

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1400号 1997年12月05日(金)

《 very close to the end of 1997 》

年末ですね。もう残りは3週間強しかない。一年、あっという間でした。自分の手帳を見ても会社のシステムに入っている schedule の中味を見ても、もうあまり残っていない。それだけ忙しかったということでしょうか。皆様にはどのような一年だったでしょうか。

今日は、「来年一年」と「1999年から2003年まで」の為替相場予想を掲載します。明日知れぬ為替相場ですが、現時点で予測しうる範囲では予想を立てなければならぬでしょう。あちこちの顧客の皆さんからの、「予想が欲しい」という要望に応える意味もあります。円安予想になりましたが、その理由は他の予想と少し違っているかも知れない。と言っても雑誌などの予想はまだ出ていないようですが。

《 1998年の為替相場予想 》

住友信託銀行総合資金部 審議役
伊藤 洋一

《 age of strong dollar 》

「冷戦の終結による市場経済の拡大・深化 = 」と「デジタル技術を背景とする新産業革命 = 」が進行して基幹的経済関連技術の変化スピードが高まる中、戦後経済体制の清算と新たな体制作りが日本にとっての焦眉の急となってきている。 、 ともムーブメントの結果としては業種や産業、国の「壁」を崩すという点でベクトルは同じであり、この大きな動きの中で生じているのは経済構造の大きな、しかも速い変化である。

市場規模拡大と基幹的な経済関連技術の変化によって産業構造が大きく、かつ素早く変化する中で何よりも必要なのは、「柔軟性」(flexibility)である。政府、企業や団体などあらゆる組織は変化を柔軟に受容し、自らの組織を変革して、新しい事態に機敏に対応しなければならない。アメリカが90年代に入って突然のように世界経済における地位を向上させているのは、世界のどの国よりも「変化に対応する柔軟性」を歴史的背景、民族的特質、文化の中で持っていたからである。日独優位からアメリカ優位への世界経済の版図変更は、わずか数年のあっという間の出来事だった。80年代までの国際経済会議(G-7、サミットなど)では、いつでも双子の赤字を抱えたアメリカが問題児だった。しかし、今

は誰が見ても問題児は日本（を含むアジア）であり、ドイツである。（詳しくは、**日本経済新聞社刊の拙著「スピードの経済」**参照）

それは、日本や欧州、それにアジア各国が古い歴史とそれぞれ固有の文化を持つ中で、この「変化の時代」に対する「柔軟性」の獲得に遅れるところがあったからである。善し悪しの問題は別にして、文化や基本的な考え方のプロセス、それに組織の特性（雇用システムなど）故に、日欧の企業が変化に対応するスピードは今でも遅い。この事情は政府組織もそうである。組織は人事制度の上に成り立っているから、企業の中で、また企業間で人をうまく動かせる環境にならなければ、組織の柔軟性獲得はうまくいかない。80年代までは企業内の人の回転は日本がうまく、これが日本の特に製造業の競争力維持に役だったが、業種を越えたもっと大きな産業構造の転換では、日本は調整をする人もおらず（政治の不在）、また硬直的な行政・司法システムの中で遅れるところがあった。

アングロ・サクソン諸国が市場と技術の変化に柔軟に対応し、一方で日本、欧州、アジア諸国がもたついていることの通貨情勢への反映は、ドルの全面高である。これは、経済の活力の反映とも言える。アメリカ経済のファンダメンタルズが改善して活力を増し、同国経済の成長力が高まる一方、日欧諸国経済の活力が失われるに従って、ドルは強くなった。アメリカでは金利が相対的に高くなり、かつ企業の収益は高いから、まず投資資金が流入した。かつ、株が活況になり、株式の値上がりを狙った資金の流入もあった。しかし、経済の活力があるわりには世界的なデysinフレ傾向からインフレ率は高まらなかったから、債券投資も増加した。何よりも、投資チャンスの高さ故にアメリカに資金が集まったのである。経済の活力そのものが資金をアメリカに誘導し、それが基調的なドル高をもたらしている。過去5年間ほどを見ると、ドルに対して上昇した主要通貨は同じアングロ・サクソンの国であるイギリスのポンドくらいである。ドル高の背景には、明らかにアメリカ経済の強さがある。

〈 dollar may be mightier 〉

97年まで数年間続いているドル高がこうしたアメリカ経済の強さを反映しているのは間違いのないとして、問題は

「先取り」が原則の相場が、アメリカ経済の優位をどのくらい織り込んでいるか。まだ織り込んでいないか

アメリカ経済の優位は、今後どのくらい続くか

日本やドイツやその他の国は新しい国際経済の環境に今後どのようなペースで適応し、かつての競争力を取り戻すことが出来るか

などであろう。

まず、アメリカの日独に対する優位はどれくらい続くであろうか。筆者は、拙著「スピードの経済」でアメリカを中心とするアングロ・サクソン諸国の現在の経済優位を次のよ

うに分析した

- a) 労働市場の柔軟性
- b) トップダウンの意志決定
- c) 移民国家文化
- d) 発達した金融市場
- e) 標準化した英語
- f) 個性重視

これに改めて付け加えるなら、企業を初めとして政府組織も極めて柔軟な組成、思考をしていることが挙げられよう。柔軟であるが故に、新しい技術やアイデアを機敏に取り入れ、これで経済の活力を増した。それが資金と人材と技術の流入を呼び、それがさらに経済の活況度を高めるという好循環。アメリカ経済に「死角」があるとしたら「労働者の反発」だと言われていた（世界各国の競争力をランキングしている IMD などの指摘でもそうである）。繁栄のおこぼれに預かってないと見られたからである。しかし経済が拡大し、職のチャンスが増え、保有株式の価値が増大し、自らの起業のチャンスも増大する中で、目立って労働者の反乱が起きている兆しはない。しばらくはアメリカ経済の好調は持続しそうである。

これに対して日本やドイツを中心とするヨーロッパはどうだろうか。経済の活力が増せば、各国の通貨の対ドルでの反発の要因になりうる。日本もドイツも経済危機（この言葉は強いとしても）は既に90年代の初めから叫ばれ、少なく見ても5年は続いている。しかし、この間に日本やヨーロッパが環境変化に機敏に対応したとは言えない。それは過去2年間の相場の大きな動きに出ている。続いたのは、基調的な「マルク安」「円安」である。

アメリカ経済がここしばらくは順調な成長（インフレなき巡航速度かそれ以上での成長）を続けるとして、問題は日本やドイツ（広い意味で欧州）がどの程度の成長と活力を取り戻すことが出来るかだ。日本の場合は、金融危機が表面化するなどして、「改革を急ごう」という動きは出てきている。しかし、本当にそれが市場の要望するほどスムーズに進むであろうか。

この問題に対する回答は、「そううまくはいかない。まだ時間がかかる」というのが当たっているだろう。当初は、日本より欧州の方がもたついている感じがした。従って、ドイツ・マルクは円に対して下落した。しかし、今はアジアの危機に見舞われ、国内守旧派の抵抗にあい、国を指導する有力な政治家がいない日本の方が（ヨーロッパの方がまだいる。通貨統合が実現しそうなのは、政治の力である）、改革に困難な状況が続いているように見える。

「改革に困難な状況が続いている」ということは、経済の活力が回復されずに国内金利が低水準で推移し、株価も上がらず、当面の成長率も低いということである。これらは、

通貨安要因だ。日本に比して、景気実体とは離れてドイツは統合ファクターから利上げモードにある。ドイツ経済はまだ利上げに耐えられる環境ではないが、少なくとも現実としての動きはそういう方向になっている。欧州全体で見ると、「通貨統合」はある意味でこの地域にとっての負担になってはいるものの、新しい時代への活力や投資の源泉になっている面もある。また欧州には、フィンランド、ノルウェー、オランダなどいち早く経済の新しい環境に慣れ、IMDの調査でも年々ランキングを上げている国もある。

日本には、強い製造業の存在と経常収支の黒字という円高ファクターがある。ここでは詳論はできないが、調べれば調べるほど日本の製造業の持つ強さは、日本や日本人が持つ文化的な特徴、組織の持つ役割、細部重視の考え方、そして労働に対する真摯な姿勢、職人崇拜など複雑な要因の集積だと思われる。従って、この強さ（製造業とその輸出力）は一般に考えられている以上に続くと考えられる。日本のライバルになると見られていた国々は、いずれも比肩することなく消えている。

しかし、日本の製造業そのものがグローバル化の中にあることを考慮しなくてはならない。つまり、日本の製造業の強さがすべて日本に帰するわけではない。日本の製造業の工場は海外にも出ている。また、日本の経常収支の黒字は、国内需要が弱いという国内経済の弱さの反映であることも考慮しなければならない。従って、黒字で円高になってもそれは本当の意味での日本の強さの証拠・反映ではなく、経済の脆弱性の反映とも言える。内需が弱いからである。内需の弱さは、結局は国内経済の弱さの反映である。従って、対外収支の黒字増大という円高ファクターで時々大幅な円高になったとしても、それは持続的な円高だとは考えない方がよい。あくまでも、日本経済の新しい世界経済への対応が済まなければ、持続的な本当の意味の円高局面は来ないと考えられる。しかし、その日本経済の「新しい世界経済の環境」への対応は、長い道のりを要しよう。

こうした中では、「当局」の持つ力は限定的になろう。既に日本ではシステムそのものが危機に直面する中で、市場に対する行政の力は低下している。この政治や行政の市場に対する影響力の低下は、必然、かつ歓迎されるべきものである。既に日本政府は、国内経済情勢に鑑み、円安を事実上容認せざるをえない立場に追い込まれている。一時的に円高誘導しても、それは円高を持続的にもたらすものではなく、円安のスピードを遅くするものになろう。アメリカも、自国経済の好調が続く中では、時間をかけた円安には大きな反発姿勢を示さないだろう。

円安は、1995年の秋から続いている。約2年である。しかし、イギリスのポンドにしろ、アメリカのドルにしろ国力が落ち始めた時の当該国通貨の下げは、DECADE（10年）単位で続いている。リバーズするのは容易なことではない。日本には、少子化、高齢化という超長期的な問題もある。日本が本当の意味で、経済の活力を取り戻せる体制構築に成功しなければ、円高は単発的に発生するだけとなり、経済が強い諸国通貨に対する今後の円為替相場の基調は円安になる可能性が大きいと思われる。現在の円安は、日本が現行のGRADUALISM路線を歩んだ場合の長い通貨環境の入り口の可能性が高い。来年の

ドル・円相場は140円を上回るケースも出てこよう。

朝鮮半島情勢、アジアの金融危機、中東の情勢緊迫、ビッグバンなど多くの不確定要素があり、経済の変化も激しいことから、動きも大きくなるだろう。ビッグバンは一般に考えられているほど円安要因にはならない（国内の資金は依然として極めて risk averse である）が、日本の金融界に活力が戻らない限りはビッグバンそのものは円安要因であることは間違いない。

円金利が上昇を始めた当初の円高は強烈なものがあろう。しかし、日本経済の強さが戻らないのであれば、その円高は持続性を持つものとはならない。1998年の円相場の基調は「円安」だと思慮される。

相場レンジは次のように考える。

	年間予想レンジ	98年末予想
ドル・円	115.00円～142.00円	138円
ドル・マルク	1.6000～1.9000マルク	1.8000マルク
マルク・円	68.00～79.00	76.70円

『 1999～2003年の為替相場見通し 』

住友信託銀行総合資金部 審議役

伊藤 洋一

98年の為替相場予想に関しては別途作成したが、それ以降数年の少し長めの為替相場予想を立ててみたい。

〈 delayed comer to the changing word 〉

日本が世界経済の中で置かれている現在の状況は、98年予想で述べた通り「変化への遅延組」といって過言でないものである。むろん国内産業の中でも製造業のように昔から保護されておらず、従って常に市場の変化に身を晒すことによって競争力を維持してきた業種もある。しかしその製造業も、「日本」というシステムの中に本拠を構え、その法律、税制、日本人的美意識、慣行、価値観、人口動態の中で創業・営業していることに変わりはない。今の形での日本の製造業は、「日本」というシステムの制約条件を受けているのである。

「日本」というシステムが今直面している難問は、戦後経済の覇者だった記憶を色濃く残しながら、冷戦の終結と新しい基幹的経済技術を背景とする世界経済の大きな変化の中

で、今までになかったタイプの「対応」と「海図無き航海」を迫られている点である。「対応」とは、

変化の時代に敏速に対応するための戦後縦割り社会の変革と、責任体制の明確化
税制、法律などを含め、広い意味での産業基盤整備を目的とするグローバル・スタンダードに沿った環境（体制）作り

変化に対応できる人材の育成と、それに必要な競争環境の醸成
情報の公開による投資家、市場の目に耐える企業、官庁など組織の組み直し（ムラ社会の改革）

である。しかも重要なのは、これらに「対応」してもその後が明確に見えるわけではない「海図無き航海の時代」だと言えることである。「対応」を文章にするのは易しいが、行うは難しい。日本の文化（少なくとも戦後文化）の根幹にかかわる面もあり、日本では比較的競争力があるとされる製造業の分野でもこうしたグローバル・スタンダードに沿いきれない面（総会屋スキャンダル）が強く残っている。ましてやこれまで競争に馴染んでこなかった産業や官庁が、グローバル・スタンダードを念頭に組織の組み直しやルールの見直しを行うには、よほど政治的指導力か火事場の馬鹿力が必要である。今回の行政改革にしても、前進した側面もあるが、足踏みとしか言えないところ多い。

～ までの改革項目の未達成、または達成遅延は、世界における日本経済の相対的競争力を著しく弱体化させる。現在でも産業界に重荷になっている高コスト体質は残り、企業の行動や規制で制約されて競争力は減退し、人材も資本や技術も日本では育たない状況が生まれる可能性がある。その結果は日本経済の活力の低下であって、企業、資本、技術の海外流出が生じ、経済成長率は低下し、所得水準は伸びないか、低下する。

今のグローバル化した世界経済では、規制や税制などをグローバル・スタンダードにまず合わせてコストや規制を世界水準に鞆寄せした上で、それぞれの企業や国の特徴となる製品、サービスを提供しなければ成功は望めない。消費者の購買力には限界があるから、どのような独自製品でもコスト面で代替製品との価格差が開きすぎることは許されないからである。日本の製造業がこれまで国内の高コスト体質の中でも生産し、輸出して外貨を稼げたのは、全体的な高コスト体質の国内にあっても、個々の企業のレベルでコストの引き下げ努力をし、海外への工場展開を進め、独自性の高い製品を作り続けてきたからである。

しかし、その製造業でさえ95年からの円安基調がなかったら今ほどの隆盛は必ずしも確保できなかっただろう。95年までは円高の中でも日本の製造業はしっかりした経営体質を維持し、輸出産業として確固たる立場を築いてきたが、今の世界では旧共産圏諸国、新興途上国などから新たな競争者（そのコストは著しく安い）が出現している。産業関連技術の変化によって、古い技術の陳腐化の速度が速く、産業地図が大きく変化して

いる—などの特徴が現れている。日本は今でもいくつかの産業で強い競争力を持つが、既に多くの労働集約的な産業は競争力を失っている。変化を拒否することは、今の世界経済ではそのまま競争力の低下、経済成長率の低下、国の財政の悪化、失業率の増加、社会情勢の不穏化などを招来するのである。自動車など大きな産業で競争力を維持しているために目立たないが、日本が依然として競争力を持つ産業の数は、年々減少してきている。

〈 new environment 〉

そこで問題は、2001年ビッグ・バンも接近する中で、今の日本が世界経済の大きな流れを経済の中に取り込み、自らの努力によって、またそうでなくても市場の圧力によって新たな環境への体制作りが出来るかどうかである。今の為替相場は、その国が今対外収支赤字であるか黒字であるかではなく、世界経済が直面している新しい環境にうまく順応し、経済に活力があり、環境変化の中でも国内金融情勢が安定し、企業に競争力があるかどうかで決まっている面が強い。経常収支黒字の日本の円安と、経常赤字のアメリカのドル高はそれを如実に物語っている。その国の活力の有無は、資本の流れを決めるからである。活力のない国からは、資本は流出せざるを得ない。為替相場の新しいキーポイントは、「その国の経済の活力」である。活力があれば、システムも安泰だ。産業構造の変化による職の流動化にも対処できる。

日本経済も変わり始めているように見える。農業とともに守られてきた産業の代表である金融も、「選別の時代」に入った。考えれば long overdue の事が起きているに過ぎない。高度成長下で企業の資金需要が強かった時代と、今の金融は変化せざるをえない。証券も銀行も、新しい時代への対応を迫られている。日本の金融の世界では、規制緩和と市場の圧力がビッグバンを控えた業界を動かし始めた。

しかし、日本で競争力を獲得しなくてはならないのは、金融にとどまらない。農業もそうだし、一番問題なのは行政組織である。アメリカが国として競争力を取り戻したのは、80年代に徹底した行政改革をしたからである。日本には、戦後「追いつき追い越せ」の時代に必要とされた縦割りの省庁・監督官庁がいっぱいあるが、それらは産業構造の変化とともにいらなくなったものが多い。今や次代の成長産業を決めるのは、特権的に海外を視察できた戦後の官僚のような存在ではなく、「マーケット」そのものである。官庁は、「マーケット」の先導役になる必要はないし、それはできない。彼らは時に暴力を振るう「マーケット」の SAFETY NET の提供者となる必要がある。

そうしたニーズの変化にもかかわらず、今の日本の行政組織は不必要な規制を残し、不必要な資源配分（税金や人材）をし、経済の柔軟性と活力を奪っている面がある。戦後の日本の官僚組織が柔軟性と競争力（各国間の制度間競争）を失った結果は、経済の活力を取り戻しに大きな足かせとなっているといえる。80年代に日本は官庁組織の大改革をしておくべきだった。いま、ようやくそれが始まろうとしているに過ぎない。しかしそれにも、

今の日本は時間を浪費しているのが現状である。

ただし、東京都の今年度の税収が見通しより1000億円下回りそうだとの見通しが明らかになるなど、国ばかりでなく地方でも財政は緊縮にせざるを得ない環境になっており、世論という市場圧力によって行政組織の改革・簡素化はこれから進む可能性がある。

〈 less children and more aged people 〉

超長期的には、日本には「人口減少」という危機がある。人類の歴史においてもっとも確実な経済成長の要因の一つは人口の増加であった。日本も労働人口と消費者の増加の中で、戦後において力強い成長をした。この人口が減少するということはマクロ経済的に極めて大きな問題である。「生産性の伸び」×「労働人口」が成長率を規定するから、労働力が減少すればよほど生産性を高めなければ成長率は下がることになる。

2000年前後においては日本の人口はまだ増加しているが、平均年齢が上昇していることは間違いない。若者が多い経済は、それだけで活力がある。結婚があり、出産があり、家族と家を形成し、子供を養育する。老人中心の国家は、一般に考えられているほどではないにせよ、若者中心の社会に比べれば活力に欠けるところがある。平均年齢が上昇するということは、経済の活力がそれだけ失われるということである。先ほども述べたように現在は「経済の活力」がそのまま為替相場に反映するから、これは円安要因である。

その円安要因を相殺するためには、大きな人口動態を変えられない中で、規制の緩和や新産業の育成などで経済に活力を付与するか、活力が湧いてくるようにしなければならない。しかし、今の日本にこれが直ちに出来ると考えるのは楽観的に過ぎるだろう。なによりも懸念されるのは、日本の指導者、特に政治家の間に「今、世界経済に何が起きているのか」の基本的な認識がないことである。「何が起きているのか」に関して認識がなければ、対応も浮かばないだろう。少なくとも政治家の演説や講演を聞いている範囲では、ヨーロッパの指導者の方が世界経済の構造的変化の背景を的確に把握している。

政治家が認識しなくても、市場（マーケット）がそれを強いるということはある。今の日本は、政治家の指導力と言うより「市場の圧力」で動いている。決して先導はしていない。ということは、対応が後手後手に回ると言うことである。ということは、「経済の活力」という点で、他の諸国の改革や活力回復のペースには遅れると言うことである。ということは、円が安くなりがちであるということである。政治家や様々な団体からの反対・抵抗があっても、日本でも改革の波は起き、変化は生ずるだろう。しかし、先頭を走ることはない。今は、先頭を走る国の通貨でなければ強くない。

1971年のニクソン・ショック以来の円高基調の背景は、日本経済の活力と恒常的な経常収支の黒字だった。その活力を今のままだと日本経済は失う。加えて少し先の話になるが、今のまま行けば、つまり国内の高コスト体質を変えなければ、経常収支の黒字も減少から、さらには消滅・赤字化する可能性が高い。日本に本拠を置く企業が競争力をなく

し、その上でシステム全体の高コスト体質が残るとしたら、対外収支は赤字化する。実際には、その前に手が打たれると考えられるが、しかし今までの日本の動きはいかにも遅い。

こうした諸点を勘案すれば、円相場の先行きは変化に機敏で活力のある諸国通貨（例えばアメリカやイギリス）などに対して弱いと考えるのが自然である。円が再び基調的円高になるとしたら、それは日本の改革が先取りのに進み、日本経済が活力を取り戻した時だが、日本経済が理想的な形でそうなる可能性は薄い。

よって、日本円は対ドルで2000年から2003年にかけて、180円に接近する事態もありうると考える。ただし付け加えるなら、自国通貨をある特定の通貨に対して一時の半値にした国はいくらでもあり（今好調のアングロ・サクソン諸国もそうです）、それが一国の経済の終わりのように考える見方は間違っている。ラッキーなのは、今の世界的なデフレ現象の中では例えば180円なっても日本国内に深刻なインフレは発生しないだろうということである。

（了）