

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1444号 1998年007月10日(金)

《 more comments and more movements 》

参議院選挙が今週末に迫り、景気対策などをめぐる政治家の発言も、それに反応するマーケットの動きもあわただしかった一週間でした。感じたのは、

第一に「日本は本当に船頭の多い国だ」というものです。飛び出してくる様々な発言を聞いていると、日本という国は一体誰が最終的な権力をもっているのか分からない。いわゆる「恒久減税」にしろ、橋本首相は最終的な発表をする前に、党税制調査会の林義郎会長と大御所的存在と紹介されている山中貞則氏に仁義を切っている。多分何かを決めるときに、そこら中に仁義を切っているのでしょう。その仁義の切り方が昔よりは短時間で進んでいるから、物事の進み方が多少早くなったということです。新聞記事によれば、「恒久減税」に関しては林会長も中山氏も「やった方がいい」と即答したという。

しかし問題なのは多分海外から日本の政治を見ている人がいたとしたら、この権力の分散構造の複雑さに嘆息したであろうということです。

第二は、「それにしても日本は広報が下手だ」ということです。先週の金曜日に橋本首相が「恒久減税」を示唆してマーケットに極めて良いシグナルを送っておきながら、週末のテレビ番組では意味不明の発言を繰り返す。週明けしてもその状態。そして、水曜日に「恒久的な税制改正」を正式に発表したときにも曖昧さは残り、もう市場は白けきっているという状況。多分発表するに国内の関係者に最大限の気配りをしたのでしょう。しかし、もっとも気配りしなくてはならない「マーケット」に対するそれはゼロに等しかった。視点が全くの「ドメ組さん」なのです。

同じ事を発表するにも、広報のうまい国とへたな国の差は大きい。日本は随分損している印象がします。

各政治家が打ち上げる政策も、整合性の取れないものを外したものでした。例えば、木曜日に横浜の街頭演説で山崎政調会長は「デフレより調整インフレをやって経済活動を活発にした方が良い」と述べたという。調整インフレとは、要するに強烈に通貨供給量を増やして(量的緩和をして)2~3%にターゲットを置いてインフレを起こす(inflation targetting)と仰うことです。しかし、それではその「調整インフレ政策」と今の政府の掲げる政策の一つである「円安阻止政策」とどういった整合性が取れるのか、全く不明なのです。

この山崎発言を受けて外国為替市場が「ドル高・円安」に動いたのは、二つの意味で当たり前です。一つは、ある国のインフレは、その国の通貨の軟化を意味するというのと、もう一つは「一体日本政府がどちらを向いているのか分からなくなった」というものです。どちらも円安要因だから、マーケットは動いた。

「経済活動を活発にする」というのなら、別に調整インフレなどに訴えなくても経済活動を抜本的に活発にする方法はいくらでもありますし、日本政府はまだこれをしていない。徹底的な規制緩和を行い、一時的に失業率が上昇しても雇用の流動化を促して、新しい産業の勃興を促すこともその一つでしょうし、なによりも法人税、個人所得税の最高税率の引き下げて経済活動を活発化すれば良い。行政改革も必要です。まだやらねばならないことがいっぱいあるのに、マーケットも歓迎していないような「調整インフレ論」を突然街頭演説で持ち出すというのは唐突な話です。政治家の責任逃れに見える。

今週はこの手の話がいっぱいあって。そのたびに市場は、右往左往していたように思える。むろん、マーケットのサイドには多少の慣れは出てきましたが。

《 who dictate Japanese scene 》

日本の政治家のしばしば支離滅裂な発言や、それに対する市場の反応を見ながら考えたのは、「今この国を本当に dictate しているのは誰だろうか」ということです。政治家は何をするにしても自分や自分の党の手柄にしたがっているように見える。しかし、それらはしばしば時代の変化や経済の動きが「必要だ」とメッセージを送ったものを、「俺達がやっている」と手柄にカウントしながら発言しているだけのようにも見える。どうみても、今の日本を drive しているのは、市場の圧力なのです。その中には、日本の存在故に影響を強く被っている世界の声も入ってきます。

日本の政治家が市場ににじり寄っている（知ろう、学ぼう、味方につけようという動き）兆候は、あちこちに見られます。今や日本の主立った政治家にはほぼ例外なく、シンクタンクや有力省庁のエコノミストがブレインとして付いている。昔は政治家が相手にしないような人々に彼らは接近せざるを得なくなっているのです。こうした動きの中で、エコノミスト仲間の議論が時として直ちに政治家の口から出るような動きになった。

これは決して間違った動きではありません。日本の政治家が抱えていたブレインはあまりにもお粗末だった。政治家には勉強してもらわねばなりません。「調整インフレ論」を不用意に口にした時に、外国為替市場でどのような反応が起こるかは今回の外国為替市場の動きで分かったでしょうが、これは少し経済を知っている人なら分かるはずです。

ここまで考えてくると、参議院選挙の選挙結果と市場の関係を今から事細かく予想することにはあまり意味がないことが分かる。なぜなら、日本の政治は主役のようで主役ではないからです。実は、「市場が dictate する方向を結局はなぞっているだけ」という印象が強い。誰が政治家になるかによって大きくこの国の進路が変わるのなら、政治の動きに大

きな関心を払う必要がある。しかし、財政出動にしろ、恒久減税にしろ最初は日本の政治家は「やらない」と言っていたのに、市場がそれを余儀なくさせた。ということは、最高税率の引き下げや課税最低限の引き下げ、行政改革もいずれ誰かの手によって実施されると考えるのが自然です。橋本政権が続くとか続かないとか、この政権が今何を言っているのかは関係ない。

ではその政治家を選ぶ国民の投票行動は、なんなんでしょうか。市場を見ている人間からすると、これも主役ではないと思える。政治家が選挙運動中に何を言っても、出来ることと出来ないこと、やるべき事とやってはいけないことはかなりはっきりしている。では国民は何を選んでいるかという、顔ぶれといずれに到達する地点へのルートを選んでいるように見える。顔ぶれとは、変化の主役（政治家）になっているように見える人のそれです。

国民の投票行動が、結果的には変化の速度を変える場合もあります。しかし、例えば今回の参議院選挙を考えると、どちらが勝ったらどう、どの党がどの程度議席を取ったらどう、というようなことは必ずしも言えないように思う。なぜなら政治の動きを dictate しているマーケットの動きは、しばしば政治の動きがどうであろうと、時に金融機関に市場からの退場を迫り、企業の業績を左右し、新しい産業にチャンスを与え、新しい勝者と敗者を生むからです。

さらに言えば、与党である自民党が勝ったら変化のスピードが早くなるとも、負けたら変化のスピードが早くなるとも言えない気がする。それは多分、市場のその時その時の動きが大きく左右するのでしょう。市場が望まない結果になればなるほど、市場の反逆は大きなものになり、それに反応した政治によって、変化は加速する可能性がある。市場が望む結果になれば、市場がおとなしくなって政治家が「動かねば」と思う度合いが低下するかもしれない。実はそれは分からないと思います。つまり、今の政治は実は国民に向いているようで、実はマーケットをいつも気にしながら動かざるを得ない。

〈 desired inflation ? 〉

マーケットが主役であるとしても、選ばれる政党や政治家が日本という国の変化に彩りを与えることは間違いありません。従って相場は、選挙の結果が出た段階でそれぞれの予想との乖離によって「knee-jerk reaction」を起こすものと考えられます。どちらかと言えば、株高、円高に振れるような結果は出にくい印象がします。政治家のリップサービスも一時的には減退するでしょう。

しかし、選挙が終わってもグリーンSpanの議会証言、橋本首相の訪米など様々なイベントがあって、今までの材料だけで相場を一方向に動かす力には欠ける。

私がしっかり見なければいけない、と思うのは政府の動きよりも、個々に企業の施策やの国を取り巻く空気の変化です。経済には一見不可思議でも、考えれば当たり前の事がいろいろ起こる。例えば、これはどこの国でもそうですが、失業率が高くなればなるほど、

企業の株は上がる。ドイツもそうでしたし、アメリカもそうでした。日本の失業率が4%を上回る水準になってきたと言うことは、国民経済の負担は増加して社会問題は深まるけれども、企業は生産性向上への正しい道を選択したことになる。そして職を失った労働者が、新しいスキルを獲得して再び労働市場に参入してくれば、それは国民経済全体の活力になる。

そうした国民経済の大きな流れが出来上がれば、相場は先を読みますから参議院選挙の結果がどうであろうと、日本の株価は上げ局面を続ける可能性が出てきます。それはある程度為替相場にも言える。当面は円安圧力が強いのですが、その圧力ばかりが続くと考える理由はない。

俄然勢いを増した「調整インフレ論」についていくつかの疑問を呈しておきましょう。この問題はまた詳しく取り上げようと思います。「調整インフレ」は、巨額の借金の負担軽減と消費や投資の回復を狙っているとされている。しかし、

1. 第一に、「物価下落」は世界経済全体を覆っている傾向だし、物価のレベルは世界的な相対比較の中で決まってくる時代になっているのに、デフレを「国内問題」として処理できると考えている点。
2. inflation targetting を2~3%に置くと言うが、日銀が今持っている政策手段だけでこの目標をうまくターゲットングできる保証はどこにもない点
3. なによりも、他の痛みを伴う措置（経済の構造改革、規制緩和、税制改革など）を先送りしたい意図が見え隠れすること
4. アジアや世界経済に与える影響が大きい円安を阻止するという現在の日本政府の政策と真っ向から対立する政策であること

などです。「調整インフレを起こせば、日本経済に信頼感が生まれる」と主張する向きもありますが、筆者の個人的な印象を言えばなぜ痛みを伴う改革を避け、個人と企業を強くする措置を取らないままに量的金融緩和の結果として生ずる「調整インフレ」が日本経済に対する自信に繋がるのか分からない。筋肉体質の強さが日本経済に宿るのではなく、一時的に見栄えが良くなるだけの政策のように見える。

「調整インフレ」を主張している人達が、「日本には痛みを伴う改革はできない」という結論に達してこういう主張をしているとしたら理解できる面もあるのですが、それでも日本経済に本当の強さが戻らないと言う問題点がある限り、市場はその間隙をぬって日本経済に調整を要求してくるでしょう。今のマーケットは、曖昧にしてみせるほど甘いものではないと考えます。

〈 chasing new high 〉

このところ日本の動きがあまりにも興味深いが故に、目が国内にばかり集まった傾向がありますが、海外も無論日本以上の動きを示しています。

1. 再び新値更新に接近したニューヨーク株価の動き（昨日は下げましたが）
2. 利回りが一時5.57%と、FF金利の5.5%に限りなく接近した米長期債の動き
3. ドイツとロンドン両証券取引所の合併の話し

ここに来てのニューヨーク株価の上伸を先導しているのは、インターネット関連株です。ここ一兩日はやや反落しましたが、依然としてアメリカのインターネット関連人口は驚異的なスピードで増えている。また、ネット・ビジネスも伸びが著しい。インターネット関連株の上昇はこうした背景を受けたもの。この傾向は強まるでしょう。

ロンドンとフランクフルトの証券取引所の大同団結は、ドイツのアングロ・サクソンへの接近の新たな動きです。世界中を驚かせたのはダイムラーとクライスラーの合併に続くもの。こうした中で、一時深刻だった同国の雇用情勢は著しい改善を見せている。同国の6月の失業率は0.4%も低下して、10.5%になった。失業者数も5ヶ月連続して減少、400万人を割そうなところまで来ている。

何回となく戦争しているが、ゲルマンとアングロ・サクソンはもともと人種的には親戚である。ドイツには今でも SAXON という地名があるが、アングロ・サクソンとはここと昔アングル（釣り針のような角張った形を指す）と呼ばれた地方の連中がブリテン島に渡って出来上がった。当然、英語とドイツ語は親戚である。また、イギリス王室の血を遡ると、それはほとんどドイツに行き着く。

何時だったか忘れましたが、『「ドイツ人論」を捨てたドイツ社会』という朝日新聞の「論壇」の記事がありましたが、ドイツは今正に急激に「国際化＝アングロ・サクソン化」への道を歩み始めている。具体的な行動を伴って。日本が「国際化」を叫びながら、IMDの調査によっても国際的な相対評価では「国際化度」が年々低下しているのと対象的だ。多分これは、経済の活力にも影響してくるし、それが日本とドイツの失業率の対照的なトレンドになっていると思われる。

海に隔てられているロンドンとドイツの両取引所の合併は何を意味するか。それは端的に言えば、経済的に見れば国境の希薄化で、具体的にはフランクフルトの投資家がロンドン証券取引所に上場されている株を、フランクフルト取引所を通じて自由に売買できると言うことである。欧州全体で株式投資に関わる手数料が、著しく低下するのである。欧州では、ドイツとフランス、ドイツとスイスなどの形で取引所の統合、合併が相次いでいる。欧州全体の投資環境は著しく改善することになる。半年の間に主要銘柄を共通上場させ、来年早々には会員権も相互開放するという。欧州のアメリカ追撃態勢は、徐々に出来上が

りつつあるように見える。

一方、好調の米国景気に陰りが見え始めてきている。この問題はまた取り上げたいと思います。今月中のグリーンスパン議長の証言は株価が再び上昇する中で、極めて注目されるものになった。

《 have a nice weekend 》

梅雨明け宣言は出ていないものの、東京は暑い日が続いた一週間でした。今日はちょっと違いますが、一体これからどのくらいこの暑さが続くのかと思うと、ちょっと気が遠くなる。まあ、来週初めにワールド・カップは終わりますから、早朝に起きてサッカーを見ていた時間は眠りに振り向けられるという訳です。

今週は、懐かしい人に電話しました。為替のカスタマー・チームが私の書いている文章のファックス送信撲滅（実体は「削減」ですが）を狙って、読者にアンケートを送ったんですな。電子メール化推進で。そしたら、その回答が今までだけで300通近く返ってきて、今日はそれに全部目を通したのです。ファックスのいくつかには、「伊藤さん、久しぶり」というメッセージがある。また、返信者の名前を見たら懐かしくてつい電話したくなるような人達からのファックスもあって、今日はそれを時間を見て電話していたのです。

声は変わりませんね。多分、会うと愕然とするくらい違っている人もいると思う（笑）。でも声は変わっていない。私が直接の担当者だったころは、皆さんに集まっていたいて年に一度大きなパーティーをやっていた。しかし、最近はそれもなくなって大勢の方と一緒に会える機会がなくなってしまった。

ファックスの返信者の中には、私が存じ上げない方が多い。しかし、機会があればこうした各企業の財務の方々ともぜひお会いしたいと思っています。

<http://www.ycaster.com/>