

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1864号 2007年02月19日(月)

《 Is world economy so good ? 》

今週の最大の関心項目は「日銀金融政策決定会合」だが、その前に最近気になっている点を取り上げます。それは、「世界の政策当局者が、今のグローバルな経済のパフォーマンスに少し慢心気味なのではないか」という点だ。エッセン G7 の声明文、バーナンキの議会証言などは世界経済の見方についてほぼ一致している。

「成長はソリッドで、インフレもそれほど心配することはない」

「今の世界経済はしっかりしている」

インドも中国も二桁に乗るか乗らないかの高い成長を続けている。先進国が良くて、巨大途上国も良い。実際に良いのだから、最近の国際会議声明やバーナンキの言う通り世界経済に少しは慢心しても良いような気がするが、市場での経験が長い筆者のような人間は、「市場の見方が一致したときほど危ない」と考える。そこで今回は、彼等が指摘しない世界経済のリスクを少し考えてみようと思う。

G7 声明の最初の2パラについては、先週の冒頭でも触れた。その時は日本中心だったが、今回は「世界経済」中心に見る。再度になるが、改めて掲載すると以下の通りである。

「We, Finance Ministers and Central Bank Governors, met today to evaluate the global economic outlook. Global growth is more balanced. In our economies, performance remains favourable. The US economy is experiencing solid activity, while adjusting to a more sustainable growth path. Canada and the UK remain on a strong and balanced growth path. The euro area is experiencing an increasingly broad-based upswing. Japan's recovery is on track and is expected to continue. We are confident that the implications of these developments will be recognized by market participants and will be incorporated in their assessments of risks.

Amid lower energy prices and moderating inflationary pressures risks have abated, but we will remain vigilant. We will continue to pursue sound policies to foster sustained and balanced growth and support the orderly adjustment of global imbalances. In this respect, we welcome China's commitment to rebalance growth.」

(下線は筆者)

実に心地よい単語が続く。「(成長や経済は)よりバランスが取れ」「引き続き良好で」「しっかりした活動を見せており」「より持続的な成長のパス」に乗りつつあって、「強く、バランスの取れた道」を通りつつある、「ますます成長のベースが広まって」いて、「順調に推移して」いて、そして「(インフレ) リスクは緩和した」と。

先週の半ばに行われたバーナンキの議会証言も、実に美しい、麗しい言葉が並んでいる。少し抜粋する。

「Real activity in the United States expanded at a solid pace in 2006」

「the U.S. economy appears to be making a transition from the rapid rate of expansion experienced over the preceding several years to a more sustainable average pace of growth.」

「Inflation pressures appear to have abated somewhat following a run-up during the first half of 2006.」

とアメリカ経済の先行きには極めて楽観的で、であるが故に今後の金融政策に関しては、今の短期金利据え置きスタンスを続けると示唆して、

「So far, the incoming data have supported the view that the current stance of policy is likely to foster sustainable economic growth and a gradual ebbing of core inflation.」

と述べている。バーナンキはアメリカだけでなく、世界経済全体の先行きに関してもエッセン G7 の声明文と同じくらい楽観的である。

「Outside the United States, economic activity in our major trading partners has continued to grow briskly. The strength of demand abroad helped spur a robust expansion in U.S. real exports, which grew about 9 percent last year.」

と述べて、世界経済が活況であるが故に、アメリカの輸出が昨年実質で 9 % も増加したことをわざわざ指摘している。それにしてもアメリカの対外収支の赤字が増えたことは問題だが、バーナンキはそれにはあまり言及していなかったように思う。財政や対外収支が抱えるリスクに関しては、それなりに彼は指摘してきているからだ。

それにはここでは触れないようにしよう。世界経済の先行きに関しては、IMF も世界銀行も同じような楽観的トーンになっている。

《 risks should be recognized 》

実は筆者も「成長率」とか「インフレ率」という観点から言えば、同じ見方である。IMF や世界銀行の言う通り、そしてG7やバーナンキが解説するとおり、今の世界経済は形が良い。IMF や世界銀行が報告者などが触れる今の世界経済の平均成長率は、4 %台の後半が大勢である。戦後の世界経済において、これだけ高い成長率で世界が安定したことは極めてまれだ。しかもインフレの再燃の懸念は、いつになく低い。

しかし「成長率」とか「インフレ率」の数字は、実は多くの現実を大きくまるめた数字である。まるめた数字というのは、例えば「成長率」の中には好調な業界と不調な業界、流れの乗った地域と乗れない地域、そして良く言われる格差問題の存在などは押し隠される。また全体の「インフレ率」の数字の中には、インフレの局地戦もデフレの継続も飲み込まれる。石油など資材価格が大きく上昇しても、例えば家電製品などがデフレ的価格推移をたどり、労働賃金にも下方圧力が強く残った影響が出れば、全体のインフレ率は小さくなる。

政策当局者、特に金融政策の担当者はもっぱらこのまるめた数字を見て政策を変える。それはそれで良い。しかし、まるめた数字には表れないリスクが様々なところで出てきているのが今の世界経済であり、市場に参加している我々はそれをも考える必要があると思う。金融政策当局者のまるめた数字をベースにした楽観論だけで取り組んではいけないのである。

よく言われる「リスク」には、アメリカの双子の赤字、日本の巨額な財政赤字、欧州の硬直的な労働システム、中国の為替相場の硬直性、インドのインフラの不整備などいろいろある。最近はそのような問題にも触れずに、「成長」と「インフレ」に関して世界中の当局者が、「今の状態を満足」している状況なのである。

金融政策当局者の間からも、「リスク」に対する認識は聞こえる。例えばバーナンキは先週の議会証言でアメリカ経済のリスクに関して、

「The risks to this outlook are significant. To the downside, the ultimate extent of the housing market correction is difficult to forecast and may prove greater than we anticipate. Similarly, spillover effects from developments in the housing market onto consumer spending and employment in housing-related industries may be more pronounced than expected. To the upside, output may expand more quickly than expected if consumer spending continues to increase at the brisk pace seen in the second half of 2006.」

この1パラグラフだけを使っている。つまり、今のアメリカ経済は好調であると延々と述べた後に、この1パラグラフだけでリスクを説明しているわけだ。良く読むと、彼は我々が知らなかったリスクを取り上げているわけではない。「significant」(重大である)と言っ

てはいるものの、実はそうは思っていないというのがこの分量から分かる。

文章に使われている単語を見ても、「may」が3回も出てくる。この単語の使用スタンスは、ここで指摘したことの発生確度が低いことをバーナンキは承知しているように見える。おまけにリスクと言っても、最後のリスクは「to the upside」(景気改善)のリスクである。

しかし筆者は、「まるめた良好な数字」の中に、いずれ金融市場にも影響を与える大きなリスクが隠れていることは承知しておいた方が良くと思う。このリスクは金融政策担当者が担当するリスクではないし、いつリスクが顕在化するかも不明だ。ずっと先の話かも知れないが、それでも市場を全体としてみている人間としては看過できない問題を含んでいると思う。そのリスクとは

1. 世界経済は「良好」という全体的な認識にもかかわらず、多くの国と地域で「経済の形」「繁栄の参加度」への不満が高まっていて、その多くは「格差の問題」として取り上げられている
2. 「格差」とは具体的には、「まるめた良好な数字」の中にもその果実に預かれない人、企業、地域の増大とその永続化であり、そこには「いつかその繁栄に預かれる」という確信の離散が見られる。世界的な傾向だ
3. この結果、「まるめた数字が良好」にもかかわらず、世界的に今の経済状況に対しては多くの国や地域で不満が噴出している。高い成長率にもかかわらず、全体的な「好況感の欠如」はこれを背景とし、日本もそうである
4. 世界各国の政治体制は、ベルリンの壁が墜ちて以降、圧倒的に市場経済・民主主義への志向が見られたが、ここ数年は南米を中心に市場経済への疑念を前面に掲げ、「結果平等」を掲げる考え方が台頭しつつある

などである。既に大きく報じられているように、南米では2005年からの各国での選挙で、12カ国のうち8カ国が左傾化した政権を持つに至っている。中でも「とにかく反米」がウリのベネズエラのチャベス政権もあれば、グローバル化した今の世界経済を受け入れながら、市場原理主義には是々非々の姿勢を取るチリの政権まで多様だが、それでもこれらの政権が「市場主義への疑念と、より平等な社会」を目指していることに変わりはない。

どういう社会を目指すかでは、今年のフランスの選挙は欧大陸の大きな流れを作るかも知れない。サルコジが市場経済を信奉すれば、ロワイヤルは「より平等な社会」を標榜する。日本でも格差問題は一躍政治の表舞台に踊り出したし、アメリカの次の政権を狙う民主党が共和党より遙かに国内産業保護的な、日本の強い産業に対する敵対姿勢を見せているのも同じ背景を持つ。つまりアメリカの労働者により優しい姿勢を見せようとしているのだ。

一つの重要な視点は、こうした動きが「グローバル化する経済」「グローバルな市場経済に揺さぶられる国民経済」の中で、「ある意味で逃れられないものとしてのグローバル化の経済的帰結と、それがもたらす格差再生産的な政治的結果のバランス」をどこに見つけるか

の問題だ、という点だ。このバランスは、あらゆる国のすべての政権が直面している問題である。

ベネズエラのチャベス政権が石油輸出から上がる益の貧困層への分配に熱心なあまりに石油産業への投資が疎かになって、今やベネズエラの石油産業が危機に立っており、この危機が深刻化すればチャベス政権も間もなく国民から見限られるという見方が一方であることは確かだが、ではチャベス政権を生んだ国民の不満・原動力がベネズエラ以外の国に滞留していないかと言えば、それは「かなりの国で滞留している」というのが当たっている気がする。ベネズエラで進んでいるのは、産業の国有化である。産業の国有化は、市場経済と一番対立する概念だ。

むろん、南米の貧困率は今の世界経済の中では異常に高い。日本の貧困世帯率は9%と言われるが、ベネズエラで43%、パラグアイで52%、ボリビアで56%に達する。ブラジルで30%だ。貧困世帯率は、日本よりアメリカの方が高い。

ここまで事態が進行しておらず、よって政権が市場経済志向である国は世界では先進国を中心に多いし、インド、中国は修正型ではあろうとも「市場での成功」を目標にしている。しかしそうした中でも、世界中で「格差」が拡大し、それに関する「格差議論」が盛んだ。呼び方は例えば韓国では確か「両極化問題」と呼ばれるように様々であるが。

皮肉なことに「格差」が各国でまるで国内問題であるかのように討議されてはいるが、実は世界経済のグローバル化の中で進行していることは明確であり、そういう意味では今の各国での議論は「世界的な議論」に昇華していかなば解決しない問題である。しかし日本で「格差を加速したのは小泉・安倍政権」と言った皮相的な議論が蔓延していることでも分かるとおり、各国での議論は世界的議論には昇華できないでいる。また IMF や世銀の会合では、「グローバル化と各国で生ずる格差、その解消策」に関して本格的な議論が展開したと言うことは、筆者は寡聞にして知らない。

バーナンキや G7 声明はこうした問題に何も触れていない。しかし政治面で見られる世界的な胎動が、「市場」というものの有効性とその限界に対する視点を含んでいる以上、好調と言われる世界経済の中にあっても「不満の鬱積」があることは「リスク」として十分認識されるべきであると筆者は考える。南米の左傾化の北上は、去年のメキシコの選挙で喰い止まった形になっているが、アメリカでの「エタノール熱」がもたらしたトウモロコシ価格の暴騰によるメキシコの主食のトルティージャ価格急騰で、同国では貧しい住民の暴動まで起きていることを考えれば長い時間経過の中で本当に止まったのかどうかは筆者には分からない。

こうしたいわば政治問題は、バーナンキや G7 当局者が取り扱うべき問題ではないことは明確である。しかし、市場の人間としては「まるめた良好な数字の中に潜むリスク」として認識しておいた方がよい。市場や資金の動きが一番敏感になるのは、それを否定するか、課税するかの政治的動きであることは過去が証明しているからである。

もう一つだけバーナンキや G7 が指摘していない問題を挙げておくとしたら、それは「過剰流動性」の問題だろうか。欧大陸諸国は円安の問題をまるで「日本の問題」のような論じたが、金融市場に少し詳しい人間なら、これが日本の問題と言うよりは、少しでも高い金利があれば大量に動く資金の存在であることは十分知っている。国際商品相場の値動きを荒くしているのも、こうした資金だ。こうした資金は、時に「インフレの局地戦」を演出する。全体的なデフレ傾向で相殺されているものの、そこでは常に小バブルの生成と崩壊が繰り返される。今の円安を「バブル」と呼ぶ人もいる。

「小バブル」で「限定的」なうちは良いが、それが「中規模」だったり「連鎖的」であったりすれば、それは世界経済に大きな影響力を持ちうる。もっとも資金は基本的には臆病な性格を持っており、確信が過ぎた動きがないうちはそれほど世界経済を攪乱するような要素にはならないかも知れない。しかし、日本の金利引き上げなどをきっかけに大きな、かつ連鎖的な資金移動が起きる可能性はあり、筆者はこれも世界経済にとってリスクであると考えている。

《 BOJ should raise its interest rates 》

指標面ではあまり大きな予定がない今週にあって、日銀の金融政策決定会合は大きな材料といえる。上げるか上げないか、上げるべきか上げべきでないかの議論は当然ある。しかし1月ほどの盛り上がりは感じられない。それは、

- 1 . 太田経済財政相ら政府関係者が、GDP 統計（昨年最終四半期）が極めて良い結果となり、また1月時の政府の日銀に対する容喙が限度を超えたと国際的にも判定される中で、安倍政権への不支持拡大を避けるためにも、日銀に対しても前回よりも低姿勢を保っている
- 2 . G7 で明示的に円安に対する警告が声明に盛り込まれる中で、国際的には日本の低金利が攻撃の対象になりうることを国際音痴な国内政治家達も悟った
- 3 . 金利の0.25%の引き上げが、国内景気にそれほど打撃にはならないことが明確に理解されつつある

などの背景があると思われる。一方で、1月の段階での利上げを大方予測していた市場は、日銀が「利上げの論理」を変えたことにしらけ気味で、着実に「利上げの可能性の織り込み」は進めるものの、だからといって実際に利上げが行われた時の市場へのインパクトが大きいとは考えていない様子である。

筆者は、「日銀は利上げできるし、利上げすべきである」と思っているが、「日銀が何をするか予想しろ」と言われても、前回日銀（特に福井総裁）が「思っていたらう事をやらなかった」という現実の前には、予測が難しいと思っている。「予測の論理的系」が切れてい

る気がするからだ。

しかし市場を見るならば、既に円相場は利上げを織り込んだ動きを先週したので、加えての円高余地はそれほど大きいとは思っていない。対ドルでは119円台に入っているし、対ポンドでは円安のピークから8円近く円高に進んでいる。株式市場は利上げをむしろ歓迎するだろう。日本経済の正常化と捉えるからである。一方債券市場はそれほどの値崩れはないだろう。短期金利が上がっても長期金利が容易には上がらないことは、アメリカの例を見ても明確だからだ。

今週の主な予定は以下の通りです。

2月19日(月)	月例経済報告 1月日本製半導体製造装置BBレシオ 米国市場休場(President's Day) 香港市場休場(~20日)
2月20日(火)	1月コンビニエンスストア売上高 日銀金融政策決定会合(~21日) チェイニー米副大統領が来日(~22日) バイズ米FRB理事スピーチ(デューク大学で)
2月21日(水)	福井日銀総裁記者会見 米MBA住宅ローン申請指数 米1月消費者物価 米1月コンファランスボード景気先行指標総合指数 米サンフランシスコ連銀総裁講演
2月22日(木)	1月貿易収支 ECB理事会
2月23日(金)	1月企業向けサービス価格指数 12月全産業活動指数 米サンフランシスコ連銀総裁講演

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。東京マラソンはあいにくの雨。昼頃スタートとっていたので、「雨は回避か」と思っていたのですが、あんなに早朝スタートではちょっと回避できない。それにしても遠くから参加した人は、さうとう早起きしたのでは。

ところで、日銀が利上げを躊躇する一つの大きな要因は、「消費が弱い」だが、私はずっとこの見方には疑問があると思っていました。自分自身もそうだが、消費のルートが複雑化しているのに、日本の統計はそれを拾えてはいないと思っていたからです。

そう思っていたら、日経ビジネスの2月19日号の「進む消費者、追う統計」という面白

い記事があった。この記事は、日本の消費統計の実体、欠陥を明確に示していて面白い。「消費が盛り上がっているホットスポットが消費統計から漏れている」で始まる。日本の消費のレベルを指し示す一つの有力な統計としては「商業販売統計」があるが、この記事は

- 1 . この統計は百貨店、スーパーなどの小売店が対象で、急成長するテレビ通販やインターネット通販はそもそも対象外。通販での売上高を毎月集計する政府統計は存在しない
- 2 . 通販を補足する政府統計は2～3年に一度。全国の小売店(通販や無店舗販売も含む)や卸売店の売上高などを細かく調査する「商業統計」があるが、日本最大のネット書店「アマゾンジャパン」は対象外である。アマゾンは通販事業者ではなく、「他に分類されない専門サービス業者」だからだ。「楽天」も対象外である
- 3 . 今急速に伸びている「駅ナカ」も商業販売統計や商業統計の対象外である。商業統計の調査員は担当地域をつぶさに回るが、駅の中に行っても調べない。またショッピング・センター(SC)も商業販売統計から漏れている部分がある。小規模の店舗の売り上げが政府統計に入るのは店の開店から2～3年後だ
- 4 . サプライサイド(モノを売る側)が不備なら、サプライサイドの統計を補完するデマンドサイド(モノを買う側)の統計も不備だ。サンプルが8000世帯(日本の世帯数は確か4500万前後)と少なく、全世帯数の3割近くを占める単身世帯は対象から外れている。単身世帯調査は別に四半期ベースで行われるが、やはりサンプル数は700(4500万の3割とすれば1350万世帯もあるのに)と一段と少ない

と。良い指摘だと思います。こういうことを無視して、昔ながらの統計で「消費が弱いのでは……」では話にならない。その次のページの記事は、「膨張する不可視消費」。日本人は海外でも大量の買い物をしているし、そもそも統計の対象とならないような零細企業の集まりである秋葉原やネット空間でも買い物をしている。さて、どこで日本国民の消費活動のレベルを測るのか。百貨店やスーパーだけの数字ではあまりにも心許ないことは確かだ。

それでは、皆様には良い一週間を。

《当「ニュース」は住信基礎研究所首席研究員の伊藤(E-mail ycaster@gol.com)の相場見解を記したものであり、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のですが、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。》