

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1614号 2001年11月12日(月)

## 〈 beginning of worldwide deflation 〉

先週は、1970年代の初めから20年以上に渡って続いた「インフレの時代」が完全に終幕を迎えたこと、そしてかなりの可能性で世界経済が「デフレの時代」に突入したことを如実に示しました。

アメリカの10月卸売物価の大幅下落には特殊要因はありますが、同国の物価情勢が上げに対してよりは「下げ」に懸念を強めなければならないことを明確に示しました。今まで世界のどの中央銀行よりインフレの再燃を懸念していた欧州中央銀行(ECB)も、物価情勢の先行きに対する確信(インフレは発生しないと言う)の下に市場関係者を驚かす0.5%の利下げを行った。欧州の金利はまだ世界的に見て著しく高く、今後も低下が予想される。

FRBは「0.25%の利下げ説」を一蹴して、当ニュースが予想したとおり0.5%の利下げを行い、さらに今後も利下げを継続する意志を鮮明に示しましたが、これはFRBサイドに物価の先行きに対して自信があるからです。「自信」とは、今の段階では「インフレは起きない」というものですが、これが「デフレに対する懸念」に移行する可能性も強いと筆者は考える。

FRBの考え方、現状認識が正しかったことは、冒頭でも触れた通り6日のFOMCのあと9日に発表された「10月の卸売物価の大幅下落」で証明された。以下の文章は筆者が米10月卸売物価の発表を受けて土曜日の早朝に筆者のサイト(<http://www.ycaster.com/>)に書いた文章です。

=====

矛盾するのですが、一番驚いた.....しかし「やっばし」と思ったのはアメリカの10月の卸売物価の過去最大の下げです。記録が始まったのが1947年という。アメリカでも統計がきちんとしてきたのは第二次世界大戦後か...という気持ちになるのですが、それはさておき下げ幅は1.6%。

重要なのは、10月の卸売物価の大幅な下げで同月まで1年間のアメリカの同物価上昇率が0.4%のマイナスになったこと。つまりインフレが消えた。9月まで12ヶ月の物価上昇率は1.6%だった。10月の大幅な下げで、アメリカの物価状況は数字の上からも「デフレ」環境になったことになる。

10月の卸売物価に対するエコノミストの予測は、「下がるだろうが、その幅はせい

ぜい0.3%」というものだった。だから、「surprise」という訳である。何が下がったのか。一番はエネルギーで7.7%の低下。これは1989年以来の大幅な下げ。中でもガソリンは21.2%、燃料油は20.9%の大幅な下げだった。ガソリンは1986年3月以来、燃料油は1990年2月以来の下げ。

テロの直後には、つまり9月の中旬にはエネルギー価格は上がった。アメリカがイスラム教国で大規模な戦争を起せば、中東からの石油供給が揺れる事態が予想されるとしていったんは急騰したエネルギー価格だが、9月の後半から10月にかけて大幅に下がった。統計はそれを反映した。

しかし10月のアメリカにおける物価下落はエネルギー価格だけに先導されたものではない。自動車の卸売り価格は4.7%の下げになったが、これは29年ぶりの下げ、食料品は0.4%の下げで、中では野菜の下げが11.4%と大きい。

上昇となったのはコンピューターの0.2%が目立つくらい。今回の統計はいつも集まる資料の80%で作成したという。炭疽菌事件で郵便の集配が遅れているため。しかし、統計作成に当たった労働省ではその影響(80%の資料で統計を作成したことに関して)度合いに関して、「not significantly」と言っている。つまり、アメリカの総体的な物価状況を正確に反映している統計であると。

=====

### 《 two reasons for the deflation 》

10月の卸売物価統計を見たときの筆者の気持ちを正確に表現しているので、そのまま掲載しました。私が担当している日経金融連載コラム「マーケットの風」の11月08日掲載分は、タイトルが「深まる先進国のデフレ」でした。私としては10月の米統計を見て、この見方が間違っていなかったという自信を深めた。

エッセイですから丸めて書いている面もありますが、世界の物価状況に対する私の基本的考え方が現れている。もう一週間以上前のものですから、掲載しても日経さんからは怒られないでしょう。

=====

1997年に日本経済新聞社から出版した拙著「スピードの経済」の主張の一つは、「(先進国における)インフレの時代は終わった」というものだった。筆者として今改めて、日本を含めた西側先進国全体における「デスインフレ」、もっと言えば「デフレ圧力」の強さに思いを馳せている。

そこには、理由が二つある。一つは9月に中国の内陸都市・重慶から入って長江を下り、さらに沿岸部の上海までを訪れ、いまだに埋めがたいほど大きな日本と中国との賃金格差を目の当たりにしたこと。重慶では、農閑期に竹竿を担いで2元(約30円)で荷物を運ぶ出稼ぎの人々が30万人いるとガイドに聞いた。大卒の初任給もまだ日本の十分の一。上海など沿岸部を中心に富裕層も生まれているが、国全体の全体

的な賃金水準は冷戦が終わって既に10年が経つのに日本との格差は依然大きい。

そしてもう一つはデジタル革命の価格引き下げ圧力の凄まじさ。例えば、指標DRAM価格は最近1ドルを割れた。たった一年で10分の一の価格になった。採算ベースは一個400円と言われているから、作るほど赤字が出るということ。今の価格は需要予測読み間違い後のIT不況下における極端なものだが、「産業のコメ」の安値は今後も続きそうな気配だ。「石」やモジュール化した部品はますます安くなる。

「スピードの経済」で「インフレは終わった」と予想した理由は、冷戦の終了による東側経済、開発途上経済の先進国経済との競合状態の発生（特に労働力供給での）それにデジタル革命だったが、5年近くたった今まさにその二つが、先進国の物価下落状況を加速している印象が強い。こうした状況は暫く続くだろう。冷戦後の世界経済の融合はまだ過程だし、デジタル革命もこれから加速してくる。唯一の好況国だったアメリカもリセッションに沈んだ。

今の世界は、規模は小さいが戦争状態である。戦争は普通物価を押し上げる圧力になる。需要を生み出すからだ。しかし、今回はもともと世界経済ではマイナーな存在でしかたアフガニスタンでしか大規模な破壊は生じていない。その一方で、同時多発テロや炭疽菌騒動など先進国の需要（消費など）を抑制する力が働いている。ブッシュの言う「21世紀型戦争」はインフレを誘発しそうにない。

デフインフレの中でも長期金利が上昇する可能性はある。それは長期の金利が債券の需給で決まっているからである。大幅な財政黒字を出していたアメリカがテロ後の減税措置、支出増大措置によって赤字になる可能性が強まるなど、今後世界的に長期債券需給は悪化しそうだから、その面から金利上昇圧力は高まる可能性がある。しかし、10月最終週に米財務省が30年債の発行を打ち切ると発表した途端に、米長期金利はブラックマンデー以降最大の下げを記録した。デフレ懸念が強いが故の急速な金利低下だった。

=====

むろん、10月の米卸売物価大幅下落の背景に関しては「テロ」とそれに加速された「景況悪化」の影響が色濃く出ている。しかし、テロや景況悪化はアメリカを含めて世界経済全体を覆っているデフレ傾向の鮮明化を助けたに過ぎないと考えます。物価下落では世界において日本が先行している。しかし、それは今後と言うことで言うと、日本だけが直面する問題ではない。

人類の歴史を見ると激しいインフレの時代というのはむしろ例外です。ほとんどの期間において物価は横ばいだったり、時には下がったりしている。70年代からのインフレは、エネルギーの石油依存度が高まった段階での石油禁輸（70年代に二回あった）の事態が発生、また戦争で大きな痛手を被った日本や欧州、それにアジアなどが大きく成長期を迎えたことを背景としたものです。そして世代的に見て、戦後生まれの我々は「インフレの時代」を当然視し、社会も「物価の上昇」を前提に社会システムを作り上

げている。

しかし日本が直面したように、基本的な経済環境の変化（ここではインフレ デフレ）は、変化以前の基本的環境を前提としていた全システムの激しい軋み、行き詰まりを誘発する。今の日本がその典型である。

インフレの時代には、物価は上昇し、企業にとっては販売価格を上げられるし、持っている資産の価格は上がるから企業収益は膨らみ易い。何でも早めに買うのが賢明である。待てば値段が上がってしまう。年金も増える。賃金も増える。それが当然視される。債務者が有利な世界である。なぜなら、自分が借金して買った物の価値は上がり、借りたお金の返済負担は実質的に下がるからだ。

しかし、デフレの時代には、企業収益は努力しない企業には厳しい。土地、家を買うにしてもじっくり選べる。借金はしばしばその人、企業に重くのしかかる。なぜなら、借りたお金の返済義務は、借りた段階で確定するからだ。物価が下落しても、賃金が増えなくても、借金の返済はあとあとの分について確定してしまっている。返済の実質的負担は増す。賃金は増加するどころか、場合によっては減少する可能性があるし、その事情は年金でも同じである。

人類の歴史には智慧が詰まっているようだが、一人一人の人間をとるとせいぜい80年しか生きないから、二世代（20年）もある状況の時代が続くと、その時の環境に合わせたシステムや常識が出来上がってしまう。そして、そうした状況が永遠であるかのような錯覚にとらわれる。システムとは年金制度であり、企業の給与体系である。常識とは、家は早めに買った方が良く、賃金で言えば年功序列である。

しかし、戦後の日本の常識はあくまで「戦後の」常識であり、それは世界にとっても同じである。ということは環境が変わったら、システムの改造が不可欠だということで、経済の活力を維持すらしは機敏な「システム変更」が不可欠だが、日本はこの点で失敗した。

確認する意味で書くのですが、これだけの戦後経済の成長を達成した日本のシステムが最初から間違っていたわけではない。時代の要請にマッチしたシステムを作り上げた、またはその文化基盤を持っていたからこそ、日本は大発展した。ドイツにもそういう要因があるし、それは両国にあるある種のプロテスタンティズムのなせる技だったのかもしれない。環境的には世界の中で大発展しても良いはずの国でも、ちっとも成長できず低成長に甘んじた国がある。それは文化の問題であり、システムの問題だった。

しかし環境が変わったらすべての生き物が進化しなければならないように、システムを変えなければならない。もし成長を持続しようとしたらである。日本はまだこれに成功していない。とにかくシステムの変更速度が遅い。変わってはいるが、環境の変化の方が速い。差は開いているように思える。

言えるのは、システムの変更速度、システムそのものの柔軟性では国ごとの特徴があるから、基本的環境の変化に同じように直面しても、世界中の国が日本のような持続的

苦境に直面するとは限らないということである。

テロ後の「戦力の一挙投入」ぶりを見ると、アメリカは日本よりも素早く環境変化に  
適応できる可能性が高い。欧州は全体的に見れば日本ほど戦後経済における顕著な成功  
がなかった分だけ成長と物価上昇を前提としたシステムを持っておらず、これもまた日  
本が直面した苦境よりは軽く済む可能性がある。

しかしいずれにせよ、世界は「インフレ」ベースからのシステム変更を余儀なくされ  
る。

### 《 less room for the FED to lower interest rates 》

世界的に見た金利水準も、「デフレ環境」を如実に示すものになってきた。アメリカの  
中央銀行の金利設定機関である FOMC は先週火曜日に会合を開き 0.5% の利下げを決  
定したが、その際筆者の目に付いたのは「利下げ理由」ではなくて、今年に入って 10  
回目の下げの結果到達した金利の水準です。フェデラルファンド金利は 2.0%、公定  
歩合は実に 1.5% になった。公定歩合を考えると、今後の利下げ幅が 0.5 ポイント  
なら、あと三回でゼロになってしまう。

年初のアメリカのフェド金利は 6.5%、公定歩合は 6.0% だったから、それぞれ  
4.5% の下げ。名目も低くなったが、アメリカの物価上昇率を消費者物価（3% 前後）  
で見ると、2.5% というのは明らかにマイナス金利。金利水準は日本より高いのです  
が、日本の場合は物価上昇率がマイナスですから金利は実質的には高い。しかしアメ  
リカは完全にマイナス金利になった。

金利がマイナスになったということは、お金は銀行から出て本来なら株式市場など  
に出ていく。株高によってセンチメントと消費の水準を保ち、また金利引き下げで投資を  
活発化して経済を活性化させようという狙いですが、こういう状況下でワークするかど  
うか。

まあそれにしても、「戦力の一挙投入」と表現するに相応しい措置です。しかも声明文  
を読むと、今後の利下げも示唆している。

The Federal Open Market Committee decided today to lower its target  
for the federal funds rate by 50 basis points to 2 percent. In a related  
action, the Board of Governors approved a 50 basis point reduction in  
the discount rate to 1-1/2 percent.

Heightened uncertainty and concerns about a deterioration in business  
conditions both here and abroad are damping economic activity. For  
the foreseeable future, then, the Committee continues to believe that,  
against the background of its long-run goals of price stability and  
sustainable economic growth and of the information currently

available, the risks are weighted mainly toward conditions that may generate economic weakness.

Although the necessary reallocation of resources to enhance security may restrain advances in productivity for a time, the long-term prospects for productivity growth and the economy remain favorable and should become evident once the unusual forces restraining demand abate.

In taking the discount rate action, the Federal Reserve Board approved the request submitted by the Board of Directors of the Federal Reserve Bank of Richmond. (下線は筆者)

先週利下げした他の主要国中央銀行はイングランド銀行や欧州中央銀行など。いずれも0.5%という大幅なものだった。ECBの利下げ声明は

8 November 2001

At today's meeting the Governing Council of the ECB took the following monetary policy decisions:

1. The minimum bid rate on the main refinancing operations of the Eurosystem will be reduced by 0.50 percentage point to 3.25%, starting from the operation to be settled on 14 November 2001.

2. The interest rate on the marginal lending facility will be reduced by 0.50 percentage point to 4.25%, with effect from 9 November 2001.

3. The interest rate on the deposit facility will be reduced by 0.50 percentage point to 2.25%, with effect from 9 November 2001.

という味も素っ気もないものですが、8日午後の記者会見でドイセンベルク総裁は以下のように述べている。

「Our assessment of the economic developments, especially after the events of Sept. 11, has led us to believe that confidence has been harder hit than we thought only a few weeks ago, and it also means that it will take longer than assessed earlier for the economy to recover.」

「Our move today also has to be interpreted as an effort to help restore confidence among the public.」

一連の記事を見て興味深いと思ったのは、「先進主要国の中央銀行は、今や世界経済にとって心理学者の役割を果たそうとしている」という指摘。世界経済を心理的に押し

上げようと金利を矢継ぎ早に引き下げている。金利の引き下げは、本来なら血液を注入したり、点滴を打ったりの実質的な体力補給、健康保持に役立っているはずですが、それよりも一連の利下げは「患者の心持ち」を強く保ちたいという意志が強く現れる措置だからでしょう。言ってみれば、消費者心理です。

しかし、今現在で見ると心理学者の懸命の努力にもかかわらず、患者の部位で力強さを保っているのは株式市場だけのように見える。

今週の主な予定は以下の通りです。

11月12日(月)	4 - 6月GDP改定値 プーチン大統領訪米 米9月シカゴ連銀指数
11月13日(火)	9月鉱工業生産改定値 米露首脳会談
11月14日(水)	米10月小売売上高 OPEC臨時総会
11月15日(木)	9月単身者世帯消費動向指数 日銀金融政策決定会合 米9月企業在庫 米11月フィラデルフィア連銀指数 米マイクロソフト「Xボックス」発売
11月16日(金)	9月景気動向指数改定値 米10月消費者物価・実質賃金 米10月鉱工業生産・設備稼働率 イスラム断食月「ラマダン」開始(12月15日まで)

デフレの時代で金利は低下するの自然ですが、債券利回りとしての金利は下がるとは限らない。なぜなら、債務証書としての債券は債務者の返済能力の反映であるわけで、返済能力が確実な間は他の金利の足並みを揃えて下がりますが、デフレでむしろ返済能力が低下すれば、全体的低金利状態にもかかわらず利回りは急騰する。

### 《 have a nice week 》

寒くなりました。日曜日も、そして今日もかなり寒い。コートが必要な時期ですね。先週でも女性は早めにストールを首に巻いている方がちらほら。今週は増えそうですね。人は首から熱射病になると言いますから、温度に一番敏感なもの首なのでしょう。

ですから、首を暖めるというのは一番敏感なところを保温するわけで、有効ではない

でしょうか。コートを着るよりマフラーをした方が体は温まるという話を聞いたことがあります。

どうも、一部で風が流行っているらしい。皆様もお気を付け下さい。思い出しました。インフルエンザの症状と炭疽病の初期症状は見分けがつかないくらい似ているらしい。であるが故に、不安な気持ちにならないためにも、「インフルエンザ」には今年の冬はかからないのが賢明でしょう。

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（ 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》