「Despite the uneven character of the expansion over the past year, the U.S. economy has done well, on net, by most measures.」

つまり、「景気の拡大にでこぼこはあるが、差し引きをしてみると大部分の物差しにおいてアメリカ経済は順調な推移だった」というのである。彼は具体的に数字を挙げている。過去一年間の米経済成長率が3.7%に達したこと、失業率が5.1%に低下したことなど。しかし、彼はアメリカ経済が抱えている問題点の指摘も忘れなかった。家計の貯蓄率が非常に低くなっていること、対外収支の赤字増大、それに住宅市場の過熱である。グリーンズパンは住宅市場に関して、非常に興味深い単語を使っている。

「That said, there can be little doubt that exceptionally low interest rates on ten-year Treasury notes, and hence on home mortgages, have been a major factor in the recent surge of homebuilding and home turnover, and especially in the steep climb in home prices. Although a "bubble" in home prices for the nation as a whole does not appear likely, there do appear to be, at a minimum, signs of froth in some local

markets where home prices seem to have risen to unsustainable levels.」

この文章では、「bubble」と「froth」が対になっている。Froth とは、「(ビールなどの)あわ,あぶく;はかない[空疎な]もの」という意味。必ず崩壊するバブルには達しないが、ちょっと価格水準などから見て行き過ぎが見える程度のレベルの価格水準。「フロス」とは新しい言葉だ。広く普及するかどうかは分からないが、いかにもグリーンスパンらしい言葉の使い方だ。

29～30日の次のFOMC以降にFRBがどの程度金利の引き上げを続けるのかに関しては、

「A Federal Reserve policy maker said Saturday the U.S. central bank has no fixed view of how much interest rates will need to rise in the near term to ensure they neither stimulate nor constrain economic growth.

Anthony Santomero, president of the Federal Reserve Bank of Philadelphia, told a group of bankers the Fed aims simply to "see, watch and adjust" the pace of interest-rate increases in response to economic developments. In a speech earlier Saturday, he said that pace will be gradual -- or "measured" -- based on current expectations of the economic outlook.」

とフィラデルフィア連銀のサントメロ総裁が一言で言えば、「分からない」と言っている。しかしこれは真実だろう。今週発表される指標などがどの程度アメリカの利上げが続くかを左右すると言えそうだ。

今週の主な予定は以下の通り。

6月13日(月)	1～3月GDP(2次速報) 4月鉱工業生産(改定値)・設備稼働率
6月14日(火)	米5月生産者物価指数 米5月小売売上高 米リッチモンド連銀総裁講演(小口金融に関して) 米セントルイス連銀総裁講演
6月15日(水)	福井日銀総裁定例記者会見 月例経済報告 米5月消費者物価指数

	米 4 月企業在庫
	米 6 月 NY 連銀製造業景気指数
	米 4 月対外対内証券投資
	米 5 月鉱工業生産・設備稼働率
	スノー米財務長官、フランス訪問
	米ページブック
	OPEC 臨時総会
6 月 1 6 日 (木)	4 月機械受注
	米 5 月住宅着工件数
	米 6 月フィラデルフィア連銀指数
	米カンザスシティ連銀総裁講演
	5 月北米半導体製造装置 BB レシオ
	スノー米財務長官、ドイツ訪問
	EU 首脳会議 (~ 1 7 日)
6 月 1 7 日 (金)	4 月景気動向指数 (改定値)
	5 月日本半導体製造措置 BB レシオ
	米 1 ~ 3 月期経常収支
	米 6 月ミシガン大学消費者信頼感指数 (速報)
	イラン大統領選挙

《 have a nice week 》

梅雨入り宣言後の最初の週末でしたが、それほどの雨も降らず。東京はまずまずの良い天気でした。ちょっとうっとうしい季節ですが、気分も服装も楽にして過ごしたいものです。しかし、何でもネクタイをはずして、しかも政府主導でというのはあまり感心しない。涼しげである必要はあるが、相手に失礼でなければその人その人が考えれば良いことではないでしょうか。

今週「あれ…」と思ったのは、上下両院合同経済委員会でのグリーンспан証言の短さでした。私は主要な証言や声明は必ず全文に目を通す。海外の新聞記事などを見て判断するのは邪道だと思っているのです。なぜなら、証言とか声明とかは相当な知恵とバランス感覚の上で作られている。それをポイントだけ見るのは失礼だと思うからです。

しかし、今回のグリーンспан証言のテキストを見て、「短い」「バランスもなにもないな」と思いました。最近数年間のグリーンспанの証言は徐々に短くなってきていた。しかし、この証言は A4 でプリントアウトして 3 枚に達しない。勘ぐりでしょうが、疲れているのかな、と。

まあ、不必要に長くする必要はない。しかし、アメリカ経済の課題は山積しているときだけに、彼が「conundrum」というところの長期金利の低さに関しての彼自身の最新分析な

ど知りたかったな、と。ま、力を抜いているということはないでしょうが、ちょっと気になりました。

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 (E-mail 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》