

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第2025号

2010年07月05日(月)

《 changing market mood 》

相変わらず市場心理のフレが大きい。この2週間ほどはそれ以前に見られた楽観論がどこかに行ってしまったかのように negative bias に市場は動いている。この結果、世界の株価は下げ、人民元の切り上げ基調もあって外国為替市場では円高トレンドが続いている。

しかし筆者に言わせれば、そもそもリーマン・ショック後のあれだけ大きな、そして急激な世界的な経済活動の落ち込みのあとである。各国経済は各種の過剰（消費、雇用や設備、それに制度など）を調整するのに時間を要しているし、その間の先進国経済は明らかに各国が行ったカンフル注射（財政の出動、各種販売奨励策、それに金融の超緩和など）によって支えられていた。現在もその面が強い。落ち込みが大きいほど調整には時間がかかる。

それらの策が永遠のものでないことが明らかである。また各国が抱える財政悪化という事情に照らせば、経済を自然体、巡航速度に戻すときに再び「自然体力テスト」を強いられることは明らかだった。しかも、刺激策は調整を長引かせる役割を持ってもらったから、「さあもう大丈夫」を思う方が性急だったのである。だから、今の悲観的ムードになる前の楽観論の方がおかしかったのである。やはり危機の乗り切りは、90年代の日本がそうであったように、時間のかかる調整が必要である。しかし市場は少し世界経済に強い兆候が出てくると「持続的成長シーン」を期待する。いまはまたその「過度な期待」の裏返しが来ている。よって今の悲観的なムードは、またどこかで好転するだろう。

もっとも、市場が再び心配してもおかしくない材料はいろいろある。以前からあった材料としては欧州の一部の国の財政事情の悪化と、それに伴う欧州地域の先行き不安感、ユーロというシステムの将来に対する不安感、それに伴う欧州景気の低迷予想など。それに加えて、最近では先進国の中では経済の成長で牽引役を果たすであろうと思われていたアメリカでの再びの景気悪化懸念である。例えば、先週末に米労働省が発表した同国6月の雇用統計によると、非農業部門就業者数は季節調整済みで前月比12万5000人減と、2009年12月以来6カ月ぶりにマイナスを記録した。

むろんこれは、前月には大きく膨らんだ国勢調査に伴う政府の雇用が縮小したことが主な原因だが、民間雇用は依然小幅増（8万3000人増、前月は3万3000人増）にとどまっており、労働市場の回復が依然緩慢なことが改めて示された。一方、失業率

は9.5%と前月比0.2ポイント低下、09年7月以来の低水準となったが、これは職を探す人が減っただけの話である。オバマ大統領は統計発表後に声明を発表し、「経済は正しい方向に向かっているものの、(成長)速度は十分ではない」と指摘した。民間部門の雇用について部門別で見ると、製造業は9000人増、建設は2万2000人減、サービス業は一時派遣を中心に9万1000人増加した。一方、政府部門は20万8000人減。このうち国勢調査に伴う連邦政府の雇用は22万5000人減少した。

米国経済の回復の足取りが重いことは、雇用統計以外にも見て取れる。個人消費に大きな影響を及ぼす住宅市場でも、5月の新築住宅販売件数は32.7%減の30万戸(年率換算)と過去最低を記録した。政界からも弱気の発言が出ている。フォスター下院議員(民主)は「住宅バブルの崩壊プロセスは今も続いている」と警告した。米国内の住宅市場は07~09年に計17兆5000億ドル(約1540兆円)の資産価値を失ったと言われる。昨年後半からの市場の回復で取り戻したのは、このうち5兆ドル分に過ぎず、「住宅価格の値上がり分で負債を賄ってきた米国民の多くは、今も負債の返済に苦しんでいる」(同議員)という。

それはその通りである。米国民は依然としてアメリカを戦後初めて襲った住宅バブルの後遺症に悩んでいる。そしてその中でも貯蓄を厚くしようという動きを見せている。としたら、消費に回るお金は基本的に少なくなっているはずであり、住宅減税が打ち切られ、自動車販売奨励策なども終われば、いったん消費は落ちるはずである。しかし市場は、そうした統計に一喜一憂しては心理を振っている。その間に株もかなり下がってきた。

《 face increasing dilemmas 》

アメリカの経済が再拡大の勢いをやや失っている現状で、心配なのは中国経済の現状である。ウォール・ストリート・ジャーナルによると、この週末に温家宝首相は、以下のように述べたとされる。

「BEIJING—Chinese Premier Wen Jiabao said Sunday that the country's economic policies "face increasing dilemmas" as the impact of the global financial crisis is more serious than expected, but he reiterated that China won't hold back its steps to restructure the economy for long-term growth.

The remarks were made after two purchasing managers' indexes issued last week showed China's manufacturing economy slowed in June and China on Friday revised upward its gross domestic product growth for 2009. The GDP revision means China's year-to-year growth will have a higher comparison base for the second and following quarters, so the growth may be lower than economists' expectations.

Despite the widely expected slowdown, Mr. Wen reiterated that China will keep

continuity and stability of its economic policies while increasing their flexibility, to "solve current significant and urgent problems" while "laying foundations for stable and relatively fast economic growth of 2011 and in a longer term," when speaking at a economic forum held Saturday in the central Chinese city of Changsha, according to a statement posted on the central government's website.

"China's current economic situation is sound, but the domestic and global economic environment is extremely complicated," Mr. Wen said. He reiterated that Beijing will try to maintain stable and relatively fast economic development while restructuring the economy and managing inflation expectations.]

つまり政策実務者として温家宝首相は、今の不安定な世界経済の中で中国経済を安定成長の軌道に乗せ続けることの難しさを語っている。実際にその通りだろう。過熱を押さえるために住宅建設などにブレーキをかけているが、それが一方で経済を過冷却するリスクをはらむ。

中国の成長率は依然として先進国を大幅に上回っている。しかし市場に出てきたのは、「これ以上中国に期待できないのではないか」との見方だ。となると、欧州や日本など低迷する経済国・地域に加えて、アメリカや中国も「市場が期待するほど」にはパワフルな成長にはならない可能性は確かにある。「では世界経済で今良いのはどこと言えるのか」という疑問に突き当たってしまう。市場はそれを懸念していると言える。

こうした中で、アメリカでは株価が年初来安値を更新した。米国以外でも、欧州の信用不安、中国の景気減速と懸念材料があり、世界景気の行方は不透明感が増しているが、では一方で世界経済がこのまま二番底に落ち込むという見方にも安易には賛成できない。アメリカでは高額所得者の消費は戻ってきているし、「相変わらず”まだら模様”」というのが実態なのではないか。相場水準そのものもだいぶ調整が進んだ。相場の水準そのものが一つの力だという観点からすると、今の相場水準は相当調整が進んだ状態だと言える。

そういう意味では、今週は米6月ISM非製造業景況指数などの経済指標と、それに対する市場の反応にも関心が集まろう。

《 Korean economy in a crossroad 》

ところで、先週の金曜日には「韓国経済の実情～V字回復・FTA急展開などへの評価」と題するジェトロ・アジア経済研究所の奥田聡さん（地域研究センターの主任調査研究員）の講演を聞きました。私としても韓国経済は常にウォッチしているつもりですが、違う視点や、私が気づいていなかった点も多く面白かった。その主な要点は以下の通りです。

1. アジア通貨危機（1997年）からリーマン・ショックまでの韓国経済は、成長率は5%内外を維持し、日本などより良好なパフォーマンスを示していたが、これには「後発者の利益」（発展段階の遅い方が先に進んだ方より成長には有利）と「改革効果」（構造改革による不良企業の退出など）があり、この間に経済規模は拡大して国民一人当たりのGNI（国民総所得 2007年）は21695ドルと日本のほぼ半分に達した

2. リーマン・ショック後は二度（2008年秋、2009年3月）ほど「通貨危機説」が流れたが外債発行などで乗り切り、その後は韓国にとっての主要輸出先の中国の経済が強いまま推移したこと、政府による諸策（自動車買い換え支援、河川プロジェクトなど公共事業）、原油安による貿易黒字、ウォン安もあって2009年後半からはプラス成長になり、その後は回復が加速。設備投資と輸出が牽引

3. 今の韓国経済好調の背景には、世界的に韓国製品への評価が高まっていて、この結果韓国製品の中で一部は非価格競争力が高まっていること、その結果ドル建て価格の維持が可能になって韓国の輸出業者の手取りが増えていること、こうした中で韓国では雇用増を伴う回復が起きていて、賃金も回復傾向にあること、それによる内需増大が見られることなど

4. しかし雇用情勢の好転による収入増は依然限定的で、低所得者層の消費増は鈍く、一方で富裕層の消費は活発化（家具、住宅関連支出、自動車、旅行費など）しており、格差の芽は広がっている。つまり、内需の伸びにもばらつきが見られる

5. 韓国の産業地図を見ると、工学・精密が圧倒的に強く、具体的にはサムスン電子などのフラットディスプレイは世界的な競争力を持つ。2008年頃までの「安いから売れる」状況を脱しつつあり、これは世界からの対韓投資増加の背景になっている。一部の韓国製品の品質はかなり上がっている

6. 韓国が非価格、価格両面で競争力を持つ産業としては、自動車、船舶、情報通信機器、半導体などで、それに関わる韓国企業は現代自動車、サムスン電子、現代工業、LG電子など。また船舶は世界でもシェア1位で圧倒的な強さを誇る。情報通信機器では、携帯電話などに強い非価格競争力を持つ。テレビも強い。その一方で、非価格競争力がないのは、機械、鉄鋼など。韓国の機械輸出はほとんどが途上国向けである

7. 当面の展望に関しては、6月30日の企画財政部の2010年下期見通しで、5.8%の成長を見込むが、6.0%の成長も可能との見方もある。そういう意味では、日本海を隔てているだけだが、発展段階の違いもあり今は韓国経済がrisingに見える

8. しかし、少し長い目で見ると韓国経済が抱える問題は深い。資本・中間財だけでなく、技術や人材まで「世界最適調達」に乗り出している結果、今の激動の時代にはそれが最適解であるにせよ、国内に技術や人材など重要な産業基盤が残らない危険性が出てきている。また重要部材を日本に依存しており、韓国経済が好調になればなるほど対日赤字が膨らむ構造は変わっていない

9. 韓国経済は日本や他の先進国が作ってきた製品をコモディティ化して敏速に (agile)、かつ大量に生産、世界に販売する方式で伸びてきたが、次に何をするのか、手がけるものがあるのか。「10年後に我々が作るモノはなくなる」というサムスン電子会長の言葉もある。韓国のグリーン産業の力は未知数である

10. 韓国経済は日本を反面教師的に追ってここまで来たが、日本が地盤沈下する中で韓国独自のビジネスモデルを構築できるのか。その点に関しては、今の韓国は「人口ボーナス」の渦中にあるが、日本より低い出生率の中で、また優秀な人材が海外流出したり、人材が一つの企業に望ましい滞留をしないことから、経済の発展を支える基盤を維持できるのか

11. 韓国では盧泰愚政権の1988年に国民年金制度がスタートしたが、高齢化の進展があまりにも急速なため2036年に給付(支出)が収入を上回り、2047年には積立資産が底をつく見通しになっていて、将来の破綻が懸念される状況であることなど将来不安が強い

12. サムスン依存(時価総額、企業利益、全輸出、貿易黒字などに占めるサムスンの異常なシェアの高さ 目の子2割)が強い韓国経済だが、最近サムスンの「自己完結」ぶりが目立ってきて、サムスン好調の恩恵が韓国経済に波及しない傾向が強まっている

13. 今の韓国が北との統合を望んでいるという事実はないし、その準備もしていない。「統一のコスト」に対する見積もりは見方によって極端に違う。よって真剣には考えていない。実際に北朝鮮で何かが起きて破綻したときに、韓国が背負わなければ負荷は非常に大きく、当面は「一国二制度」的な対応しかないのではないかと。よって、韓国経済に与える影響も不確定である

今週の主な予定は以下の通り。

7月5日(月)	米国市場休場 (Independence Day) ユーロ圏5月小売り売上高
7月6日(火)	5月景気動向指数(速報) 米6月ISM非製造業景況指数 豪5月貿易収支 豪金融政策発表
7月7日(水)	独5月製造業受注 英中銀金融政策委員会(8日まで)
7月8日(木)	5月機械受注 6月景気ウォッチャー調査 6月オフィス空室率 6月工作機械受注 日銀支店長会議

ECB理事会
ポルトガル労組が緊縮財政への抗議デモ呼びかけ
豪6月失業率
米5月卸売在庫
韓国政策金利決定
ブラジル市場休場

7月9日(金)

7月10日(土) 中国6月貿易収支

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。週末は曇っている印象が強かったのですが、曇天や雨が多い時期だけに、時々晴れが印象に残る。日曜日の午前中は諏訪から中央高速に乗って東京に移動したのですが、そこから見た富士山の綺麗だったこと。車を運転していたので写真を撮れませんでした。空気が澄んだ中での午前の太陽に照らされた富士山は本当に綺麗でした。

思ったのは、車のフロントのどこかにカメラでも埋め込まれていたらこの景色を写真に納めることが出来るのに、というもの。最近のPCの上部には、例えばスカイプなどに使うカメラが付いている。「車にもあの種のカメラが欲しい」と思った次第。それほど富士山は綺麗に見えました。写真は一瞬だから、その時に撮れるのがいい。そういえばデジタルカメラも焦点あわせにちょっと時間がかかる従来のものから、「瞬撮」と呼ばれる素早い撮影が可能なものが増えてきました。確かに従来のデジカメで写真を撮ると、「ここ」と思ったときには、対象物が動いてしまっているときがある。

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)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ものです。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。》