

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1472号 1998年12月14日(月)

〈 retrospect and prospect 〉

年末ですから、「今年の振り返り」と「来年の見通し」を今後二号の大きな命題としましょう。「振り返りと見通し」で私が強調したいポイントは以下の通りです。

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、中抜きの流れ革命」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、システムを持つ国家、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る。
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。

短いこの手のニュース・レターで「振り返りと予想」をすべて詳細に論じるつもりはないのですが、この号で「retrospect」を、次の号（多分金曜日）で「prospect」を簡単に展開してみたいと思います。

〈 no more inflation 〉

98 年の世界経済で発生した多くの事は、筆者が 97 年に出版した「スピードの経済」（日本経済新聞社）の中で予想し、論じたものである。「スピードの経済」では、経済を巡る動きの「加速」と「インフレの死」を主要なテーマとした。「インフレの死」と「変化の加速」は、98 年に極めて鮮明になった。それ以前の数年と比べて 98 年の特徴は、

1. 97 年のタイの経済危機などを契機に広まった通貨の切り下げが他の諸国に連鎖的に波及したこと
2. デジタル技術の生産現場への浸透や、デジタル・ネットワークの中心に座るインターネットが普及への threshold point（臨界水準）を越えた（アメリカなどネット先進国で）

ことで世界的な「物価押し下げ圧力」が強まったことだ。世界の物価情勢は「デフレ」へと進んだ。

言うまでもなく、戦後の経済システムは日本ばかりでなく世界的に「インフレ」を大前提としていた。物価も土地もそして給与も上がり続けるという前提で出来ていたのである。それはあまりにも当たり前であるが故に、あえて問われることもなかった。社会保障の給付金の段階的引き上げ方式、日本の金融の担保主義、住宅ローンのステップアップ返済など、インフレを前提としたシステムを挙げるのは容易である。最低賃金制度など、戦後の先進国のシステムは物価や賃金に対して下方硬直的である。

しかし、90 年代が進むとともに徐々に、そして 98 年になって極めて鮮明になったのは、物価が上がるのではなく下がる蓋然性の方が遙かに高くなった経済の出現である。原油価格は 12 年ぶりの低水準にあるし、他のほとんどの商品相場も multi-year low にある。そして世界的な商品相場低迷の背景には、生産や流通の各段階における急速な技術革新がある。経済を変えているのは、イデオロギーでも法律でもなく、急速に進歩するテクノロジー（その中でも特にデジタル技術）なのである。

経済活動の中でますますその役割を高めているコンピューターとそのネットワークは、ムーアの法則よろしく月単位で性能を向上させ、一方で価格（特にハードの）は目に見え

る形で低下している。そしてそのコンピューターのネットワークは職場の作業効率を上げ、流通経路をよりショートでより安価なものにしている。物価は、超人気の一部商品で局地戦的に上昇するだけで、全般的に下げ基調となった。

「物価下落」は、それ自体が世界経済全体にとって、大きな試練である。システムの多くが前提としていた「物価上昇」がないばかりか、「物価が下落」を開始したからである。システムの「きしみ」が生じて当然だ。インフレ前提のシステムが強固に根付き、粘着型の社会システムを持っていた国がより深く制度の傷みに直面した。融通無碍なシステム、経済を構成する各要素（企業と企業の結びつきや労働力）が比較的容易に動く国の経済体の方が有利であり、この間の事情は経済の変化のスピードの上昇で一段と鮮明になっている。良い悪いの問題は別にして、変化に乗れる国、企業や個人と、変化を忌避しようとする国、企業、個人の差が生じてきている。

〈 flight to quality 〉

「適者」と「不適者」の差が鮮明化する現在の経済環境下では、クレジットでも格差が付く。「きしみ」を呈した市場や新たな経済情勢に不相当だと判断された対象からは、資金は容赦なく流出し、「flight to quality」（質への逃避）、さらには「flight to liquidity」（流動性最優先）が発生した。この二つの動きは、8月の半ばから数ヶ月間の世界の金融市場を大きく揺さぶった。ノーベル経済学者を二人も抱えた LTCM の破綻は、90年代の半ばまでは金融市場で想像も出来なかったような動きが現実化する危険性を知らせた。

資金は「より安全な」「より返済能力の確実な」ものとしての先進各国の流動性の高い短期国債に集まったが、この過程で資金の流出を受けた他の一部市場の金利は大幅に上昇した。そしてこうした金融市場の不安定な動きは、金融機関の選別まで加速させた。一部の金融機関は市場から閉め出され、市場の流動性は枯渇し、価格（相場）変動は流動性の枯渇からぎこちなくなった。一日で10円を二日にわたり繰り返し、ほぼ48時間で1ドル = 20円も円高になった円相場の値動きは、こうした状況が準備した。あの値動きは、流動性の高い市場では考えられない。

こうした市場のパラノイア状態は、

1. 特にアメリカ当局による機敏な金利操作とそれに続く各国の利下げ
2. 日本など金融システム問題を抱えた国の safety net 構築の努力
3. 批判はあるにせよ、IMF による途上国支援と資金環流
4. 時間の経過と市場の緊張感の低下

によって一応沈静化している。ニューヨークの株式相場には活力が戻り、5%を大きく下回るまでに下がっていたアメリカの長期債利回りは、一時5%を大きく上回るまでに上

昇している。安全なものから、リスクのあるものに資金が戻ったのである。これは、一連の当局の措置や時間の経過によって市場が落ち着いてきていることを示している。

しかし市場の不安感が一掃されたわけではない。世界経済の形を変えている技術革新は続いていて、経済の回転速度は一段と上昇している。企業は規模と効率を求めて合併を次々に発表しているし、一方では産業構造の変化に伴う労働者の移動も激しさを増している。ということは、それぞれの entity に対する信用度は今後も頻繁に変化する可能性が高いということである。

世界的な金融市場の動揺に対処するには、

- 1 . インフレを前提としていたシステムの改革
- 2 . より柔軟で、粘着度の低いシステムへの移行
- 3 . 銀行、機関投資家の資本ベースの充実
- 4 . 一段の safety net の構築
- 5 . レバレッジに対する規制（自主的、公的）
- 6 . 金融商品のブラックボックス化回避

などが必要だが、こうした環境はまだ十分とは言えない。これらは、来年以降に積み残している問題である。

《 crossing threshold point 》

次の号に「見通し」を譲る前に、この号で明確にしておきたい点の一つがある。それは日本ではあまり実感することが出来ないが、コンピューター・ネットワーク先進国であるアメリカではすでにコンピューター・ネットワークの普及（一般消費者の利用度という意味で）が threshold point（臨界水準）を超え、これが経済の形を大きく変え始めているということだ。

株式市場を見れば、今のニューヨークの株価反騰を引っ張っているのが「インターネット関連株」であることは明確である。DOW と NASDAQ の両指数を年初に揃え、その後の動きを追うと、ほぼ一貫してインターネット関連、テクノロジー関連の銘柄を多く抱える NASDAQ 指数が上げにおいて DOW を先導している。先週を見ても、NASDAQ が高値を更新したのに、DOW は一週間冴えない動きをした。最近の特徴はこの二つの指数の乖離が大きくなってきていることである。フィラデルフィアの証券取引所には、インターネットを「pure play」の場とする 20 社（Amazon.com Inc., America Online Inc., At Home Corp., BroadVision Inc., CMG Information Services Inc., Checkpoint Software Technologies など）を対象とするオプション取引対象の新しい指数（INTERNET INDEX）が上場された。市場でいかにネット関連株が注目されているかである。

それには理由がある。ネットワークは、企業の資材調達から消費者への商品の販売にお

いて、アメリカの経済の形を変えつつあるのだ。今年のアメリカのクリスマス・年末商戦の最大のポイントはインターネット関連のハードの売れ行き好調と、そのインターネットを経緯しての「ネット販売」の急増である。最近の Nando のニュースは今年のネット商品販売の急増に関して、以下のような記事があった。

SAN JOSE, Calif., (December 9, 1998 6:21 p.m. EST <http://www.nandotimes.com>) - Internet retail purchases for the holiday season will reach \$2.35 billion worldwide as more consumers find online shopping convenient and secure, a new study by Dataquest shows.

Dataquest analysts said the number was based on surveys of consumers' past spending and future online buying, as well as projections for more first-time Internet buyers this Christmas season. It said this year's holiday online spending would compare with about \$1 billion last year.

"Shoppers have seemingly gotten past the major security issues, especially with the major credit card players getting heavily into ad campaigns which implies their approval of online shopping with credit cards," Allen Weiner, director of Dataquest's Internet and Enterprise Strategies Worldwide and Digital Commerce Worldwide programs, said in a statement.

筆者がアメリカにおけるインターネットがその普及度、利用度において threshold point（臨界水準）を越えたと言うのは、

「Shoppers have seemingly gotten past the major security issues」

という点にある。また最近ネットスケープを買収した AOL の調査によると、アメリカにおけるインターネット利用者の意識調査で、実に全体の 44% が「ネットは生活必需品」と回答している。女性の利用者が急増しているのが特徴で、過去一年間の新規加入者のおよそ 6 割は女性だったという。日本でも年末商戦でインターネット関連が好調だが、これは世界的な傾向である。日本でも今後、ネット販売の急増が見込まれる。

通常大きなテクノロジーが普及において臨界水準を越えるのには 40 年とか長い時間がかかると言われる。技術は進んでも、人間が付いてこられないのだ。しかし、インターネットはスタート（実際には 93 年くらいからでしょうか）から臨界水準を越えるまでにわずかに数年でその域に達しつつあるように見える。

アメリカにおけるネット普及度の衝撃は昨日配達された日経産業新聞の最終面に詳しいが、デジタル技術は生産効率の上昇を加速し、ネットはあらゆる商品の調達・販売のルートを変えている。今に音楽 CD も LP がそうであったように今後数年で時代遅れのものに

なる可能性がある。音楽はネットワークを通じて世界の何処にでも届けられる時代がもうすぐ来るからだ。

筆者はすでにインターネットでニューヨークのラジオを聞き、テレビも時として見る(画像が悪い)が、本も、自動車も、株も、あらゆる種類のカメラもネットで極めて安値で買える時代がすでに来ており、こうした中では「物価は上がり得ない」と言える。物価が上がらなければ、そして変化のスピードが加速すれば、今までのシステムを温存しようとするほど国の経済や企業の経営のきしみは大きくなる。

今年一年を終わるに当たって言うならば、98年を終えるに当たって一番大事な認識は「世界経済は今、大きな変化の入り口に立っていて、その変化をもたらしているのはデジタル技術の革新だ」ということである。

〈 HAVE A NICE WEEK 〉

週末はいかがでしたか。両方とも東京は天気がよく、日曜日に覗いたデパートも人でごった返していました。ボーナス後初の週末でしたから、人出がなかったら逆に心配でしたが。全国の小売店の売り上げはどうでしょうか。

日曜日には通常は絶対来る筈のない先からの電子メール到来で驚きました。日本銀行から。日本銀行は登録した人には指定分野の事項に関して日銀ホームページ(<http://www.boj.or.jp/>)の更新がある都度メールで通知するサービスをしているのですが、それが来たわけです。日曜日に「日本債券信用銀行に対する特別公的管理開始決定について」という総裁談話が出たことに伴うもの。年末年始関係なく、日本の金融業界の再編成は続きそうです。

最近見た映画や本で面白かったものを紹介しましょう。映画では、「The Truman Show」が衝撃的でした。最後の最後のたった数秒の台詞の為にすべてが組み立てられている。その台詞で、観客のほとんどは立ち上がれなくなります。情報を食い尽くす人間という集団の壮絶さと、それを商売とするマスコミの恐ろしさも伝わってくる。この映画を見て、「スターで有る限り、幸せであるわけがない」という「美空ひばり」の言葉(岩波新書「芸人」より)を思い出しました。

本では思い出す範囲では、「市場と国家」(日本経済新聞)、「日本経済の真実」(東洋経済新報社)、「家族はこわい」(日経)などが面白かった。ただし「市場と国家」は、過去の分析が主で見通しが弱い。「日本経済の真実」は吉富勝さんの本で、私には特に第6章が素晴らしい分析だと思えた。吉富さんとは、先週の火曜日に食事をしました。今後の身の振り方は「不明」とおっしゃっていました。最近液晶のパソコンをお買いになったそう。「家族はこわい」は、いろいろ考えさせられる。

それでは、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》