

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1403号 1998年01月05日(月)

## 《 Happy New Year 》

新年明けましておめでとうございます。いろいろありそうな一年ですが、避けようとしても来る市場の圧力の結果としての「変化」を察知し、この「変化」に自社なりきの、または自分なりきの味を加えて楽しめるように事前準備をしながら迎えたいものです。

月曜日の朝までの段階で日本の新聞に載っていなかったものを主体にニュースを拾うと次の通りです。

1. 年明け早々の先週の海外市場（主に2日）では、ドルが堅調推移。対マルクで1.80マルク台に、対円で132円台に。アジア通貨は波乱含み。株式市場は欧米が堅調で、ニューヨークでは長期金利が急低下。しかし、いずれの市場もフル稼働ではなく、今週から本格的な新年相場が始まると予想される。5日早朝も為替相場は、マルクが1.80マルク台、円が132円台。
2. 3日にグリーンSPAN FED 議長がシカゴで講演、アジアの金融危機の中で高まっている「デフレーション」について長いスペースを割いて論じている（インターネットのサイトは、<http://www.bog.frb.fed.us/boarddocs/speeches/19980103.htm> でこの問題に関しては後述）
3. 韓国政府は昨年の一連の金融危機で経営の行き詰まっていた Korean First Bank と SeoulBank に7億3800万ドルを投じて両行の支配権を確保、これを売却する方針を打ち出した。前者に対しては米シティコープが、後者に関してはチェース・マンハッタンが買収に興味を示しているという。韓国議会は既に IMF との取り決めに基づき、韓国の銀行を買収した欧米の銀行が従業員をレイオフできる旨を定めた法律を通過させている。
4. ジョージ・ソロスが3日に韓国入りし、金大中大統領と会談。会談内容は明らかにされていないものの、ソロスは何らかの形で韓国への投資を検討中と伝えられる
5. 中国の人民元に関して台湾の与党・国民党の経済委員会は、「人民元は今年下半期に急落する可能性がある」との報告書を発表。二つのケースを予想していて、一気に下落に見舞われるケース（今年7月以降を予想）で、この場合は20～25%の通貨下落が起きる可能性があるという。段階的な下落容認の場合は、下げ幅は最終

的には40%に達する可能性があるとしている。この報告書によれば、海外資本は香港と中国を離れ始めており、こうした中で中国は今年一年間に債務に対する利払いの為に200億米ドルが必要となるという。

### 《 more turmoil in Asia 》

アットランダムに選んだニュースですが、今年もアジアは大きな変動の年となりそうです。96年からの円安の中でもドル・ペッグを続けてきたつけ、および経済運営の基本方針に「マーケット」を置かざるを得ないにも関わらずそれに対する国内からの抵抗が続く中では、新しい秩序構築の模索が続く可能性が強い。こうした中で、アジアの金融市場は大きく動揺しそうです。ただし、年後半には力強く回復してくる市場もありそう。インドネシアやマレーシアの通貨は年明け早々に、対ドルで史上最安値を記録した。

今年一年を取るとアジアの中でも一番のポイントは中国でしょうか。中国と対立する台湾国民党の経済委員会の報告書を紹介しましたが、人民元の先行きは広く国際金融界全体が注目している。それは、アジア各国の金融危機がそれぞれの国の体制を揺るがしたことで分かるとおり、「経済」に影響がとどまらないからです。金融危機を発端に中国の体制が揺らぐようなことになれば、日本を含むアジア全体の安全保障の問題にも発展する可能性がある。

香港ドルや、人民元の下落を予想する見方は今や一般的でさえあります。アジア各国通貨に対して香港ドルや人民元が大きく切り上がっている現状では、問題は切り下げの時期が何時来るのかであると言っても過言ではない。中国当局がこの問題をどう乗り越えるかが大きな焦点です。事前にペッグを外すのか、それとも大幅な切り下げを断行するのか。

IMF から570億ドルの支援を受ける見返りとして韓国の経済運営にはアングロ・サクソンの経済運営原則が大きく取り入れられる見通しで、この過程で経済の「市場経済化」が急速に進む可能性が大きい。一番強い抵抗を示している労働組合に対しては、危機の深刻化、金大中という野党大統領の登場、それに IMF・アメリカの監視という組み合わせが、抑制要因として有効に機能し始めている。危機になる以前だったら決して通らなかったであろう法律が韓国では次々に成立している。ということは、韓国経済は予想外に敏速にその力を取り戻す可能性があるということです。

既に起亜自動車はクリーブランドを中心にオハイオ州に11のディーラーシップを設置すると発表した。不振の国内市場を見限って、海外での販売促進にかけている様子が伺える。実際のところ、為替レートから見て韓国製品は競争力を取り戻す可能性が高い。

アジアでの危機の進行は、アメリカでのデフレ論議を高めることになるでしょう。昨年11月までの統計で、アメリカの卸売物価（生産者物価）は、年率で1.2%の低下となりました。消費者物価は1.8%の上昇でしたが、景気が極めて好調で、失業率が

5%を大きく割り込む中での物価の超安定。

年明け早々にシカゴで講演したグリーンSPANは、

「過去20年というもの、通貨当局者が直面してきた問題と言えば、経済への混乱を最小限にしながらいかにしてインフレを抑制するかだった」

「しかし、インフレ抑制や確固たる経済成長の達成のあとに、政策課題としては新しい一群の問題が発生しつつある」

と述べて、小さくなった物価変動をいかに正確に捉えるかは「生産」と「生産性」の捕捉にとっても極めて重要（price measurementの問題）と述べた中で、「deflation」の問題について最近では一番時間を割いて論じている。

### 《 not considered a significant near-term risk 》

少し長くなりますが、その部分を引用すると以下の通りです。（下線は筆者）

Some observers have begun to question whether deflation is now a possibility, and to assess the potential difficulties such a development might pose for the economy.

Even if deflation is not considered a significant near-term risk for the economy, the increasing discussion of it could be clearer in defining the circumstance. Regrettably, the term deflation is being used to describe several different states that are not necessarily depicting similar economic conditions. One use of the term refers to an ongoing fall in the prices of existing assets. Asset prices are inherently volatile, in part because expected returns from real assets can vary for a wide variety of reasons, some of which may be only tangentially related to the state of the economy and monetary policy. Nonetheless, a drop in the prices of existing assets can feed back onto real economic activity, not only by changing incentives to consume and invest, but also by impairing the health of financial intermediaries--as we experienced in the early 1990s and many Asian countries are learning now. But historically, it has been very rapid asset price declines--in equity and real estate, especially--that have held the potential to be a virulently negative force in the economy. I emphasize rapid declines because, in most circumstances, slowly deflating asset prices probably can be absorbed without the marked economic disruptions that frequently accompany sharp

corrections. The severe economic contraction of the early 1930s, and the associated persistent declines in product prices, could probably not have occurred apart from the steep asset price deflation that started in 1929.

While asset price deflation can occur for a number of reasons, a persistent deflation in the prices of currently produced goods and services--just like a persistent increase in these prices--necessarily is, at its root, a monetary phenomenon. Just as changes in monetary conditions that involve a flight from money to goods cause inflation, the onset of deflation involves a flight from goods to money. Both rapid or variable inflation and deflation can lead to a state of fear and uncertainty that is associated with significant increases in risk premiums and corresponding shortfalls in economic activity.

Even a moderate rate of inflation can hamper economic performance, as I have emphasized many times before; and although we do not have any recent experience, moderate rates of deflation would most probably lead to similar problems. Deflation, like inflation, would distort resource allocation and interfere with the economy's ability to reach its full potential. It would have these effects by making long-term planning difficult, obscuring the true movements of relative prices, and interacting adversely with institutions like the tax system that function on the basis on nominal values.

But deflation can be detrimental for reasons that go beyond those that are also associated with inflation. Nominal interest rates are bounded at zero, hence deflation raises the possibility of potentially significant increases in real interest rates. Some also argue that resistance to nominal wage cuts will impart an upward bias to real wages as price stability approaches or outright deflation occurs, leaving the economy with a potentially higher level of unemployment in equilibrium.

A deflation that took place in an environment of rapid productivity growth, however, might be largely immune from some of these special problems. For example, in the high-tech sector of our economy today, we observe falling prices together with rapid investment and high

profitability. Although real interest rates may be quite high in terms of this sector's declining product prices, rapid productivity growth has ensured that real rates of return are higher still, and investment in this sector has been robust. In practice, firms' decisions depend on an evaluation of their nominal return on investment relative to their nominal cost of capital. In this sense, the choice of a specific, sometimes arbitrary, definition of real output and hence of price by government statisticians is essentially a descriptive issue, and not one that directly affects firms' investment decisions. This is an illustration of where even individual price measurement probably is not always of direct and fundamental importance for private sector behavior.

If such high-tech, high-productivity-growth firms produce an increasing share of output in the decades ahead, then, one could readily imagine the economy experiencing an overall product price deflation in which the problems associated with a zero constraint on nominal interest rates or nominal wage changes would seldom be binding. Nevertheless, even if we could ensure significantly more rapid productivity growth than we have seen recently, there are valid reasons for wishing to avoid ongoing declines in the general price level. If increases in both inflation and deflation raise risk premiums and retard growth, it follows that risk premiums are lowest at price stability. Furthermore, price stability, by reducing variation in uncertainty about the future, should also reduce variations in asset values.

無論彼はこの中で、今がデフレと呼べる現象の中にあるのかそうでないのかについては言及していません。しかしグリーンスパンも指摘するような「先進国共通のインフレの著しい沈静化」の中で、また資金が総じてモノには集まらず投資可能な流動性の高い金融資産に移動している現実、世界の金融当局に新たな挑戦を突きつけていると言える。この挑戦に一番直面しているのは、日本の通貨当局かもしれない。

グリーンスパンはデフレにはインフレにはない二つの問題があるとして、

- 1 . 名目金利がゼロより下がることがない中で、物価の全般的な下落としてのデフレが起きれば、実質金利が異常に高くなる危険性
- 2 . 賃金に下方硬直性がある中では、給与をもらい続けられる人の実質所得が高くなる一方で、失業が増大しやすくなること

を挙げている。もしアメリカがアジアの影響も加味してのデフレ論議を高めているとしたら、アジアからの輸入品の流入に直面する日本も同じ問題を考えておく必要がありそうです。また世界的な物価沈静化の先行きに関して検討することは、長期金利の今後を予測する上でも重要です。

円相場の先行きに関しては、昨年12月5日に作成した長期予想の時から見直しを変えていません。従って海外市場で進んだ132円も驚くに当たらないと見ます。日本に資金を置く魅力が戻らない限り、介入しても基調としての為替の方向は円安だと見ます。円金利が持続的に上昇できるような環境を作り上げることができるかどうか、円安トレンドに方向転換をもたらすことができるかどうかの鍵だと見ます。

### 〈 have a nice first week 〉

全体的には非常に暖かい印象がした正月でした。皆様はどうお過ごしだったでしょうか。もっとも今朝の電車は非常に空いていた。ということは、まだ事業所のかなりの部分は休んでいるのかも知れない。本格稼働は今週半ば以降ですかね。4日のデパートは凄い人出でしたが、あれは例年のことでしょう。

ところで、正月には一本映画を見ました。「TITANIC」。久しぶりに、お金を損したと思わない映画でした。時間の経つのを忘れる。ending がくどかったこと、大騒ぎのところがちょっとわざとらしく長かったこと、それに最近のアメリカ映画にありがちな人間の種別が明確になりすぎていることは残念でした。映画で描くほど、善悪を分けられる人間というのは多くはない。しかし、史実あり、スリルあり、ストーリーありで結構面白かった。

伊勢丹の前で朝一見ましたが人気ようで、二回目は立ち見まで出ていました。デカブリオとかいう男優が初々しかった。女優の名前は知りませんが、こちらはまあまあ。音楽は多分エンヤで、結構映画にマッチしていた。お金を使った映画であることは最後の出演者の数だけでも明らかです。スタントマンだけで何十人と使っている。1912年の事故だそうです。でも、あのおばあちゃんは実際にいたんでしょうか。

正月の新聞では、元旦の「日経産業新聞」が面白かった。皆さんの手元にもあるでしょうから紹介はしませんが、目を引いたのは三人のインタビュー記事。東京銀行の調査部長をされて、その後「日本サン・マイクロシステムズ」の会長になった本田さん、ソニー社長の井出さん、それにトヨタの奥田社長がその3人。3人ともかなり本音を喋っている。

皆様には良い一週間、一年をお過ごし下さい。