

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1626号 2002年02月25日(月)

## 〈 anti-deflation measures 〉

今週の最大の焦点は27日に政府が発表するデフレ対策とされる。日曜日の日経新聞にもその関連記事が出ていたが、その割に中味はもう一つ目玉に欠けるようである。日経の記事の見出しも「妙案作り苦慮」というものだった。

これまで伝えられるところによると、金融緩和要請を含め5項目が「対策」の主要コンテンツになるとされる。

1. 大手銀行への特別検査の厳格実施など不良債権処理
2. 金融システム安定
3. 中小企業対策
4. 証券市場の活性化
5. それに加えての日銀への金融緩和

どれを見ても魅力に欠ける。市場が「対策」に期待して先週末から上げ基調になったとしたら、期待しすぎではないかと危惧する。特別な買い方が出現していたり、市場内部要因が改善しているのであれば別だが、サプライズがない限り「対策」で相場が上値を追い続けるのは無理だろう。

速水日銀総裁の国会での発言などを斟酌すれば、銀行に対する公的資金の注入がなければ日銀は新たな金融緩和はしない方針のようだ。その公的資金の注入は、中小を除けば3月一杯は行わないと言う方向で小泉政権のスタンスは固まりつつある。ということは、当面は(5)については劇的な措置は期待できないということである。

内閣府の小林審議官は先に、金融危機のおそれ「大胆で柔軟に対処する」とし、日銀の金融政策については「デフレ阻止を念頭に置いて機動的で適切な政策をお願いしたい」と言明している。しかし現状では、日銀が28日を開く政策委員会・金融政策決定会合で市場が驚くような措置を打ち出す可能性は低い。資金供給の額を増やしても、札割れが続いている状況では、市場への実効性は薄い。

(1)と(2)は今更という印象が強い。「特別検査 厳格な特別検査」と呼び方が変わってきているだけである。不動産価格が下方に変動し、事業の採算性の厳格な判定方法も定まっていない中では、不良債権額を増やせば「厳格だった」という結論を導くだけだろ

う。もともとリスクのない融資はない。どんなに優良に見える融資であっても、リスクは常にある。結局は線引きの問題であって、経済環境・市場環境が大きく変化している状況では、不良、良の線引きはいつまでたっても結論が出ない問題でもある。

公的資金が入ったら日本経済が健全な形で元気になると言う保証もない。銀行の体力回復は日本経済再生の必要条件の一つではあるだろうが、全部ではないし、ましてや十分条件ではない。

(3)の中小企業対策も、政治受けはいいが実効性はどうだろうか。「中小企業」という表現を使えば善良で成長魅力のある企業との受け止め方は一方的である。中小企業の中で競争し、生き残った企業が大企業になるプロセスの過程にある企業であって、そこへの「対策」として事業性などを厳密に審査しないで公的資金をつぎ込めば、場合によっては不良債権が増えるだけである。中小企業対策さえすれば日本経済が良くなる、と考えるのは短絡的である。

(4)の「証券市場の活性化」も今まで何度聞いたか、というレベルのものだろう。出来高で台湾の証券市場に抜かれる日もある低迷中の東京株式市場の出来高が、著しく増加するような措置を直ちには期待できない。

### 《 co-existence with deflation forces 》

「デフレ」に関して筆者2週ほど前のレポートで以下のように書いた。G7を受けて日本のマスコミがこの問題を取り上げた時に書いたものである。

=====

G7を受けた日本のマスコミは、「日本はデフレ脱却を公約」という解説になっている。塩川財務大臣がG7の場で一国の代表としては珍しく20分も演説し、各国代表が日本に対して持っている懸念の沈静化に尽力したらしいが、興味深いのはそれに対する意見、質問のたぐいがまったく出なかったことだ。そして実際に為替に関する議論はゼロだったようである。

塩川財務大臣の20分間の説明に関しては、「聞き飽きた」という印象だったのでしよう。日本が口で約束しても「デフレ脱却」はなかなか難しいことであることは、会議に参加した出席者がよく知っている。また声明に日本の努力をうたう文言を入れても、それが日本経済の回復に役立ちそうもない状況では、敢えて入れる必要もなかったということだ。

実際の所、日本経済を取り巻く物価環境の基調は今後も強くデフレ的(下げ)であることを覚悟しなければならないと筆者は考えます。この基調は、それは他の諸国も同じ。まず、ベルリンの壁崩壊以来の市場経済拡大からくるヒト・モノ・カネと技術の移動は現在もすさまじい勢いで続いている。中国を含めて、世界には単純労働に関して言えば、日本などに比べて非常に安い賃金水準の労働者のプールがある。中国の労働者などは

moonlight job（夜の第二、第三の職）をもっていて、公式統計以上には収入があると思われるが、それでも安いこと変わりはない。まだ彼らは国際的な市場経済への参入途上にある。

第二に、IT革命進行に伴う経済の基幹テクノロジーのデジタル化から見て、世界経済では「壁崩し」の動きがこれからも続くことは確実である。90年代の世界経済の拡大に寄与したIT産業も、今では世界的デフレの最先端にある。産業のベースは広がっているが、成長期を過ぎると直ぐに価格下落の温床となる。

テクノロジー面で言うならば、ナノテクノロジーが今後は究極の壁崩し技術となる。「壁崩しの時代」には、競争関係にある割高なものの存在は許されないから、強い物価下落圧力が生ずる。日本は80年代に他の諸国より物価が大幅に上昇、割高な物価を持つ国になっていた。その分だけ、他の諸国よりデフレ的物価の動きが顕著だ。

物価が下げ基調の時に経済の縮小を抑える一つの方法は、新しい産業分野を育てて、そこで生産の拡大、雇用の増加を生み出して、そして国民経済全体のデフレ傾向の阻止に使うことである。90年代のアメリカは、IT産業の急拡大がこの役割を果たした。それでも、物価の全体的な状況は下げ基調だった。新規産業であるITに活力があっても、そうなのだ。IT産業の拡大がなければ、アメリカもデフレに直面した危険性は高い。物価が日本よりかなり早い時期に世界水準にサヤ寄せしていたにもかかわらず、そうなのだ。そのIT産業も勃興期を過ぎて、壁崩しの中で激しいデフレ（物価下落）に見舞われている。

デフレ回避の二番目の方法は、経済の中に「壁崩し」の対象外の競合関係の少ない産業分野（製造・サービス）をより多く抱えることである。他に類をみない優れた、芸術的な製品、そしてサービス分野を広げることだ。今の日本の経済政策もこの二つを追い求めるしかない。デフレ環境の中でも、生まれてくる産業、競合関係のない高付加価値産業には「インフレの局地戦」は発生するし、それが経済の活性化、生産レベルの維持、雇用の確保に役立つ。

今の日本はこの二つが出来ていない。難しいからだ。これをするには、規制緩和をし、新しい産業が興る環境を整えなければならない。新しい産業への資金の流れを作ることにも必要だが、ここでのファイナンスはハイリスク・ハイリターンだ。しかし、今の日本には基本的にローリスク・ローリターンの融資システムしかないし、お金の動きもダイナミックではない。リスクを取るのを好まない国民性もある。

しかしそれでも、日銀を下手に動かして悪性インフレを起こすよりは、この二つの道を追いかけることが経済の健全な発展の為には必要である。活発な産業セクターをいくつか作り、このセクターの力をほかのセクターに波及させながら成長力を体内に宿し、雇用を生み出して経済のデフレ圧力を緩和するのだ。

=====

この考え方は少しも変わっていない。つまり、そもそも経済の基調的な流れを何らかの

政策手段で変えようと言う考え方そのものが間違っている。筆者はそう考える。

日本銀行の総裁に「経済は飴細工のように変えられない……」とか言った人がいたが、それは事実で上に挙げたような措置（政府のデフレ対策案）によって、日本が抱えるデフレ圧力を抹消できるとは思えない。「市場対策」としてこれまで喧伝してしまったからには発表せざるを得ないだろうが、あくまでも基本はデフレと共存する中でも活況セクターを作ること、その為の制度改正を優先することであり、その方が日本経済には自然である。

案には入っていない税制改正の抜本改正での経済活動の活発化の後押し、新たな産業分野を創出する規制緩和、市場への資金、特に個人の資金の流れを誘導する措置などがどのくらい含まれるかがポイントだろう。

筆者は1月24日の日経金融新聞に毎週木曜日掲載しているコラム「マーケットの風」欄で、「老々相続を変える税制を」と題して以下のように書いた。

=====

例年秋にしか行われない税制改正論議が、今年は年明けとともに始まった。大賛成であり、可及的速やかに「簡素、経済への活力付与、徴収は薄く広く」を内容とする新税制ができることを切望する。それが市場の活性化につながるからである。

アメリカ経済を一九七〇年代のけん怠から脱出させたレーガン大統領の経済政策は、突き詰めれば規制緩和の徹底と税制改正に帰着する。日本はまだこの両方に着手したばかりだから、経済や市場が活性化するわけではない。年明けの株式市場も寂しい。

日本は「税の空白」(石弘光・政府税制調査会会長)「税の空洞化」(塩川正十郎財務相)が激しい。課税最低限は先進国一高い。法人の七割が法人税を払っていない。消費税も売上高三千万円以下の事業者は免除されている。税収の基盤をもっと確かな、そして公平なものにすべきである。最低課税制限の引き下げと所得税率引き下げはパッケージとなるべきだ。

税制に関連して「日本独自」の問題として最近強く思ったことがある。レーガン時代のアメリカにもなかった。それは「老々相続」という問題。相続は若い世代への資産の引き継ぎで、普通は資金の動きが機敏になり経済活動が活発になる。しかし、日本の相続はもはや「若い世代」への相続とは言えなくなっている。だから個人の金融資産が動かず、市場も活性化しない。

最近親せきの九十二歳の大叔母が亡くなった。平均寿命より高いことは確かだが、今の日本では特に長生きしたわけではない。相続は通常配偶者と子供たちに対して生ずる。九十二歳の高齢者が死亡した場合、その配偶者は同じように高齢者だろうし、子供も若くて五十代の後半で、大部分は六十代で還暦を過ぎた人となる。つまり日本の高齢者が亡くなった場合には、かなり確実に「老人から老人への相続」が発生するのである。

日本の個人金融資産千四百兆円は、その大部分を六十五歳以上の老人が持つ。彼らの資産運用の特徴は強い安全志向だ。株式などのリスク資産には入ってこない。

私は日本の高齢者の資産運用が超保守的なのは変えようがない部分があると思ってい

る。期待は相続が起きて、資産がより経済活動が活発な世代に引き継がれることだが、今の日本はそれが難しくなりつつある。千四百兆円のかなりの部分が「老人から老人」に渡されるからである。

これを回避するためには、検討されている相続税の無税化と同時に、生前贈与などをやりやすくする必要があり、その代わりに老人が今持つ固定資産（家、土地など）を担保に死ぬまで一定の所得を保証するリバースモーゲージなどの制度を充実させることだ。この保証があれば、老人も資産を若い世代に渡しやすくなる。日本はお金がないのではない。それがうまく動いていないだけである。「老々相続」の解消に機敏に動くべきだろう。

=====

こうした一つ一つの措置を積み重ねていくことが経済の活性化、市場の活性化に繋がり、デフレ圧力を解消するものと考えられる。改めて言うが、「デフレ対策」はお題目を掲げただけでは無理である。27日発表される対策を市場が評価するとしたら、ただ一点、どのくらい経済を活性化できる措置が含まれているかどうかだろう。

### 《 still shaky world economy 》

先の G7 の場やブッシュ大統領の北東アジア歴訪の中で比較的楽観論が強まったアメリカ経済だが、まだ本当の意味では強さは回復していないようで、ニューヨークの株価の1万ドルを手前にしての足踏みは、エンロン問題とそれに関係した会計システムに対する不審もあるが、アメリカ経済の本当の強さを瀬踏みしている印象も強い。

たとえば、先週取り上げられなかったが米連邦準備制度理事会（FRB）が今月15日に発表した1月の鉱工業生産指数（1992年=100、季節調整済み）は前月比0.1%低下の136.5となり、昨年8月以来6カ月連続でマイナスとなった。製造業の設備稼働率は前月比0.1ポイント低下の72.7%にとどまり、83年4月（72.5%）以来の低水準。

米企業の生産活動は、大幅な悪化にこそ歯止めはかかりつつあるが、なお全般は低調な状態が続いていると言える。昨年10 - 12月期の国内総生産（GDP）実質成長率がプラスに転じたことで米景気の底打ち観測が広がっているし、先週のウォール・ストリート・ジャーナルには改定値でプラス幅が大幅に上方修正されるのでは、と報じていた。しかし、本格的な景気回復には企業の在庫調整が一巡し、生産や設備投資が上向くことが必要となる。

一方、米連邦裁判所は19日に、昨年1年間に米国の企業や個人が申請した破産件数が149万2129件と前年比19.0%増加、1998年を上回る過去最大になったと発表した。破産件数のうち、個人破産は145万2030件と前年比19.2%増加した。企業の破産申請件数は4万99件と同13.0%増えた。

米破産件数は98年に約144万件と過去最大になったが、99年は約131万件、2000年は

125万件と2年連続で前年水準を割っていたという。好況下の98年に破産件数が増えたのは個人が債務返済を逃れる防衛策として簡単な手続きで個人破産を使うのが流行したためだ。その後、個人破産の乱用に批判が強まり、勢いは鈍っていった。

その個人破産が昨年再び増加に転じたのは、景気後退による雇用環境の悪化が主因とみられる。失業や所得減少でクレジットカードや住宅ローンの支払いが難しくなった個人がやむを得ず個人破産を申請する例が増えているとみられる。破産件数は遅行指標だが、アメリカ経済が市場が見なすほど曇りのない状態になっている訳ではない。

今週の主な予定は以下の通りです。

2月25日(月)	米オニール財務長官講演(26日2:00~)
2月26日(火)	米2月コンファレンスボード消費者信頼感指数 米上院銀行住宅都市委員会でエンロン問題に関して元 米証券取引委員会幹部が証言
2月27日(水)	国会党首討論 政府が「総合デフレ対策」を決定 米1月耐久財受注 米1月新築住宅販売 米FRBグリーンズパン議長議会証言
2月28日(木)	2月鉱工業生産(8:50) 1月建築着工・住宅着工・建設工事受注(14:00) 日銀金融政策決定会合 シュワブ東京海上証券清算 米1月シカゴ連銀指数(14:00) 米10-12月GDP改定値(22:30) 米2月シカゴ購買部協会指数(24:00) ユーロ単一通貨導入に伴う旧通貨流通期限
3月1日(金)	1月完全失業率・有効求人倍率 1月全国・2月東京都区部消費者物価(8:00) 大和銀ホールディングスとあさひ銀行が経営統合 米1月個人所得・支出(22:30) 米2月ミシガン大学消費者信頼感指数(23:50) 米2月ISM製造業景気指数(24:00) 米1月建設支出(24:00) NTTドコモがニューヨークとロンドンに同時上場

### 《 have a nice week 》

珍しく何も予定がなく、諏訪にも行かずに家にいた週末でしたが、昼間は土日ともポカ

ポカと暖かった。朝明るくなるのも早くなってきたし、春はもうそこまで来ているという印象。もっとも今週の金曜日はもう3月ですから、当然ですが。春の到来とともに、花粉も一緒に来ましたが。

オリンピックは感動もあったが、判定を巡る混乱が目立つ大会だった。日本はメダル2個。寂しい。世代交代がうまくいっていない印象が強い。それに、やはり冬のスポーツは夏のそれに比べてお金がかかり、企業スポーツの面が強い。その企業の足元が揺らいでいたら、選手も集中できなかつたのかも知れない。

やはりアメリカは常なる精神状態ではなかったのでしょうか。静かに冷静な気持ちで大会を成功させることがむしろ国の偉大さをアピールできたのに。ブッシュの慣例を破った開会演説からおかしかった。

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》