

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1474号 1998年12月21日(月)

〈 prospect for the year of 1999 〉

12月14日号(1472号)の「retrospect」(振り返り)に続く、来年に向けての「prospect」(展望)です。「振り返りと見通し」全体で私が強調したポイントは以下の通りでした。2号前でしたので、再度掲載します。

1. 今年一年間に世界中の経済や金融市場があちこちで「きしみ」を露呈した背景は、戦後の「インフレ前提のシステム」がインフレの死、さらにはデフレ状態の発生によっていよいよ行き詰まったにもかかわらず、新たな体制(インフレを前提としない金融、社会保障などのシステム)作りが進んでいなかったこと、それに今までの経済活動の歩調を狂わす「経済変化速度の著しい上昇」(スピードの経済)である。「きしみ」とは、数多くの途上国や先進国の中でも日本などの経済の閉塞状態、企業の興亡の激化や巨大かつ国境を越えた合併、金融市場での「質への逃避」、それに高い失業などを指す。
2. 「インフレの死」は90年代の半ばまでは「市場経済の拡大」(ベルリンの壁の崩壊による共産主義の崩壊 世界全体の市場経済化)を大きな背景としたが、2000年を目前にした90年代の最後の数年において「世界の物価を押し下げ圧力」の震源地となっているのは「テクノロジーの進歩による生産技術の著しい質的・量的向上、中抜きの流通革命」であり、これが同時に経済の変化スピードを高めている。
3. 「不適応症状」は、インフレをより深くビルトインし、変化への耐性を欠く国、社会でより顕著に、そしてより鮮明に現れた。これに対して、国、社会、企業と個人相互間の「粘着度」が低く、かつ変化への耐性度が高い国、社会、企業ほど環境変化に対応し、世界経済の中で相対的優位に立った。国で言えばアメリカや北欧諸国であり、企業で言えば「動きの早い pure player (特化企業)」である。個人の間でも、思考プロセスの違いで大きな差が生じた。様々な分野で「選別」や「質への逃避」が起きたが、これは来年も続く傾向となろう。
4. デジタルを中心とする経済の基幹的技術の革新は、来年から2000年以降も一層加速する。技術革新から来る世界経済へのデフレ圧力は持続し、かつ経済の回転速度はさらに高まる。インフレ前提のシステムを残し、変化への耐性が低いままの国、社会、システムは今年以上の「きしみ」に晒されよう。一方で負債を抱えず、

物価下落の中でも機敏に動ける耐性の高い企業、個人の活力は増す。こうした中で、国や企業や個人の間でも「勝ち組」と「負け組」が鮮明になる。

- 5 . ただし、十分ではないにせよ世界経済のあらゆるレベルで、「変化馴れ」と「万が一の際の safety net 構築」が進められている。今年の世界経済全体があまりの大きな変化に「呆然とした状態」だったが、来年は新たなシステム作りや個人では生き方の模索が胎動し、今年よりもはるかに活力に富んだ一年となるだろう。ただし、インフレ時代の残滓の排除には時間がかかるし、粘着度の高い、変化への耐性の低いシステムからの脱却にも時間がかかる。従って、「活力」と「不安」が共存する年になる。
- 6 . こうした中で、デフレ圧力に苦しみ、変化への耐性の低さに悩んだ日本やアジア諸国など「粘着度の高い国・社会」が、今まで強みを発揮していたアメリカなどアングロ・サクソン諸国などに徐々にキャッチアップしてくる可能性（現実的にも、潜在的にも）が高い。アメリカの相対的優位は変化しないが、新しい時代に唯一適合した国という現在のアメリカに対するパーセプションは変化してくる。「一人勝ち」状態ではなくなると言うことである。
- 7 . これは為替相場に影響を与えよう。個人消費を牽引車としてきたアメリカ経済は、さすがの消費需要の一巡からハイテク産業の著しい成長にもかかわらず鈍化してくると予想され、高値追いの緊張に耐えてきたニューヨークの株も不安定な動きを強めると思慮される。また来年は今年で2200億ドルに達すると予想される米貿易収支赤字の問題が大きくクローズアップされてこよう。こうした中で、今年とは逆に為替相場は1ドル=100円を大きく超えるような円高に移行する局面が一度は来そうだ。EURO の登場も、ドル相場の相対的な軟化要因となろう。来年一年間のドル・円相場のレンジとしては、85円~140円を予想したい。レンジは広いが、これは相場の時としての大きな変動を織り込んでのものである。値動きは時に急激で、激しいと考える。
- 8 . 物価情勢の基調は、「低下」である。今のところ物価の下落が経済活動の低下、失業率の上昇をもたらしているのは、日本やアジア諸国、それにソ連など。これに対してアメリカなどでは、物価の基調は「低下」だが、経済活動は活発で雇用は増大している。どちらのグループに入るにせよ、世界中の国の政策金利は通貨危機など危機対策の時以外は、一段と低下する可能性が高い。しかしこれは個々の市場（社債市場、不動産担保証券市場などなど）の金利が低下で同調することを意味しない。リスク許容度が低下した今の世界では、金利がリスクを素早く織り込む動きをするため、市場の緊張度が高まれば政策金利の低下傾向にもかかわらず当該金利の大幅な上昇が発生する。
- 9 . 1999年は1900年代の最後の年であり、「2000」という新たな大台の1000年の開始を目前に控えた年である。アナログからデジタルに経済の基幹技術

が大きく変化し、それに伴う産業の形、国家の役割、企業と個人の成功パターンが大きく変化する中で、時代の空気は「不安と期待」が交差するものとなる。また欧州では、EURO が登場するし、コンピューターの2000年問題への対処も秒読みとなる。株式市場、各種債券市場、それに為替市場はこうした環境を受けて、時に乱高下をする展開となる。

〈 more frictions will come 〉

98年の世界経済に「きしみ」をもたらした基本的圧力は、単年度単位のものではない。99年、さらには2000年代の最初の10年（表現が難しい。2000飛び飛び年代）の間は最低限続く圧力である。技術革新のペースは落ちていないし、ましてやその技術（デジタル・ネットワーク技術）を人間が使いこなすに足る慣れを示すのはこれからである。通常ある大きな技術が人間の社会や生き方を変えるのには、長い時間がかかる。新しい技術が人間社会の中でこなれる（慣れて使いこなし、新しいサービスが登場してくる）には、時間がかかるのである。

アメリカでネットワークに絡むビジネスが threshold point（臨界水準）を越えつつあると言っても、生産現場や流通で革命を呼び起こしつつあるデジタル・ネットワーク革命が世界経済全体に本当に影響を及ぼすのは、来年からさらには2000年以降にかけてだろう。情報の流布は今より加速し、市場の変化は素早いものになり、私が「スピードの経済」と呼ぶ状況は一層鮮明化すると見る。

こうした中では物価に対するデフレ圧力は続かざるを得ない。多くの商品の生産現場や流通で、デジタル技術やネットワーク技術がコスト引き下げを実現し、価格革命は継続しよう。この価格下落圧力を相殺するにはよほどの需要が出てこないといけませんが、こうした強い需要が出てくるのは危機の前に世界の成長センターだったアジア経済が回復してからで、2000年に入って少し時間がたって初めてその可能性が出てこよう。

ということは、デフレ圧力は続いてインフレ前提のシステムを残し、変化への耐性が低いままの国、社会、システムは今年に負けず劣らずの「きしみ」に晒される可能性が高い。戦後世界中で構築されたインフレ前提の制度、組織の形はあちこちに残っていて、変化への耐性が低い国は、どうしてもそれを引きずる。引きずると、それが市場などから攻撃を受けるか、排斥される。

まだまだ多くの組織の行き詰まり、企業の倒産、個人破産が発生しよう。世界経済全体としても、難しい局面が続く筈だ。従って、「信用」は国、企業、個人のレベルで来年も大きな問題になる。デフレ圧力が強く、変化のスピードが速い時代への対応を欠く組織は蓄積を使い果たす中で「信用問題」を起こす可能性が高いからである。従って、金利は依然として信用の高いものでは低く、信用の低いものでは高い状態が続く。

そうした中でも、負債を抱えず、物価下落の中でも機敏に動ける耐性の高い企業、個人

の活力は増す。なぜなら、「変化」そのものは企業や個人に大きな「チャンス」を提供しているからである。こうした中で変化に乗る道を選ぶのか、それとも変化への対応を拒否するのかは、それぞれの経済体の命運を分けることになる。国や企業や個人の間でも「勝ち組」と「負け組」が鮮明になる可能性が大である。問題は、ある国、ある社会の中で新しい環境に対応できる経済体（企業、個人）がそうでない経済体に比べてどのくらい増加してくるかである。アメリカなど今の世界で活力を持つ国では前者が後者より多く、かつ影響力を強めているから、経済全体に活力がある。

98年に多少前進したのは、「safety net 構築」の動きである。日本の金融システムには60兆という資金が用意された。しかしそれでも、システム全体が新しい時代に対応し、金融機関の経営パターンが時代の変化、利用者のニーズにもっと合致したものにならない限り、「危機脱出」とは言えないだろう。いくつかの途上国にはIMFの資金が用意された。しかし、それぞれの国が時代への対応を欠いたままでは、危機は繰り返されると考えるのが自然である。99年も今年同様にそれぞれの国の金融市場と国際金融市場でかなり大きな規模の危機が発生するだろう。一つ安心なのは、危機への対応において多少の心の、そしてシステムの対応が出来ているという点である。この点は、この時代背景の中で強い「不安感」の沈静化に役立つ。

〈 more declines worldwide 〉

世界経済におけるこうした基本的環境下では、政策金利は世界中で下を向いていると考えるのが自然である。アメリカでも欧州でも複数回の金利引き下げがあり、この間の事情は世界の他の多くの国で同じだろう。日本のように名目金利は引き下げようにも引き下げられない国は別として、世界的に金利は一段と下がると予想する。問題は下がるかどうかではなく、how far and how fast（どのくらい低下し、そのスピードは）である。

この政策金利に近いが、それと同程度に市場で信用度の高い市場、特に財政事情の良い先進国の債券市場（しかも流動性の高い）では、同じく金利は低下基調となるだろう。例えば欧州の債券市場、アメリカの債券市場の利回りはまだ低下する可能性が大きい。日本の長期金利は単年度財政の国債依存度がほぼ38%に達するという急激な財政事情の悪化の中では、必ずしも下げ基調とは言い切れない面がある。しかも日本の国債利回りは過去に例を見ない低水準を既につけている。

為替相場の動きは、依然として世界経済が不安定な動きを続けることから、大きなものになりそうです。99年も世界の為替相場を大きく左右するのはアメリカ当局のドルに対する考え方です。ルービン財務長官がこの数年一貫してとってきた為替政策は「強いドルは米国の国益にかなう」というもの。実際のところ、最近数ヶ月に至るまでドルは強い展開を続けてきた。これは、ルービンがアメリカの資本市場の堅調（主に株価）を保つことを優先課題としたためです。

しかし筆者は、来年このアメリカの優先課題が変わる可能性があると考える。今年のアメリカの貿易収支赤字は現在のペースでは2200億ドルの史上最高に達する見通しであり、アメリカとしても政策課題としてこの巨額な貿易赤字の削減に取り組まざるを得ない状況。そして既にその「貿易重視」の傾向はアメリカの政策運営の中に現れ始めている。鉄鋼などでの相次ぐダンピング認定など。

ルービン財務長官がいつ辞任してもおかしくない状況にあることも、アメリカの為替政策の変化が来年起こる可能性を示唆している。今は「通貨安 国内インフレ発生」という経済環境ではない。怖いのは「通貨安 資本市場の軟化」だが、消費が牽引してきた景気に息切れが生じた場合には外需に依存せざるを得ない状況にある今のアメリカには、必ずしもドル安は悪い選択肢ではない。

高値緊張感が続いていたドルは8月以降の世界的な資本の流れの変調の中でかなり調整したが、99年はドル・円について言うならば100円を大きく下回って85円程度の円高になる局面があると予想する。アメリカの為替政策の変更が鮮明になり、クリントンを巡る政治情勢が緊迫し、アメリカの株式市場が不安定になり、日本の金利が上昇は始めた時がそうした「円高・ドル安」が生ずる可能性が一番高い。そしてこれは来年に十分起きうる事態だと考える。「ドルへの代替準備通貨」となるEUROの登場も、実際に切り替えがそれほど進まないにしても、市場パーセプションとしてドル安を加速する可能性があると考える。

ただし、「活力」という点では依然として世界経済の中でアメリカが一番抜きこんでいる。変化に対する耐性の強さは抜群だし、システムの柔軟性も高い。最近のニューヨークの株式市場におけるNASDAQ総合株価指数の史上最高値更新でわかる通り、この分野では順調に起業、資金流入が続いていて、こうした新規分野でのアメリカの成長力は劣らないと考えられる。従って、時として発生するドル安も持続性はなく、また通貨当局の介入もあってドルが力強く上昇する局面もあると見たい。いずれにせよ、EUROの発足もあって相場変動はかなり激しくなると見られる。レンジを広くした理由である。ドル安は、年の前半に起きる可能性が強いと見る。

《 more concentration 》

2000年への秒読みに入る1999年の「空気」は「期待と不安」となるだろう。繰り返し述べてきたように経済の基幹的技術は大きく変化し、それに伴って経済や社会の形は大きく変わっている。こうした中では、誰もが、そしてどの企業もが不安になって不思議ではない。変化を起こしているハイテク産業に属する企業でも、行き詰まる企業あり、買収される企業あり、そして一方では新たに台頭してくる企業ありという構図だ。

様々な変化をもたらしているのは、政府の政策でも大きなイデオロギーでもない。最近アメリカで行われるインターネット関係の大きな会合で参加者が異口同音に言ったことは、「インターネットがここまで進展したのは、政府が何もしなかったからだ」という点だっ

た。そのネット関連を中心に、アメリカは世界でも希にみる活力のある経済を作り上げている。

一方の日本はどうだろうか。何かといえば、「政府の…」という前置きで語られる。「政府の財政政策がなってない」「政府の規制緩和が不十分」などなど。当たっている部分もあるが、それは前提でしかなくて最後は経済に活力を生むのは民間企業、国民一人一人である。テクノロジーがこれだけ著しい進展を進む中では、政府のシステム、政策がある程度後手後手になるのはむしろ自然である。政府が出来ることは、民間の活力を邪魔しない、それを育成するということだ。政府が何でもできると考え、財政の規律を大きく乱してまで成長力のない分野に貴重な国家財政資金をつぎ込むのは最初から間違っている。日本はすでに100兆円も公共投資を使った。それだけつぎ込んでこの状態であり、そろそろ「政府な何でも出来る」というメンタリティーから日本は脱しなければならない。

その意味で、1999年は「胎動」がある年かもしれない。企業の含みは底をつき、個人も最後に頼りに出来るのは自分であって、不況だからと言って身をすくめていればまた良い時代が来るというものでもないということを理解し始めている。事実身をすくめ、必要なモノまで消費抑制の方針を波及させても、事態は何も解決しない。必要なモノは買い、揃えて自らの能力を磨かねばならない時代である。

この事情は企業でも同じである。伸びそうな部門に資源を集中し、不採算部門は切り捨てねば乗っている船全体が沈んでしまう。瀬戸際にまで来ているのだから、そこで舵取りを変えられないとしたら、それは直ちに「死」を意味する。そうした中で見た場合には、今まで対応が遅れていた国々（日本を含む）で、新たな動きが出てくる可能性が高い。

十分ではないにせよ世界経済のあらゆるレベルで、「変化馴れ」が進行している。今年是世界経済全体のあまりの大きな変化に、多くの国が「呆然とした状態」だった。しかし、99年は個人でも企業でも変化を受け入れ、それをチャンスに変える努力が始まると考える。今までそれが出来ていなかった国である。具体的には、デフレ圧力に苦しみ、変化への耐性の低さに悩んだ日本やアジア諸国など「粘着度の高い国・社会」である。

こうした国が、変化への対応でどのくらい成功するかは必ずしも確信は出来ない。しかし、今まで強みを発揮していたアメリカなどアングロ・サクソン諸国などに徐々にキャッチアップしてくる可能性（現実的にも、潜在的にも）が高いと見たい。その成功と停滞の格差はあまりにも鮮明で、何が必要かは分かっているからだ。日本の経済成長力に関しては、99年の場合は日本中の景気予測機関が悲観的である。もっとも彼らは98年の経済見通しは平均+0.5%前後とこれまた軒並み間違った。実際はマイナス2を大きく上回りそうである。99年の場合は筆者は景気予測機関は「too pessimistic」であり、予測を間違える可能性が高いと思っている。

こうした中で、アメリカの相対的優位は変化しないが、新しい時代に唯一適合した国という現在のアメリカに対するパーセプションは変化してくる。「一人勝ち」状態ではなくな

ということである。このアメリカに対する「一人勝ち」イメージの後退も、ドル相場の先行きに悪影響を与える可能性が大きい。

《 have a nice week 》

良い天気でしたし、東京は月曜日の昼の今もそうです。秋頃までの不安定さが嘘のよう。晩秋から初冬の方が天気ははるかに落ち着いている。

天気、気象といえば、昨日もあった「海 しられざる世界」は面白いシリーズでした。ああいう番組を見ると、「NHK は凄い」と思う。しかし、どうもあの日曜日の「大河ドラマ」というのが気に入らない。この時代において相も変わらず「主従」とか「服従」とかが基本的な人間関係になっている。もっと自由な人間関係をテーマに出来ないものだろうか。非常に違和感が残る。しかも、同じテーマが何回も繰り返される。来年はまた「忠臣蔵」(でしたっけ。とにかく元禄時代の) だという。何回見ただろうか。もういい加減にやめてほしいものだ。NHK は本当に「自然関連番組」が優れていると思う。

もうすぐ年末ですね。速い。まあでも面白い時代に生きているという実感はする。来年はどんな年になるでしょうか。多分97年末に98年が予想できなかった程度に、いろいろなことが起きる年でしょう。あちこちからもらう来年のカレンダーや主要予定を眺めていると「へえ、そうなのか」と思える予定がいっぱいある。来年の今頃はマカオが中国に返還される。その前だと、きんさん、ぎんさんが8月1日に107歳になる。でも、来年の末は1900年代最後の年。感慨もまた格別なのではないでしょうか。どんな一年になるのか楽しみです。

多分これが今年最後の号です。皆様には良い年末・年始をお過ごしください。

《当「ニュース」は、住信基礎研究所主席研究員の伊藤(03-5410-7657 E-mail ycaster@gol.com) が作成したものです。許可なき複製、転送、引用はご遠慮下さい。また内容は表記日時に作成された当面の分析・見通しで一つの見方を示したものであり、売買を推奨するものではありません。最終的な判断は、御自身で下されますようお願い申し上げます》