

# 住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1661号 2002年11月25日(月)

## 《 Bernanke deny “D” for the U.S. 》

今週は“デフレ”を取り上げる。今日本が脱出を図っている最大の経済問題だが、最近アメリカの雑誌を読んでも盛んに「d-word」という単語が出てくる。リセッションを「r-word」と婉曲に言うような感覚で。何かというと「d」は「deflation」(デフレーション)の「d」。先週は米連邦準備制度理事会(FRB)のバーナンキ理事(Ben S. Bernanke)がFRB理事として初めて正面から“デフレ”問題に取り組んだ。

場所は、ワシントンの米エコノミスト・クラブ(the National Economists Club)。演題は「Deflation: Making Sure “It” Doesn’t Happen Here」(このバーナンキ理事の講演は<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2002/20021121/default.htm>)。つまり「デフレ：ここアメリカで発生しないことを確かにするために」で、「here」という単語を使ったのは、日本の我々にはちょっと嫌みかなという印象もする。しかし、日本で既にデフレが発生したことは間違いない。

バーナンキの講演は、グローバル・デフレ論が高まり、特に金融政策の自由度を失ったドイツで「日本化」が懸念される中で、「アメリカはそうはならない」と一種の決意表明をしている点が特徴である。

同理事はデフレを「Deflation *per se* occurs only when price declines are so widespread that broad-based indexes of prices, such as the consumer price index, register ongoing declines.」(物価の下落が広く一般化し、消費者物価指数のような広範な物価の指数が下落を続ける事態)と定義しているが、そうしたデフレにアメリカがなりそうもない理由を真っ先に二つ挙げている。第一はアメリカ経済そのものが持つ抵抗力(resilience)と構造的安定(structural stability)。彼はこういう。

「Over the years, the U.S. economy has shown a remarkable ability to absorb shocks of all kinds, to recover, and to continue to grow. Flexible and efficient markets for labor and capital, an entrepreneurial tradition, and a general willingness to tolerate and even embrace technological and economic change all contribute to this resiliency. A particularly important protective factor in the current environment is the strength of our financial system: Despite the adverse shocks of the past year, our banking system remains healthy and well-regulated, and firm and household balance sheets

are for the most part in good shape」

2001年の9月11日の大ショックも乗り切った自信があふれているとも言えるが、彼が指摘したのは

1. 労働資本市場の柔軟性、効率性
2. 企業家精神の伝統
3. テクノロジー面や経済的变化を耐え、むしろ積極的に受け入れる全般的風土
4. 金融システムの強さ

の4要素。同理事はこれに加えて「物価情勢の安定」を挙げ、こうした強みがあるのでアメリカ経済はここ何年も「あらゆる種類のショックをうまく吸収して回復し、成長を続けてきた」と述べている。

同理事が指摘するもう一つの要因は、「FRB そのもの」であるとして、「議会は明らかにインフレばかりでなくデフレも回避するという意味合いにおいて、物価安定持続の責任をFRB に与えた」と指摘し、「米国における深刻なデフレを阻止するためにはFRB は必要なあらゆる手段を動員するし、仮にデフレが発生しても、FRB は政府の他の部局と必要なら協力してデフレを穏やかでかつ短期的なものにとどめる十分な政策手段を持っていると自信を持っている」と述べている。

### 《 preventing deflation 》

ではデフレを防ぐにはどうしたら良いか。講演の中では「preventing deflation」に当たる部分である。同理事は以下のような点を挙げている。

1. FRB として、インフレ率に緩衝ゾーン (a buffer zone) が残るように努力すること。具体的には、インフレ率がゼロにまでならないようにすること (バーナンキ理事は具体的数字としては、多くのインフレ・ターゲットを持つ中央銀行が1~3%を目標に置いていることに言及している)
2. 現状でもそうなのだが、FRB としてアメリカ経済において金融の安定を図ることの重要性を真剣に考え、履行すること。特に、デフレ・ショックに対する重要な防衛ラインとなるのは、健全で資本力豊かな銀行システム、また円滑に機能する資本市場である
3. 多くの研究で明らかになっている通り、インフレ率が既に低い状態で経済の基礎的諸条件が突如悪化を始めた際には、当該国の中央銀行は利下げに際して通常よりも予防的に、かつ攻撃的に行動すべきである。早期に、かつ決意溢れる行動をすることによって、特別な問題を孕むデフレに米国経済が陥るのをFRB は防ぐこと

が出来る

この分析だけでも、日本の中央銀行、政府に対して暗示的、明示的な部分が多くある。また70年代、80年代の「インフレの時代」には世界の多くの中央銀行が「ゼロ・インフレ」を理想にしていたのと、世界の中央銀行が直面している問題がかなり違ってきていることが鮮明である。「健全で資本力豊かな銀行システム」という部分は、日本には耳の痛い話だ。

バーナンキ理事の話は、では仮にデフレになってしまって名目金利がゼロになってしまった(理事は zero bound という言葉を使う)時、中央銀行の金融政策は総需要を喚起し、経済を浮揚させる力を失ってしまうのか、という話に繋がる。講演の「curing deflation」の部分である。理事の答えは明確だ。「この結論は明らかに間違っている」(this conclusion is clearly mistaken)と。その理由として理事は以下のポイントを挙げている。

1. 名目紙幣 (fiat money) 制度の下では、デフレは常にひっくり返しが可能である。アメリカ政府は、ほぼゼロコストで刷りたいだけの米ドル紙幣を印刷できる。つまり、モノやサービスに対する米ドル紙幣の価値を引き下げることが出来る。紙幣システムの下では、政府が決意さえすれば常に支出の増加と、それに伴うプラス・インフレの惹起が可能である
2. そこまで行かなくても、FRB は資産の購入を通じてマネーをアメリカ経済に注入できる。ゼロ短期金利下で総支出を増やすために、FRB は資産購入のスケールを拡大し、さらには購入する資産のリストを拡大することが出来る
3. 一つ大きく懸念されるのは、政策実施の経験が相対的に不足していることから、経済に流動性を付与するこうした非伝統的な手法の経済に与える影響を正確に計ることが難しい、ということである。従って、デフレが発生してそれを治癒するより、起きる前に防ぐ方が望ましい。しかしそれでもデフレになってしまっても、十分なマネーの供給によって最終的には常にデフレを逆転できると安心して良い

と述べている。より具体的に短期金利がゼロ近傍になった時の流動性の付与に関して、長期金利の引き下げ(日銀が行っているような短期金利の一定期間でのゼロ継続や、期間2年以内の国債無制限の購入などで)などを指摘している。バーナンキの講演を読んでいると、少なくともFRBは日銀が躊躇気味に試している手法に関しても、「できる」といざとなれば積極的に実施にする意向を明示しているように見える。同理事は、外債購入の可能性や、通貨安のメリットについても言及している。

また財政政策当局との協調に関しては、「実際問題としては、デフレ抑制政策の効果は、金融当局と財政当局間の協調によって大幅に高まる」と述べている。良く言われる「アコード」の有効性を認めているわけである。具体的には、金融当局がデフレに対処する政策を行

っている際の「広範な減税」などを挙げている。

日本の経験を経て「デフレ」という問題をかなり研究した後が伺えると同時に、アメリカで「デフレ懸念」が高まらないように、「大丈夫、対処の手段はあるから」と安心感をアメリカ経済や市場に与える意図が、この講演にはあったとも思える。

### 《 Japan: a byproduct of a longstanding political debate 》

では、日本に関してはどういう見方をしているのか。バーナンキ理事は、「(ここまで主張してきたように)十分に強力な措置でデフレを終息することが出来るとしたら、日本がなぜデフレから脱出できないのか、というのが当然の疑問だろう」と述べたあとで、次の点を指摘している。

「First, as you know, Japan's economy faces some significant barriers to growth besides deflation, including massive financial problems in the banking and corporate sectors and a large overhang of government debt. Plausibly, private-sector financial problems have muted the effects of the monetary policies that have been tried in Japan, even as the heavy overhang of government debt has made Japanese policymakers more reluctant to use aggressive fiscal policies (for evidence see, for example, Posen, 1998). Fortunately, the U.S. economy does not share these problems, at least not to anything like the same degree, suggesting that anti-deflationary monetary and fiscal policies would be more potent here than they have been in Japan.

Second, and more important, I believe that, when all is said and done, the failure to end deflation in Japan does not necessarily reflect any technical infeasibility of achieving that goal. Rather, it is a byproduct of a longstanding political debate about how best to address Japan's overall economic problems. As the Japanese certainly realize, both restoring banks and corporations to solvency and implementing significant structural change are necessary for Japan's long-run economic health. But in the short run, comprehensive economic reform will likely impose large costs on many, for example, in the form of unemployment or bankruptcy. As a natural result, politicians, economists, businesspeople, and the general public in Japan have sharply disagreed about competing proposals for reform. In the resulting political deadlock, strong policy actions are discouraged, and cooperation among policymakers is difficult to achieve.

In short, Japan's deflation problem is real and serious; but, in my view, political

constraints, rather than a lack of policy instruments, explain why its deflation has persisted for as long as it has. Thus, I do not view the Japanese experience as evidence against the general conclusion that U.S. policymakers have the tools they need to prevent, and, if necessary, to cure a deflationary recession in the United States.」

端的に言えば、日本はデフレ以外にも「銀行、企業部門における巨大な金融問題や、巨額な政府債務残高」など経済問題があり、さらに言えば日本経済改革に関して「**political deadlock**」(政治的行き詰まり)があつて強い政策手段は回避され、政策当局間の協調も難しくなっている、と指摘している。つまり、一つは政治問題だと。この二つは少なくとも今のアメリカにはない問題であり、この面から見てもアメリカはデフレにはならないと主張しているのである。

日本がデフレからの脱却で不良債権処理の問題に直面し、また政治的な決意を関連当局間でうまく纏められず、市場の納得を得られる政策パッケージを見いだせないでいるのは確かだ。日本のデフレ問題は政治問題であるという指摘も当たっている。「では日本はどうしたら良いのか」というのは、バーナンキ理事の職分ではない。彼の主張と関心はあくまでも、「アメリカではデフレを起こさせない、起こっても治せる」というものだ。

ただし示唆はある。同理事の日本に対する見立ては、「**in short**」以下に明確だ。「**political constraints, rather than a lack of policy instruments, explain why its deflation has persisted for as long as it has**」(日本のデフレがこれまで長引いている理由は、政策手段がないというよりは、政治の制約の方である)と。つまり、デフレ対処での政治的意思の収斂が国内で出来ないからであると分析している。凶星だろう。

バーナンキ理事の楽観論だけで、アメリカがデフレの魔の手から確実に逃れられるという保証はない。理事そのものが、経済の予測不可能性を認めて、アメリカがデフレに陥る少ないリスクを認めているようにも見える。この講演で目立つのは、言ってみれば金融当局としての「決意表明」で、デフレが起きる前から非伝統的な金融政策採用の可能性を具体的に示唆して見せたという点に意義がある。

そこまで世界最大の経済国であるアメリカの当局が「反デフレ」の決意を固めていると言うことは、それが確実にデフレ阻止に繋がるかどうかは別にして、一つの国際経済に対する安心材料ではある。

### 《 **strong dollar for the time being** 》

話題はがらっと変わります。時宜を失うともったいないので、日本における産業再生に関して私がこの週末に書いた文章を掲載します。先週土曜日のBSジャパンの「ネクスト経済研」には、ゲストとして整理回収機構(RCC)の鬼追明夫社長を迎えました。この番組は、

今年4月から私が司会をしている一時間の本格的テレビ経済番組。

政府の総合デフレ対策の中で、政府は「産業再生機構」を作る方針を明らかにし、現在はその機構を率いる担当大臣に谷垣さんが決まった状態。しかしRCCとの関連などがどうなるかなど不明な点が多い。こうした点に関してRCCの鬼追社長には忌憚のない意見をお伺いしたが、以下に紹介する文章は私が番組の終わった後、印象を纏めたもの。日本の産業再生、企業再生を考える上で参考になるとと思いますので掲載します。

今年10月末に突然構想が浮かび上がった総合デフレ対策の中の「産業再生機構」。言うまでもなく行き詰まった、行き詰まりかけている“企業の再生”を行うわけだが、日本には既に「企業再生」を主要任務の一つに負っている機関が存在している。それが、今回ゲストにおいで頂いた鬼追さん率いる株式会社「整理回収機構」(RCC、the Resolution and Collection Corporation)である。

番組の冒頭で率直に聞きました。

私 「10月下旬に、この構想(産業再生機構を作る構想)をお聞きになったとき、びっくりなさいませんでした」

鬼追「ちょっと、びっくりしました……。その後、ああそういうことかとは思いましたが」

“ちょっと”じゃなかったんじゃないかな。だってそうでしょう。自分のところに「企業再生部」というセクションがあり、今年1月の改正金融再生法で破綻金融機関からの債権ばかりでなく、健全行からの買い取りも出来るように機能拡充したばかりなのだ。日本には大体が「企業再生」のプロなどほとんどいない。失敗者にはレッテルを貼る社会だから、実際に企業の行き詰まりに直面し、それをもう一度内部からでも外部からでも立て直すという経験をもった人が少ないのだ。

法律論や経営論は誰でもぶてる。しかし、その二つだけでは企業は生き返らない。「人」という重要な要素や、その企業の他の企業とのつながりなど「複雑系」が控えているからだ。そういったなかで、RCCは少なくとも87件という企業再生実績を挙げてきた。鬼追さんは実例も示してくれた。私が鬼追さんの立場だったら、「なんだそれは。俺のこの今までの努力や組織をどう考えているんだ」と思うだろう。鬼追さんがここに来てBSジャパンの私どもがやっているこの「ネクスト経済研」という1時間番組に生出演し、かつ「日経金融新聞」の22日付けの一面トップインタビューに応じ、そして22日には記者会見をされているのは、そういう思いがあったからではないか。「企業再生」でもワンセット機構を作るのですか……。少なくとも私どもの話は聞いて欲しい、と。

現在RCCの総人数は2400人近くに上り、企業再生に関わるセクションだけで現在130人を擁す。そして、近くこれを150人に拡充するという(鬼追さんの22日の記

者会見)。対して、産業再生機構の方は担当大臣に谷垣さんが決まっただけ。4人くらいの陣容で「どうしよう」が始まったばかりで、この新しい機構がらみの法律が揃って機能し始めるのは少なくとも来年の春、夏以降だ。産業再生機構はまだ“構想”でしかないのだ。

鬼追さんが「ああそういうことか」と多少納得されたかのような話をされている部分は、一応の「棲み分け」の考え方が提示されているからだろう。むろん産業再生機構の機能、組織などが固まってくるのはこれからだが、例えば取り扱う不良債権はRCCが破綻懸念先か、実質破綻先ないし破綻先であるのに対して、産業再生機構は要注意先の中でも「要管理先」と言われている部分とされる。

RCCが一つ損をしていると思えるのは、そもそもの生い立ちが旧住専7社や東京の2信組など破綻した金融機関資産の整理・回収を任務にスタートしたことだ。そこから、「あそこに行ったら墓場」というような印象が出た。今でもその印象を引きずっている。そこで“再生”にポイントを置いた新しい機構を急ごしらえで構想したというのが実体だろう。むろん、企業再生の実績を積み上げつつあったRCCの鬼追さんにも相談なく。だから鬼追さんも「びっくり」した。

しかし繰り返すが、RCCは今年1月の改正金融再生法で「企業再生機能が加わり」「不良債権の時価買い取りが可能になり」「不良債権売却の入札に参加可能」になった。産業再生機構に「屋上屋を架す」という批判があるのは、そもそも構想が突然出てきてこうした流れがきちんとシステムとして思慮・整理されていないからだ。思慮・整理されまいまま突っ込むという体制になっている。産業再生機構はどうやって日本でも少ない企業再生のプロを新たに集めようとするのか。これは、法律論ではない。実際に集められるのか、という問題だ。

鬼追さんに番組の最後で、RCCの初代社長である中坊公平さんを引き継いで仕事をしてこられた経験から総合デフレ対策を含めて政府の政策に対して何かご意見はありますか、と聞いた。鬼追さんから出てきた言葉は、

「もう少し、(政策を立てる人には)現場を見て欲しいと思います」

と。これは重要な発言だと私は思った。今の小泉政権の政策は「現場を見ていない」面がある、「机上の空論」の面があると示唆したに等しい(と私は思った)。鬼追さんがそこまで考えていたかどうかは知らない。しかし少なくとも一つ言える。産業再生機構は整理回収機構(RCC)との緊密な連携、連絡、ノウハウの共有がなければ成功しないだろう。そうでなければ「屋上屋を架す」の批判が現実化してしまう。場合によってはこの二つの「機構」を合体することも検討すべきだ、とも思った。

今週の主な予定は以下の通りです。

25日	日本の10月の貿易収支 米10月の中古販売住宅指数
26日	米10月の新築住宅販売
27日	米10月の個人所得及び支出 米10月の耐久財受注 米11月シカゴ購買部協会景気指数 イラク大量破壊兵器の国連査察開始 米地区連銀経済報告(ページブック)
29日	日本の10月の完全失業率および有効求人倍率 日本の10月の勤労者世帯家計調査 日本の10月の鉱工業生産

ドル・円はこの文章を書いている25日の早朝現在で、123円台。ここ数営業日のドルは、円に対して着実に上昇している。ドルは対ユーロでも堅調で、対円相場でもユーロ(122円台)を上回った。ユーロはまた対ドル等価を失ったことになる。

ドルの強さを支えているのは、バーナンキも言っているアメリカ経済の「resilience」だとも言える。株式市場は、ダウで見て8000ドル台でも再び9000ドルに近いところまで戻ってきた。バーナンキの説明を見ても分かるとおり、米当局がやることは「decisiveかつpre-emptive」である。通貨としての信頼感は現在のところ円よりもドルに向いている印象がある。

ドルのじわりとした上昇を見ていると、投機的というより例えば個人の外債投資などの集積的需要を集めているようにも見える。筆者はしばしばここで述べているように、ドルの底意は強いし、さらに上値を追う可能性が高い、と見ます。

### 《 have a nice week 》

寒い週末でした。土曜日は諏訪に行き、日曜日にも外出したのですが、それはそれは寒かった。まあ寒さは本来好きな方で、特にレストランで気持ちよく酩酊した後に外に出た時に感じる寒さが好きなのですが、そういう時期だと言うことです。

「時期」と言えば、ある雑誌社から来年の為替相場予想の原稿を書いてくれ、と。「年末だな」と思わせられる季節と言うことです。2003年ね。毎年この時期になると思うのですが、来年はどんな年になるのか。またどうせ予想もしないことが起きるのでしょうか。まあ、だから楽しみとも言えるのですが。

「時期」でもう一つ。先週のある日、夜ちよい所用があって銀座に行ったのです。そして、本当にびっくりしました。夜10時前だったのですが、内幸町から八丁目に入ろうとしたら、ずらっと車が詰まっていたのでちっとも動かない。で、仕方ないので降りて歩きました。



並んでいる車の半分は空車。つまり「空車渋滞」が起きているのです。少し歩いて気が付いたのですが、銀座中空車の大行列。

恐らく、年末で人出があると予想して、空車もいつもより集まりつつあるのでしょう。ということは、他の繁華街でもそうかもしれない。実際のところ、先週の金曜日には、銀座、六本木とも飲み関係の店はかなり混んでいた。しかし、それでもタクシーで帰る人は少ない。

空車の列は例えば新宿や六本木でもそうですが、今は特に銀座が酷いのではないかと思います。これから年末の宴会の為に動くとなると、この「渋滞」を念頭においておいた方が良いのではないかと、思いました。

それでは皆さんには、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（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》*