

【参考和訳】 2005 年の経済リスク

デイビッド・ヘイル (2005 年 2 月 2 日)

2004 年の世界経済は過去 25 年間で最高の成長率を記録し、発展途上国における大規模な金融危機もなかった。経済危機どころか、中南米は 500 億ドルの貿易黒字を記録し、トルコの経常収支は増大する経常収支赤字を穴埋めする資金調達を殆ど問題なく行っている。東アジア諸国においては外貨準備高が著しく増大した。先進国においては企業収益の改善がめざましい。米国では生産性の向上に伴い収益がアップしたが、新規雇用を妨げるほどではなく、2004 年の新規雇用者は 200 万人を超えた。日本と欧州では、企業収益改善により株式市況が好転したものの、給与削減と失業率の改善が立ち遅れたことから、内需への影響は限定的だった。2004 年の経済成長をもたらした要因の殆どが残っていることから、2005 年の世界経済の見通しはおおむね明るいと思われる。米国は今後も段階的に金融政策を引き締め、欧州と日本における金利動向は今後数ヶ月に変化はないだろう。米ドルは引き続き弱そうだが、アジア諸国が円や人民元に対する大幅なドル安を容認するとは思われない。今年の石油価格は 2004 年同様激しい値動きを示すだろうが、供給量の拡大により遅くとも年後半には段階的な値下がりを生み出すだろう。現在のところ全般に明るい見通しだが、次のようなファクターが、今年後半から 2006 年の世界経済を左右すると思われる。

- ・ 米国の個人消費は、利上げが実施され、追加の減税がない中でも、健全なペースで拡大するか？
- ・ 東アジア諸国の中央銀行は米ドルをサポートし続けるのか？ 或いは、将来的にはドル安を容認するか？
- ・ 設備投資が過熱している中国経済がソフト・ランディングできるのか？ 或いは、急激な景気後退を見るのか？
- ・ 6 ヶ月連続で成長率が伸び悩んだ日本経済は生産拡大を維持できるのか？ 或いは、消費低迷が足かせになりスローダウンするのか？
- ・ OPEC は石油価格を 1 バレル 35-40 ドルで安定させるのか？ 或いは、より大きな価格変動を容認するのか？

米国消費動向

2001 年と 2002 年の米国経済成長率は、消費の伸びに支えられて小幅な落ち込みにとどまった。連銀による果敢な金融緩和とブッシュ政権による減税により、現在に至るまで消費は堅調に推移してきた。2002 年は実質可処分所得 (DPI) の伸び (+2.5%) を個人消費の伸び (+3.5%) が上回ったが、2003 年には減税が DPI を 4.3%押し上げたものの消費の伸びは 3.6%に留まった。2004 年は、DPI が+2.0%だったのに対し消費は+3.9%となった。

雇用情勢の改善の結果、2005 年前半の実質個人消費は、年率で+3.0 から +3.5%となるだろう。長らく変化がなかった賃金水準が上がったことも消費拡大の追い風になっている。米国国民所得のうち、賃金が占める割合はここ数十年で最低レベルに低下した。だが、2005 年後半から 2006 年にかけて、利上げが消費の後退要因になるのは確実だ。家計部門は、2000 年以来住宅価格の値上がりで 5 兆ドル相当のキャピタル・ゲインを享受した。2004 年第 4 四半期にも、消費者信頼感指数の高まりと低金利が追い風になり、住宅価格は年率 10%の値上がりを記録した模様である。FF 金利は、今夏 3.0%に、年末までには 4.0%に上昇する可能性があり、これをきっかけに住宅市場が冷え込む可能性が高い。株式市場が住宅市場なみのキャピタル・ゲインを生み出すことを期待するのは難しい。事実、2004 年後半時点で、株式資産の総額は 2000 年の最高値からマイナス 5000 億ドルの水準に留まっている。消費者がこれ以上の減税は無く、資産の価値も上がらない、と悟ったならば、2005 年終盤の数ヶ月から 2006 年の第 2 四半期まで消費の勢いが衰える可能性がある。このようなシナリオでは FRB はおそらく利上げという選択肢は採らないだろう。

設備投資と貿易収支改善により、2006 年の GDP の伸びは 2.5 から 3.0%のレベルをキープするだろうが、このような伸びの停滞が起きると金融引き締め強化の必要性は減じる。今後の経済成長率は、潜在成長率のレベルよりは若干低い数値が続くだろう。内需がスローダウンして経常収支の赤字を減らす一助になれば、インフレ圧力も減じる。現在、経常収支の赤字は製造業生産高の 40%に相当する。25%の経常収支赤字削減ができれば設備稼働率は 78%から 86%へ増加する。50%の削減に成功すれば 93%に上昇する。しかしながら、FED は 85%以上の稼働率をインフレの要因として捉えているので、急激すぎる赤字削減は、連銀による大幅な金融引き締めを助長し、それが対外赤字縮小の要因を活性化するであろう。2006-2007 年の経済見通しを大きく左右するのは、経常収支の調整がどの程度のスピードで進むかだろう。大多数のアナリストによると、今年後半にも経常赤字は 7000 億ドルに達するが、貿易量調整後のドルが 10-15%下がれば 2007 年には赤字幅は減少するという。

東アジア諸国の中央銀行

現在、東アジア諸国の中央銀行の外貨準備高は 2.4 兆ドルである。これは全世界の外貨準備高の 66%超で、1990 年当時の 30%から大幅に増加している。増加の背景には、1997 - 1998

年の経済危機後に各国が経済防衛に動き、さらに、ドルに対して自国通貨を安定させようとしたことがある。2004 年中の増加幅は特に大きい。日本は 6,730 億ドルから 8,550 億ドルへ、中国は 4,030 億ドルから 6,100 億ドルへ、台湾は 2,070 億ドルから 2,410 億ドルへそれぞれ伸びている。

日本政府は 2004 年 3 月を最後に公式の為替介入をしていないが、中国は毎月 100-200 億ドルずつ米ドルによる外貨準備を積み増している。日本では 2004 年第 2 四半期と第 3 四半期は、米ドル建て証券への民間需要が増したことから介入活動を縮小することができた。FRB は金利を引き上げ始めた。ブラジルやメキシコや、アルゼンチン、ロシアといった一次産品輸出国の輸出収入は大幅に増えた。こうした国々は主としてドル建て証券を購入し、外貨準備高を積み増している。

2004 年末の数週間に米ドルは 1 ドル 102 円近くまで下落した後、今年 1 月には、米国経済の強さを示すデータと FRB の金融引き締めが続くと観測をもとにリバウンドし、上昇に転じた。FRB は、今後 3 回の連邦公開市場委員会(FOMC)毎に 25bp ずつ金利を引き上げるだろう。11 月の貿易収支データを見ても明白なように、活発な内需により、2005 年中も米国の経常赤字の拡大が続く可能性は高い。これらの要素は今後数ヶ月はドルが弱含むことを示唆する。1 ドル = 100 円レベルまで下落すると、日本政府が為替介入を再開する公算は高い。日本の景気は 6 ヶ月前に急速に後退し、日本銀行もデフレ脱却に手をこまねいている。それがために財務省には急激な円高を避けたいという思惑がある。中国は今後 6 - 9 ヶ月の間は人民元を現状のレベルに維持すると思われる。中国が利上げにより段階的金融引き締めを踏み切ったという事実が、元への調整圧力を高めるであろうが、彼らは現在の為替政策の枠組みから決定的に飛び出すことには非常に消極的に見える。従って、中国が、今後 6 ヶ月後に少なくとも更にも 1000 億ドルを超える外貨準備を積み上げる可能性は高い。アジア通貨に調整が加えられる時期は、米国の対外債務が 7 兆ドル近くになり、アジアの外貨準備高が 2.8 兆ドルに近づく 2005 年後半か 2006 年前半の可能性が最も高いと予測する。FRB 議長の人事も金融政策に影響するだろう。次期議長の最有力候補の一人がハーバード大学教授のマーティン・フェルドスタイン氏で、彼は対外赤字削減のために大幅なドル安を主張している。もし連銀が大幅なドル安を明確に望む人物を議長に据えるならば、アジア諸国の中央銀行は大規模介入をしない限り、市場のドル売り圧力に抗することは困難であろう。フェルドスタイン氏の任命は、米国の国内消費を抑えることにより対外赤字を減少させるに十分なだけの為替の調整と、米国金利の上昇の引き金となる可能性がある。

中国経済

中国政府は、同国の設備投資拡大のスピードを緩めるために 2004 年中に様々な方策を打ち出した。彼らは 4 月に銀行貸出のコントロールを発表し、商業及び住宅用地開発に関する

規制を設けた。同年10月には、9年ぶりとなる利上げを実施した。

これらの政策が奏功して、2004年の第2四半期と第3四半期の経済成長は減速した。銀行貸出額の伸びは、2004年前半の20%超の水準から、秋口には13-14%まで低下した。中国の化学品と金属類の輸入需要は落ち込んでいる。キャタピラー・トラクターとコマツによると、建設機材の需要が大幅に落ち込んでいるという。しかしながらこれらの傾向が、景気停滞や後退に結びつくサインは未だ見られない。調整期に入った設備投資を反映して、経済成長がスピード・ダウンしているものの、消費の伸びは依然として強い。今後は、当局が設備投資の減速を微調整できるか、或いは、微調整に失敗し急激な変化を生み出すかは今後の展開を見るしかない。昨年5月から6月に起こったクレジット・クランチは、ハード・ランディングの危険を感じさせたが、当局は、夏の終わりには銀行貸出を再び奨励し始めた。

中国は依然として多くの計画経済の要素を維持しているために、2005年に小幅な経済のスローダウンに微調整することが出来る可能性が高い。新たなリスクは「地下銀行」である。市中銀行の預金が低金利なことと、銀行が民間の資金需要を満たすことに前向きでないことが、非合法の金融システムの発達を促進している。正確な規模はわからないが、銀行預金増加が鈍化していることと、大きな民間経済が存在する州からの調査を参考にすると、地下銀行の規模はGDPの20-30%にも及ぶ可能性がある。韓国でも1960年代後半から1970年代前半にかけて地下銀行が存在した。この時代は、国が銀行組織を統制して財閥向け貸し出しを優先した時代である。地下銀行は、朴正熙(パク・チョンヒ)大統領が金利とローン期間について統制を行うまで存続し、その市場規模は最盛期でGDPの35%にのぼった。中国人民銀行(中央銀行)も地下銀行の成長を懸念しているが、強い取り締まり策は打ち出していない。それどころか、公式の金融システムの欠陥を補う安全弁である、と認めている節もある。

中国が利上げを続けるならば、地下銀行に資金が流れるのを防ぐことができるだろう。インフレ懸念が消えたわけではないため、年内にあと100bp、2006年はさらに利上げが実施されると思われる。金利政策が弾力化されれば、為替に対する当局の姿勢も柔軟になるであろうが、中国がいつ調整を受け入れるかを正確に予測することは到底出来ない。市場の思惑が強まると政府は調整に及び腰になると考えられ、現在の人民元の先渡し市場でのリスク・プレミアムはかつてない高水準にあることから、可能性は小さい。当局は、市場が沈静化し、先渡し市場でのプレミアムが適切なレベルに下がるまでは行動を起さないであろう。先頃行われた国際会議で、中国当局は将来のある時点で通貨制度に柔軟性を持たせる考えであるが、直ちに取り組む環境は整っていない、という発言をしている。難しいのは、柔軟な為替システムを理解し受け入れるのではなく、導入時期についてのコンセ

Axes (Japan) Securities Co., Ltd.

Toyo Keizai Build.7F, 1-2-1 Nihonbashi Hongokuchō, Chuo-ku, Tokyo, Japan 103-0021
TEL 81-3-5200-5211 FAX 5200-2100

ンサスを得ることである。

日本経済

日本経済は 2003 年の終わりから 2004 年年初にかけて予想外の大幅な拡大を示した後、ここ 6 ヶ月間は急速に後退した。実質経済成長率に関する直近の市場予想は、2004 年の+2.8% に対して今年は+1.5%、企業の設備投資予測は 2004 年の+6.9%に対して今年は+6.7%に減速すると見ている。弱いと予想されるセクターは個人消費で、2004 年の+1.9%を下回り今年は+1.4%に留まるであろうと予測されている。

消費低迷の原因は、企業のコスト削減とリストラの成功である。ここ数年で日本の雇用状況は事実上の革命と言える程激変した。1997 年当時に 3860 万人いた日本の正社員は 3460 万人にまで減少したのに比べ、パートタイマーは 170 万人増え 1210 万人へ、契約社員は 96 万 6000 人から 250 万人へ激増した。パートタイマーの収入は正社員の約 6 割に留まることから所得も伸び悩んでいる。日本には従業員の解雇を規制する法律があるため、企業は採用活動の停止、早期退職プランの促進、外部への業務委託(アウトソーシング)、パートタイマーへの依存といった形でリストラを行った。政府が 3 年前に導入した小幅な個人向け減税を廃止するというリスクもある。もしこれが実施されると、今年および 2006 年の GDP を 0.7%程度押し下げる財政要因として働くだろう。

米国では柔軟な雇用市場が消費支出の減退を防ぐのだが、米国人は日本人よりも雇用の不安定さに慣れていることもあり、2000 年以降の住宅価格の大幅な上昇を背景に借金を増やして消費を続けてきた。日本は、伸び悩んでいる賃金と正社員削減の影響を埋め合わせるに十分なだけ価格が上昇している資産がない。その結果として、日本経済の先行きには不安定さが残る。日本経済の先行きを左右するのは輸出と、好調な収益をどれほど設備投資に積極的に振り向けるかという企業の意味である。雇用環境が好転するまで、あるいは不動産インフレが再び起きるまでは消費の急激な好転は見られないであろう。銀行システムの回復とゼロ金利政策が東京の不動産価格を押し上げ始めたが、その値上がりは、米国および他の G7 諸国に比べると小幅なものである。従って、今後 12 ヶ月間の日本の経済成長は低い水準に留まるだろう。

石油市場

今年後半に石油価格は、1 バレル 30-40 ドルの幅で安定するであろう。OPEC 加盟国が増産しているほか、カザフスタン、モーリタニア、赤道ギニア、アンゴラといったオペック非加盟国も増産している。

中国の需要拡大が 2004 年の石油価格の上昇に大きな役割を果たした。1997-2003 年にかけて

ての中国の石油需要の年平均の伸びは日量 27 万 3000 バレルのペースだったが、2004 年には 80 万バレルの伸びになっている。2004 年後半にその伸びは急速にペースダウンし、アナリストは今年の中国の需要拡大は日量 50 万バレルに留まり、日量 687 万バレルと予想する。他の地域の需要も堅調だが、中国のような大幅な増加はないだろう。米国の需要は、2003 年の日量 2004 万バレル、2004 年の 2043 万バレルに対して、今年は 2068 万バレルとなるだろう。今年の欧州の需要は 2004 年の日量 1558 万バレルから日量 1569 万バレルへ、日本と中国を除いたアジアの需要は 2004 年の日量 856 万バレルから日量 882 万バレルへ、それぞれ増加するだろう。

OECD 加盟国の産油量は今年、若干減少するだろう。今年、産油量が最も増える地域は中南米とアフリカである。アフリカの産油量は、2003 年の日量 307 万バレルから、2004 年に 342 万バレルへ、今年は 385 万バレルへ増加するだろう。中南米は 2003 年の日量 400 万バレルから 2004 年に 405 万バレルへ、今年は日量 433 万バレルへと増加するだろう。両地域からの産油量が増加することで、OPEC 全体の今年の産油量は日量 2852 万バレルになるだろう。2003 年と 2004 年の産油量はそれぞれ日量 2662 万バレルと 2864 万バレルであった。OPEC の産油量が増えたことで一番利益を得ているのはサウジアラビアである。同国の産油量は、2001 年には日量 710 万バレルから 2004 年の日量 950 万バレルへ増加した。増産と石油価格高騰でサウジアラビアの石油収入は 90% 増となった。サウジアラビアは省エネ技術開発によって石油需要が長期に渡り減少するという懸念を持っていることから、1 バレル当たり 30 ドルを目標に石油価格を抑えようという姿勢だった。だが、対ユーロの大幅なドル安により、同国はおそらくもっと高い目標価格を望んでいる。もし急激な価格下落があれば多分サウジアラビアは減産に動くが、そのようなリスクは今後数ヶ月間はないだろう。

長期的な見通しでは、アジア、とりわけ中国の需要が堅調に伸びることから石油価格は上昇し、高値を更新するだろう。2000 年から 2003 年の間の全世界の石油需要の増加幅のうち、中国が 45% を占めている。工業生産高の増大と乗用車台数が飛躍的に増加することから、中国の需要量は次の 10 年間で 2 倍になるだろうが、どこが追加の日量 700 万バレルを供給するかは不明である。中国の石油会社は、長期的なエネルギー供給源確保のために、アフリカ、中南米、オーストラリア、ロシアなどへの投資を積極的に拡大している。中国の需要の増加が非常に激しいために、石油価格は 2010 年までに 1 バレル 70-80 ドルのレンジに達するだろう。

以上

この参考和訳は、あくまでも補足的なものであり、英文との意味の対比における正確性についてはこれを保証するものではありません。内容については、あらゆる点において英文のものが優先いたします。

アクシーズ・ジャパン証券株式会社

Axes (Japan) Securities Co., Ltd.

Toyo Keizai Build.7F, 1-2-1 Nihonbashi Hongokuchō, Chuo-ku, Tokyo, Japan 103-0021

TEL 81-3-5200-5211 FAX 5200-2100

デイビッド・ヘイル氏 (David D. Hale)

デイビッド・ヘイル氏は、“世界のロビイスト”として国の内外で活躍するアメリカ金融界の主要人物です。自身のコンサルティング会社、ヘイル・アドバイザーズ LLC を主催する傍ら、テレビや経済セミナーでの講演に精力的に取り組んでいます。

ジョージ・タウン大学、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス大学院修了後、1977年にチューリッヒ保険グループの前身であるケンパー保険に入社以来、多年にわたってチーフ・エコノミストをしてきました。ケンパー保険がチューリッヒ保険グループ傘下に入った後は、チーフ・グローバル・エコノミストとしての任に就きました。

ヘイル氏は、全米ビジネス・エコノミスト協会、ニューヨーク証券アナリスト協会の会員で、ウォール・ストリート・ジャーナル、フィナンシャル・タイムズ、ニューヨーク・タイムズ、ハーバード・ビジネス・レビュー等、数多くの新聞・雑誌に論文を寄稿しています。1978年には、インフレ会計に関する論文が高く評価され、米国会計基準委員会 (FASB) の会計基準部会委員も務めました。アメリカ議会でも頻繁に経済問題についての証言を行う一方、ブッシュ前大統領など政界の要人へのアドバイスを行っています。1990年よりは国防総省 (ペンタゴン) のコンサルタントとして、アメリカの安全保障問題に関する顧問活動も行っています。

1990年には優れたビジネス・エコノミストに与えられるウィリアム・バトラー賞を受賞しました。同賞はポール・ヴォルカー、ジェフリー・ムーア、ローレンス・クライン、アラン・グリーンSPAN各氏等にも贈られています。

ヘイル氏はシカゴ連銀の学術諮問委員や香港金融庁の顧問を兼務し、アメリカやヨーロッパの数多くの官民経済政策調査企業等の役員をすると同時に、出身地であるバーモント州政府諮問委員や税制改革委員、経済政策委員も務めてきました。

Axes Japan News Letter (No20)

(2005年2月16日号)

<作成責任者>

アクシーズ・ジャパン証券株式会社

(連絡先)

アクシーズ・アメリカ LLC

CEO 高橋芳徳

: 212-922-1795

e-mail : info@axam.com

アクシーズ・ジャパン証券株式会社

営業本部長 中島正雄

: 03-5200-5211 (代表)

e-mail : nakashima@axesjapan.com

当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等に基づき作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の投資成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

Axes (Japan) Securities Co., Ltd.

Toyo Keizai Build.7F, 1-2-1 Nihonbashi Hongokuchō, Chuo-ku, Tokyo, Japan 103-0021

TEL 81-3-5200-5211 FAX 5200-2100