

## Contents

\*\*\*\*\*

特集：マネーの変調、トレードの堅調	1p
< 今週の”The Economist”誌から >	
”Let the games begin” 「さあ、ゲームを始めよう」	7p
< From the Editor > 「ネバー・ギブアップ！」	8p

\*\*\*\*\*

## 特集：マネーの変調、トレードの堅調

世界同時株安から、金利や為替、さらには国際商品価格までが変調を来たしています。その一方で、实体经济を示す指標は全体的に底堅く推移しているようです。

そんな中で6月9日、日本貿易会は貿易動向調査の改訂見通しを発表しました<sup>1</sup>。昨年暮れの見通しについては、本誌1月20日号「再び06年度貿易動向調査から」で詳しくご紹介しましたが、今回の結果は半年前の見通しをさらに上方修正するものとなりました。

いつも思うことですが、昨今、貿易に関するデータは大きなニュースにはなりません。モノよりもマネーの動きが注目される世の中といってしまうとそれまでですが、あらためて「モノの動きは強い」ことへの注意を喚起したいと思います。

## 上がる金利、弱い株価の構図

今週の6月13日火曜日は、まことに憂鬱な一日だったと思う。なにより前夜、W杯日豪戦を遅くまで観戦していた者としては、翌朝の気分はまことに重苦しいものがあった。

その暗い気分に追い打ちをかけるように、12日夜には米国株式市場が大幅に下落。そして翌13日には、日経平均株価が前日比614円41銭安の1万4218円60銭と、昨年11月以来の水準まで急落した。600円を超える下げ幅は2001年9月の米中枢同時テロ翌日以来のこと。同日には、前月と同じく「景気は、回復している」とする月例経済報告も発表されたのだが、こちらはほとんど影響がなかったようだ。

---

<sup>1</sup> <http://www.jftc.or.jp/research/index2.html>

また同13日には、福井日銀総裁が「村上ファンド」に1000万円を投資していたことが明らかになり、これも売り材料になった。これだけ悪材料が重なると、いったい何が原因で株価が下げているのかが見えにくくなる。

とはいえ、世界同時株安の理由は、大きく言って次の3点に絞られよう。

- (1) 米国経済の減速感が浮上し、同時に物価上昇のリスクも意識され始めた。米連銀は6月14日のページブックで、景気判断を下方修正している。
- (2) 金利の先高観。先進各国の利上げ傾向が鮮明となり、特にBRICsなど新興市場の下落が大きい。インドのムンバイSENSEX指数は、5月10日の高値から12日までに23.8%も下落した。
- (3) バーナンキ連銀議長への不信感。景気への信頼感とインフレ警戒感の間で発言がたびたびブレるために、相場が大きく反応しやすくなっている。

上記のうち、(1)は過大評価されているきらいがあるし、(3)はいずれ消化されていくはずの材料である。であれば、特に重要なのが(2)の世界的な金利上昇であろう。

そもそも米国が利上げを始めると、新興国市場が大きく調整することは過去にも見られた現象である。特に94年からの利上げ局面は、それまでの「エマージング・ブーム」が一気に冷え込み、95年にはメキシコ危機が発生したほどである。

今回の場合は、04年6月に連銀が利上げを開始してから丸2年も小刻みな利上げが続いており、どこかで同様な現象が起きてても不思議はなかった。が、この間も新興国市場は一貫して活況を呈してきた。どこに違いがあったかといえ、おそらくはゼロ金利政策を続ける日本が、国際的な流動性の供給源となっていたからであろう。つい最近まで続いていた「株高下の円安」は、日本で資金を借りて新興市場に投資するという、大規模なキャリー・トレードが行われていた証拠のひとつといえる。

その「アンカー」であった日本も、今年3月には量的緩和政策を解除し、ゼロ金利の解除も近いと見られている。ということは、「世界的な低金利の宴はいよいよ終わる」ことを意味する。となれば、もともとバブル的な色合いが濃かった新興市場が、真っ先に調整することは自然な流れといえる。

つまりこの間、「日米の金融市場は一心同体」であったと考えると分かりやすい。グローバルな投資家たちは、これまでのドル金利上昇は気にはかけなかったが、円の利上げが近いと見てはじめて、資金を安全な資産に振り向け始めたのであろう。

他方、ここへ来て「世界的な株安や福井総裁のスキャンダルにより、ゼロ金利解除のタイミングは遅れるだろう」という予測も浮上している。しかし、量的緩和解除からゼロ金利解除に至るプロセスは、技術的にみて「一連の動作」に近いところがあり、途中で止めることが難しい。おそらく日銀は、夏頃にゼロ金利を解除した上で、その次の利上げのタイミングを遅らせることで様子を見ようとするのではないだろうか。

## 株安は景気失速の前触れか？

国際的な株安の原因が上記のようなものであったとして、それは日本経済にとって何を意味するのか。マネーの変調は、実体経済が調整局面に入ることの前触れなのだろうか。

筆者の見方はノーだ。これまでのところ、各種の景気指標は依然として景気の堅調な回復を裏付けており、実体経済が大きく崩れることは考えにくい。そもそも2006年の日本経済について、本誌は当初から「景気回復は続くが、株価の上値はさほどない」という見方をしてきた。以下は昨年未に行った予測から。

### 本誌2005年12月16日号「2006年の日本経済を読む」から

株高はどうだろうか。景気回復は2006年も続くだろうが、企業収益という点から考えると、上値は限られているように思える。2005年の景気回復は、たしかに企業部門がリードした。企業が厳しいリストラに耐えて、設備、雇用、債務という三つの過剰を整理したところへ、アジア向けの輸出の増加という追い風にも助けられ、設備投資が堅調に推移した。経常利益で1000億円を超える企業が続出した。本誌でも何度も繰り返してきたように、「2005年は日本経済の長期低迷がリセットされた年」となった。

とはいえ、世間を騒がせている最近の事件は、この間のひずみがいかに大きかったかを示している。みずほ証券の誤発注事件は、証券界が行ってきた苛酷なリストラと無縁ではないだろう。東証のシステムも、今日の売買高の水準になると障害が多発するようで、過去のシステム投資が適切だったかどうか疑問が残る。またマンション耐震強度偽装問題は、鋼材価格の上昇に対して供給側が「手抜き」で応じてしまった。「背に腹は変えられない」とばかりに消費者を犠牲にしたわけだが、この手の話はほかの業界でも絶無ではあるまい。

日本経済が正常な姿に戻るにつれて、これら長期低迷期の負の遺産が企業にあらたな支出を迫るようになるだろう。そして企業のコストアップをもたらす要因はほかにも少なくない。(以下略)

企業のコストアップ要因としては、「賃上げ」「採用の拡大」「企業防衛コスト」「配当の増加」「CSR経営」などがある。そして上記で指摘したような「長期低迷期のひずみ」としては、今年上半期にはライブドア、村上ファンドの摘発や、金融機関、監査法人に対する相次ぐ行政処分、さらには「シンドラのリフト」の安全性問題などが加わっている。

このように考えてみると、もともと今年の株価は日経平均1万5～6000円程度が実力相応のレベルなのではないか。今後も米国市場の動向には揺さぶられそうだが、年内の株価は大幅な上値もない代わりに下値もない、という予想を継続したいと思う。

## 貿易見通しを上方修正

ここでようやく本題にたどり着くのであるが、日本貿易会の2006年度貿易動向見通し改訂版は、下記のような上方修正となった。

### ○通関統計 (単位：兆円)

	2004年度(実績)	2005年度(見通し 実績)	2006年度(見通し 改訂)
輸出	61.7 10.1%増	66.0 <b>68.3</b> 10.7%増	69.6 <b>73.1</b> 7.0%増
輸入	50.4 12.3%増	58.0 <b>60.4</b> 19.9%増	59.5 <b>64.7</b> 7.1%増
貿易収支	11.4	8.0 <b>7.9</b>	10.1 <b>8.4</b>

筆者が座長を務めた昨年12月発表分の前回見通しにおいては、「輸出で70兆円(69.6兆円)、輸入で60兆円(59.5兆円)」はかなり強気という印象があった。が、今回の改訂では、それらを軽く超えてきた。**輸出入ともに2年連続で2桁成長をした後で、さらに7%前後の成長が可能である**というのは、正直なところ意外感がある。

何がそんなに伸びているかといえば、輸出では「一般機械、電気機器、輸送用機器」という機械御三家が揃って高い伸びを示しており、合計で47.7兆円と輸出全体の65%を占める。

### 輸出の主要増減寄与品目

	伸び率	寄与度	金額(06年度見通し)
一般機械	8.5%	+1.7%	14.9兆円
電気機器	6.5%	+1.4%	16.0兆円
輸送用機器	4.7%	+1.1%	16.8兆円
原料別製品	7.6%	+0.9%	8.3兆円

日本の「お家芸」となった自動車は、2005年度実績において10.5兆円と大台を越えた。単一品目の輸出金額が10兆円を超えるのは、世界的に見ても前代未聞の出来事であろう。また、デジタル家電の需要拡大などを背景に、エレクトロニクス関連も順調に増加。しかしそれ以上に高い伸びを示しているのが、プラント関係に代表される一般機械である。具体的な商品としては、電算機類の部分品、原動機(自動車のエンジン)、金属加工機械など。前回も紹介した通り、**一般機械は「目立たないところで強い日本経済の象徴」**なのである。

輸入では、前回予想時は「国際商品の価格上昇圧力が剥落する」という観測があったものの、実際には原油価格をはじめとして資源高が続いたので、こちらも上方修正となった。特に非鉄金属鉱、鉄鉱石などで高い伸びが見込まれている。

かくして、輸出入ともに5年連続で過去最高を更新する見通しとなる。マネーの変調とは裏腹に、モノの動きを示す貿易はまことに堅調なのである。

### 貿易外収支でも大きな変動が

今回の見直し改訂におけるもうひとつの注目点は、貿易外収支においても大きな変動が見られることだ。

#### ○経常収支：IMFベース（単位：兆円）

	2004年度実績	05年度（見込み 実績）		2006年度（見直し 改訂）	
輸出	58.8	62.9	65.2	66.3	69.7
輸入	45.7	52.8	55.6	54.0	59.5
<b>貿易収支</b>	<b>13.2</b>	<b>10.3</b>	<b>9.6</b>	<b>12.4</b>	<b>10.2</b>
<b>サービス収支</b>	<b>-3.6</b>	<b>-3.2</b>	<b>-2.4</b>	<b>-3.3</b>	<b>-2.1</b>
貿易・サービス収支	9.6	7.1	7.2	9.1	8.1
<b>所得収支</b>	<b>9.6</b>	<b>11.4</b>	<b>12.6</b>	<b>11.9</b>	<b>13.6</b>
経常移転収支	-1.0	-0.9	-0.9	-1.0	-0.9
<b>経常収支</b>	<b>18.2</b>	<b>17.5</b>	<b>18.9</b>	<b>20.1</b>	<b>20.7</b>

所得収支が、引き続き高い伸びを示していること。所得収支は対外投資のリターンを意味しており、日本企業が海外の子会社から受け取る配当金や、証券投資への配当（外為特会の米国債も含む）などがある。所得収支が安定的に増加していることは、日本が「債権大国」化しつつあることを示している。所得黒字は05年度に初めて貿易黒字を上回ったが、この趨勢は定着しそうである。

その結果、貿易黒字と所得黒字がそれぞれ10兆円超となり、経常収支は20.7兆円と大台を突破する見込みである。普通、これだけ「債権大国化」が進むと、通貨の上昇などによって輸出競争力が失われ、貿易黒字は縮小するはずである。日本もやがては少子・高齢化などによって、貿易赤字を計上する日が来るのかもしれないが、今のところ「モノ作り大国」ぶりには死角がないように見える。

なおかつ、サービス収支の赤字もわずか2.1兆円まで縮小しており、2～3年後には黒字化する可能性があること。内訳としては、(a)特許等使用料収入が着実に増えている、(b)「ビジット・ジャパン」キャンペーンなどにより旅行収支の赤字が縮小する、(c)アジアでの荷動きの増加に伴って海運収入が増える、などの理由がある。

「貿易黒字と所得黒字のダブルインカム化」は、前回は指摘したところである。これでサービス収支も黒字化するとしたら「トリプルインカム」となる。話がうま過ぎるように聞こえるかもしれないが、可能性は決して低くはないと思う。

## 貿易・投資立国への道

もしも貿易の「量」だけが問題なのであれば、ここで紹介したような見通しはそれほど目覚ましいものではない。IMFのデータによれば、日本は輸出では2004年から、輸入では2003年から金額ベースで中国に抜かれている。中国の貿易の伸び率は、日本をはるかに上回るからだ。今後もBRICsなど途上国の発展に伴って、世界貿易に占める日本の地位は着実に低下していくことだろう。

が、貿易の「質」を考えれば、今日の日本経済は過去に比べて大きく進化している。現在、円の実質実効為替レートは20年来の円安水準にある。それでは、大幅な円高が進んだ場合はどうなるか。現在の日本の輸出品目は、他に代替不可能なハイテク商品や、価格競争力のある高付加価値商品が多くなっている。また、日本企業が海外の工場との間でやり取りする「企業内取引」の比率が増えているので、為替による影響の度合いは確実に小さくなっている。他方、円高メリットが国内に浸透する際の障壁も、従来に比べれば少なくなっているはずなので、為替に一喜一憂する必要は減っている。この点、「人民元が10%程度上昇すれば、ほとんどの輸出が赤字になる」といわれる中国の場合とは大きく違う。

なにより所得収支の大幅黒字は、日本の過去の対外投資が成功していることを示している。直接投資による海外への企業進出が、さらに貿易量を増やすという好循環を招いているのであろう。いわゆる「スマイルカーブ経営」の定着により、日本企業の中では組み立て過程を海外に移し、高付加価値な部品製造は国内で行うという手法が普通になっている<sup>2</sup>。そうすることで企業収益を高めると同時に、最終製品の国際競争力を強化することができるのだ。

ちなみに米国の所得収支は、05年にはとうとう15億6700万ドルにまで縮小し、今年から赤字化することが見込まれている。あれだけ膨大な経常赤字を出しながら、今まで黒字を維持してきたということは、過去の米国による投資案件がいかに高利回りであったかがよく分かる。とはいえ、06年から所得収支も赤字化するとすれば、米国は「貿易収支は赤字、所得収支も赤字」となり、国際収支の発展段階説<sup>3</sup>でいう「債権取り崩し国」ということになる。

この議論を延長すると、現在の日本は「貿易も黒字、所得収支の黒字」という「未成熟な債権国」であり、やがては「貿易収支は赤字、所得収支の黒字」という「成熟した債権国」に向かうことになる。

しかし、日本経済が理論通りになる保証はないし、むしろそうならない方が日本経済のためであろう。むしろ、貿易と投資の両方で黒字を挙げる体質を、いかに長く保つことができるべきではないか。今日の日本に求められるのは、「貿易・投資立国」の発想である。そのためにも、「マネーよりトレード」の議論が深まるように望みたい。

<sup>2</sup> たとえば今回の貿易動向見通しでも、輸出品目の中で「電算機類(含む周辺機器)」は、2005年度実績 - 9.8%、06年度見通し - 12.9%と減少しているが、「電算機類の部分品」は、同 + 5.0%、同 + 6.3%と増加傾向にある。

<sup>3</sup> この点については、内閣府の経済解説「日本は『国際収支の発展段階説』における『成熟した債権国』への道を歩むのか」を参照。特に表3が便利。<http://www5.cao.go.jp/keizai3/shihyo/2005/1205/681.html>

< 今週の”The Economist”誌から >

”Let the games begin”

Leaders

「さあ、ゲームを始めよう」

June 10<sup>th</sup> 2006

\* 「ワールドカップは、なぜオリンピックよりも上なのか」。サッカーの母国であり、優勝候補イングランドを擁する英国から、”The Economist”誌が贈る粋なコラムです。

< 要旨 >

1936年のベルリン五輪において、ジェシー・オーエンスが短距離で勝利してから70年、あのベルリンが再び世界のスポーツの中心になろうとしている。今週始まるサッカーのW杯は、来月ベルリンの新装された五輪スタジアムにおいて決勝戦を迎える。

幸いなことに、ベルリン五輪を邪悪な祭典にしたような政治的な意図は、今はどこにもない。ドイツは今では民主国家であり、それ以上に五輪とは違って、W杯は政治的に操作することが素晴らしくも困難なのである。その長い歴史の中で、五輪の成功はいつも世界の政治パワーで計られてきた。オーエンスの勝利は、ナチスの人種優越論の鼻を明かしてくれたが、ドイツは1936年のメダル数で最多を獲得した。冷戦期には、米国とソ連が五輪でのメダルの数を競いあった。2008年の北京五輪でも、米中間で政治的な争いがありそうだ。

それに比べるとW杯は独特のヒエラルキーを有しており、それは傑作なことに世界秩序とはまるで違っている。唯一の超大国はブラジルである。現実世界では優雅に没落しつつあるイタリアとフランスは、サッカー場ではなおも手強い相手である。新興勢力も数々あれど、アジアよりはアフリカ勢が強そうだ。アメリカは弱からぬチームを送り込むが、勝てるとは誰も思っていない。サッカー熱にかかったばかりの中国は、予選突破ができなかった。

サッカーは国際ゲームそのものである。世界チャンピオンの名声を目指そうにも、政府がW杯を勝てるチームを作ることは限りなく困難である。確かに1930年代のイタリアがそれを目指したし、1978年に優勝したアルゼンチンは軍政府の支援を得ていた。しかるに今日の独裁者が、ブラジルに勝てるチームを作れと指令しても、即座に失望することになるだろう。

ここでも五輪との比較は歴然としている。ロボットのような東独の短距離走者、ルーマニアの体操選手、中国の水泳選手など、国家的計画によって大量生産されてきた選手たちを考えてみよ。それに比べれば、勝てるサッカーチームは単なる運動能力だけではなく、創造性とスタイルが必要であって、それらは計画して作られるものではない。たとえ薬物を使ったとしても、サッカー選手たちにとってはたいした助けにはならないだろう。

その結果、W杯ではほとんど毎回のよう、彗星のように現れたチームが本命候補を打ち破る。北朝鮮がイタリアを破った1966年、セネガルが前チャンピオンのフランスを破った2002年を思うがよい。この驚きがあるからこそ、W杯は心揺さぶられるイベントなのである。それゆえに、「世界でもっとも偉大なスポーツの大会は何か？」という五輪とW杯の終わりになき競争において、本誌はW杯に一票を投じるものである。

## < From the Editor > ネバー・ギブアップ!

12日月曜夜、午後10時前にテレビの前に座ったときには、ワクワクする気持ちで迎えた対豪州戦でした。ところがラスト10分、集中力を欠いたジーコ・ジャパンを襲った3失点。「ドーハの悲劇」のように、長く記憶に残りそうなキツイ敗戦でした。

正直、「唯一の超大国」ブラジルに勝ち目はないでしょうから、トーナメント進出はほとんど絶望的ですが、今週末にごくわずかな望みが残っています。この春のWBCでも、王監督率いる日本チームは、わずかなチャンスを活かして優勝したではありませんか。

以下は、いつも洒落た替え歌を作ってくれる「...みたいな」さんのブログからご紹介です。

「歌は世につれ世は歌につれ」<http://palodysong.exblog.jp/d2006-06-13>

### 次は勝つ

心配なんだけど 君の想いが  
ドイツにとどく 望みがきっとある  
豪州に逆転で 負けたけれども  
信じることを 決してやめないで  
Carry on, Carry out 点取り点取られ  
灼熱の暑さに すこしつかれても  
Oh・・・ Oh・・・ もう一度夢見よう  
勝ち抜くよろこびを 知っているのなら Oh

決勝にコマを 進めるために  
願いたくされ ドイツにやってきた  
どんなに強敵で ヘコみそうでも  
信じることさ 必ずクロアチアには勝つ

Carry on, Carry out 狙って狙われて  
守って破られて 点は奪うもの  
Oh・・・ Oh・・・ 強ければ強いほど  
勝ちとるよろこびは きっと大きいだろう Oh

心配なんだけど 君の勇気が  
ドイツにとどく 望みはきっとある  
どんなに強敵で ヘコみそうでも  
信じることさ 必ずクロアチアには勝つ

信じることさ 必ずクロアチアには勝つ

(原曲「愛は勝つ」 作詞・作曲・唄：KAN)

松木安太郎流の楽天主義で、今週末のクロアチア戦を迎えることにしましょう。来週が明るい1週間となりますように!

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問合わせ等は下記にてお願いします。

〒107-0052 東京都港区赤坂2-14-27 <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)5520-2195 FAX:(03)5520-4954

E-MAIL: [yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com](mailto:yoshizaki.tatsuhiko@sea.sojitz.com)