

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1650号 2002年08月26日(月)

## 《 global deflation 》

グローバル・デフレのシナリオが日に日に強まっている。世界のどの主要国を見ても、インフレは存在しない状況だし、存在しないばかりでなく、多くの場合「消費者物価」、「卸売物価」などの物価指数の上昇率は戦後記録したことの無いような低い水準に落ち込んでいるか、さもなければマイナスになっている。アメリカなどは、ITバブル崩壊の影響もあって、最近になって物価（特に卸売）の下落傾向が再び鮮明になってきている。

ディスインフレ、ないしデフレは、中国のように年率9%前後の高い成長率を誇る途上国でも見られる現象である。経済成長率の高さが物価を押し上げる構造は、90年代の後半にほぼ終わった。今は成長と物価の下落傾向が共存する状況になっている。

日本は既に10年以上に渡る強いデフレ圧力の中で、「インフレ前提の経済構造」の転換を迫られているが、こうした世界的デフレは、程度の差こそあれ世界全体が戦後に自然と作り上げてきた「インフレ前提の枠組み」の見直しを今後迫られることになることを物語っている。

しかしこれは、諸システムに組み込まれた「インフレ期待」を追い出さねばならないと言う意味で、非常につらい、時間のかかる作業となろう。この大転換は、世界経済、各国経済の軋みの原因となっているし、今後もそうした状況が続くと考えられる。

金融市場の動きを見ても、「グローバル・デフレ」の兆候は顕著である。最初にも書いたが、世界的に株と為替がボックス圏入りの様相を強める中で、主要国で中期的に明確に上げ基調になっているのが債券相場だ。従って、利回りは低下している。

世界でも一番デフレの危機に直面している日本の長期債利回りは、一時1.4%前後（先物9月物）で安定していたが、ここ数ヶ月間は基調的に低下して、例えば先週末には1.26%前後に低下してきている。価格も140円73銭と先週末に年初来高値を更新した。先物中心限月としては2001年11月08日以来の高い価格水準である。

国債発行残高の大きさ故に、「いつかは崩れる」と言われながら、我が国の置かれている経済情勢を素直に反映して、日本の国債相場は「崩壊論」を嘲笑うかのように基調的に上値追いを続けている。「日本が置かれている経済情勢」とは、物価の基調的な低下傾向だ。今週も「8月東京都区部、7月全国消費者物価」という形で日本の消費者物価が発表になるが、ともにマイナスであることはほぼ確実。

一時景気の良さが喧伝されたヨーロッパ経済も、ドイツ経済の悪化が鮮明になってユーロも上値を終えない状況が続く。アメリカも、少なくとも景気の急回復を見る見方は減っ

てきている。今は景気の良い経済が世界のどこにも存在しない状況で、これに加えて中国を初めとする巨大な生産力の存在、安い労働力の豊富な供給が可能な世界経済の現状、ITを中心とするテクノロジーの進展に伴う商品の安値での大量供給力向上、それに対する相対的需要不足という環境がある。筆者はこうした世界的なデフレ環境は今後も当面続くと考える。

この結果、既に短期金利にかなり接近するところまで下がった日本の長期金利を見習うように、昨年一年間で急激に下げた短期金利と比較すると下げ渋っているアメリカの長期金利も、今後徐々に下げてくるだろう。また相対的に見てインフレの下方硬直性が高いヨーロッパの長期金利も、基調的な物価情勢を受ける形で今後徐々に下げてくる見通しだ。

その結果は、世界中の先進国の長期金利が低水準で収斂することとなろう。これは、インフレの時代には想定も出来なかった事態であり、世界的な資金移動の形を変える可能性が強い。

### 《 lacking new power to increase demand 》

世界経済を覆う現在の強いデフレ圧力の今後の持続力を占うには、その背景となっている力と、それを覆すかもしれない力の両方を考える必要がある。

まずデフレを惹起している力は何か。第一は、労働供給力を含めた生産力の大幅な増大である。よく言われるのは中国で、確かに中国の生産力の増大はめざましいものがあるが、中国に続くインドなどの人口大国の供給力も上がっている。世界経済において、生産力の次の隊列は出来ている。豊富な労働力をもってモノを安く作り出す世界経済の生産力は、途上国の各所で増大しつつある。

それを可能にしているのは、テクノロジーだ。インターネットなどのネットワークの世界的構築が、情報の流布を容易にすると同時に、生産に携わる労働者が必ずしも熟練工でなくても一定程度の仕事を短時間で覚えられる環境を作り出している。細かい指示は本社からネットを通じて出来るし、逆に世界に散らばった工場情報は、本社にいても容易に収集出来る。世界に散らばる生産センターの組み込みが実に楽に出来るようになったのである。

テクノロジーは、新しい労働者の生産プロセスへの組み込みばかりでなく、モノをそもそも安く作ることを可能にしている。今までは必要だったが、その後の技術革新で無駄となった生産行程の一部を省略してコスト削減してみたり、地球上で潤沢にある物質を材料化したり。

では、今後の技術の方向はどうか。例えば、ITに続く新しい技術革新の核になるとみられているナノテクノロジーを考えてみても、これはモノを安く生産する究極の技術といっても良い。「分子・原子の自己組織化」のマシンが出来れば、いくらでも希望のモノを潤沢に出来る。過去の歴史を見ても、大きな技術革新が生じた場合には、世界はデフレ圧力に見舞われてきた。現在のように、技術革新が持続的に続く時代には、物価の大きなト

レンドは「下」である。

対して需要は、供給力の増大ほどには伸びていない。日本の総需要はこのところずっと横ばいからやや減少のトレンドを続けている。アメリカでも、需要の伸びはあるが、かつてほどではない。先行きを見れば、消費者の債務増大の中で、これ以上の需要増大には疑問符が付くし、設備投資も前年の水準をまだ回復していない。ヨーロッパもドイツを中心に景気後退の色彩が強くなってきた。

途上国ではどうか。需要の爆発は見られる。しかし、具体的に中国などを見ても、見えるのはこの需要爆発によるインフレ圧力ではなく、自らの生産力の爆発的な増大ゆえに自らが直面しているデフレ圧力だ。

では、今後デフレ圧力を解消し、インフレ圧力ある世界経済をもたらさうものとは何か。人類の歴史を見れば、大量破壊と膨大な需要を生み出す戦争は、大きな需要ファクターだった。今アメリカは対イラクの戦争を想定している。しかし、この戦争はあくまでも局地戦であって、また使う武器や破壊されるインフラもイラクの一部であり、世界的な需要の増大を生みそうな戦争にはとうていなりそうもない。従って、戦争が始まっても原油価格が急騰したり、世界中の物価が上昇圧力を受けるようなことはないだろう。

戦争も昔とはずいぶん違う。昔の戦争が大量破壊を伴う総力戦だったとすれば、今はピンポイント戦争で、まるでコンピューター・ゲームのように進む面がある。かつてはある建物を破壊する作戦を立てたら、周辺の建物全部を破壊する戦略を立てるしかなかった。しかし、今はピンポイントである。大量破壊は世論が持つ抑止力を考えてもまずあり得ない。大量破壊がなければ、戦争後の大きな需要の伸びは期待できない。

具体的に、たとえアメリカが想定されている中で一番大規模な20万～25万人の軍隊をイラクに繰り出しても、世界経済の中では依然として局地戦だ。当時の世界経済のレベルに対する第二次世界大戦の規模の戦争を想定することは、恐らく不可能である。そんな大きな戦争が起きないとするならば、今後世界で戦争が起きても、せいぜい局地戦。となれば、今後の戦争が世界経済にもたらす物価上昇圧力は極めて小さい、と見る事が可能である。

デフレ圧力の強さは、「(デフレが)既に行き着いた」と見られていた日本で改めて明確に示された。今年の春には「デフレは終わり」のキャッチフレーズの下に、チップなど素材の値上がりを背景にパソコンが一台当たり2～3万円値上げされ、一個65円に値下げされていたハンバーガーは80円に再値上げされた。

しかし、その結末は悲惨だった。ともに売り上げは急落し、「デフレは終わり」は買い手の感覚ではないことが証明された。ともに、値上げ以前の水準を下回るところまで再び価格を下げざるを得ない状態に引き戻されている。

これに対して、アメリカや欧州は終わりどころか、デフレの入り口にいるとさえ考えら

れる。アメリカでデフレ圧力に一番逆らっているのは住宅価格だが、卸売、消費者の両物価を見ると、ここ一年くらいの低下圧力は極めて強い。卸売物価は対前年比マイナスになりかけている。卸売が先行したら、消費者のレベルにまで徐々に物価下落の波は波及する。それでも、世界でもっとも活力があると見られているアメリカでもそうなのだ。ヨーロッパも徐々にデフレ圧力に直面するだろう。

世界経済全体を見ると、貧富の格差が拡大していると言われる事態は、デフレ圧力を強める可能性がある。なぜなら、需要の次を担う中間層が存在しないということであるからだ。貧しい民は、まずは生産人口として世界経済に登場してくる。しかし、消費人口としては登場しない。貧富の差の大きさは、需給のギャップを生む。

### 《 more decline of worldwide interest rates 》

こうした客観的な環境からすれば、短期金利の急激な下げに対して過去1年半以上も下げしぶってきた日本以外の先進国の長期金利は、今後低下してくると考えられる。アメリカの10年債の利回りは、一度4%の水準を割った後は反発して4%台の前半を推移している。しかし、この10年債利回りも今後徐々に低下してくるだろう。今後一年以内に、3%台での定着を予想する。

アメリカのマスコミの記事を見ていると、「アメリカにはデフレはあり得ないと言われているが、本当にそうだろうか」と言った記事が最近目立つ。これはアメリカ自身が、「デフレの到来」を懸念し始めた兆候である。

日本より健全だが、アメリカの財政も大幅な赤字となってきた上に、短期金利の下げ余地はかなり狭まってきている。通常の経済政策面でデフレに対処する方法は、アメリカにしてもそれほど潤沢な訳ではない。

ただしこれは私が「スピードの経済」（1997年、日本経済新聞社）を書いたときからの主張だが、今後も「インフレの局地戦」はあるだろう。具体的には、ある特定の物品が人気を集めて、その価格が大きく上昇すると言った状況である。人間は不思議で、通常は安いものしか買わない人でも、特定のものになるといくら払っても買いたいという物品はある。そうした需要が重なれば、ある物品の急激な値上がりが生じ、インフレが生ずることはあるだろう。しかし、これは、あくまでインフレの「局地戦」であって、全体戦ではない。

世界的なデフレと長期金利の過去に例を見ない収斂は、世界の市場と経済に大きな影響を与える。なぜなら、1973年の変動相場制から始まった「大ディーリング時代」は、インフレと手を携えて発展してきた。各国間に存在した大きな金利差が資本の移動を促し、それが為替相場の変動をもたらして、その変動そのものが市場への資金流入を促してきた。

しかし、各国の金利が短期、さらには長期まで収斂するということになれば、金利ファクターからの国際間資金移動は低調になる。ということは、為替市場に出入りする資金の

量も減少してくるということだ。むしろ、国際分散投資の流れは変わらないだろうから、世界市場における資金の流れがなくなるわけではない。むしろ分散投資の流れは拡大すると考えられる。直接投資も含めてである。しかし、国際金融市場から「金利差」というファクターが小さくなるという影響は大きい。

世界経済への影響という点を考えると、現在の物価のゆるやかなデフレ環境が経済規模の縮小、雇用の減少からさらには大きな不況に繋がるかは、まだ断言できない。物価の下落も日本の例を見るまでもなく、それほど急峻ではない状況で落ち着いている。世界の主要国の物価は低下傾向にあるが、依然としてプラスのところも多い。インフレをもたらすほどではないが、途上国での需要は強い。

しかし「インフレの時代」から「デフレの時代」への切り替えは、日本が苦悩していることでも示されているとおり、世界経済全体にとって苦渋に満ちた歩みとなろう。なぜなら、戦後の世界各国を見るとほぼ例外なく、「インフレの時代」を前提に経済を組み立ててきた。日本ばかりではない。人間は20年もある状況が続くと、その状況が永遠だと直ぐに思ってしまう動物だ。しかし、環境は変わる。

給与体系から、年金システム、借金の返済計画。何から何まで、デフレの時代にはインフレの時代とは違った考え方が求められる。今の日本を見ただけでも、世界経済がこの大きな変化に簡単に適応できるとは考えられない。その意味では、世界経済の軌みは今後も続くことになる。

今週の主な予定は、次の通りです。

8月26日(月)	7月全国スーパー・百貨店売上 7月電器大型店協会売上 米7月新築、中古住宅販売
8月27日(火)	アーミテージ米国務副長官来日 米7月耐久財受注 米8月消費者信頼感指数
8月29日(木)	E C B理事会 米4 - 6月期GDP改定値
8月30日(金)	8月東京都区部、7月全国消費者物価 7月完全失業率、有効求人倍率 7月家計調査 4 - 6月GDP速報値 7月鉱工業生産 7月建築着工、住宅着工 米7月個人所得、個人支出 米8月シカゴ購買部協会指数

### 《 have a nice week 》

皆さん、知っていました。来る日曜日は、もう9月です。秋です。まあ、暑いのですが、そうは言っても秋です。早いですね。Time Flies。まあ、しっかり日々を過ごしましょう。

だからというわけではないのですが、先週は秋をかすかに感じる中で、しみりした、しかしとっても良い映画を二本見ました。DVDで。私のネットサイトの読者や、最近食事を一緒にした人から推薦してもらったもの。「トータル・フィアーズ (The Sum of All Fears)」もまずまずだったが、この二本の映画には全くかなわない。どちらも中国の映画。一本は大陸の、もう一本は台湾の。

二本とは、「心の湯」(Shower)と「ヤンヤン 夏の思い出」(a one & a two)。この二本の映画が非常に良いのは、目線が我々日本人と同じだということです。中国のこれまでの映画は、たとえば文化大革命を扱ったものとか、そうでなければ「山の郵便配達」のように、日本人から見てちょっと違う世界の話を中心だった。

「心の湯」は、垢すりやマッサージの施設を含む大きな銭湯(一説には北京の郊外)、そこの経営者一家、その周辺の人々を描いた映画。年老いた経営者と二人の息子。シンセンで働く兄と知的障害を持った弟。兄の足を引っ張るものは、よく分かるな。同じ長男ですから。それに、銭湯の存続を危うくする開発計画。日本でもつい最近まであったような話です。

「ヤンヤン 夏の思い出」は、今の日本にもっと近い。裕福なIT企業経営者の一家の物語。人生の悲喜こもごもがもろに出ている。娘のティンティンの「なぜ世の中はこんなに夢と違うの . . . . .」というセリフには頷けるものがある。ずっと前に見たアメリカ映画に「パットマン家の人々」という映画がありました。うまくいかない人生を描いているという点では同じ。

しかし、この二本の映画とも、夢と違ってしまったからといって、別に悲観的に人間の世界の中を見ているわけではない。あくまでも人間に対して優しい映画です。

「心の湯」「ヤンヤン 夏の思い出」の二本とも、中国(大陸であろうと、台湾であろうと)の人々をよい身近に感じることが出来るし、目線が近づいた分だけ共感しながら見ることが出来る。二本とも良い映画でした。

《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](mailto: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》