

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1551号 2000年07月17日(月)

《 principle brought by emotion 》

今週のレポートのポイントは次の通りです。

1. 大手百貨店そごうを巡る先週の一連のどたばた劇は、日本が市場経済政策において「原則」を確立できずに場当たりのなぶれを繰り返していることを白日の下に示した。そごう問題の着地は市場経済の原則にかなっていないが、それは「国民感情によってもたらされた結果的“原則”回帰」であって今後の政策の一貫性は担保されていない
2. 政策の根幹部分での「軸ぶれ」が表面化し、今回の急展開に驚いた市場や消費者の不安感が強まる中で、日銀のゼロ金利解除は先送りになる可能性が以前より強まった。
17日の金融政策決定会合の結果如何を問わず、今回の一連の出来事は「政策姿勢の一貫性」が必要なときに日本政府が相変わらず政策姿勢でぶれていることを示した。
これは、日本経済の先行きに不安感をもたらすものである
3. 政策の「軸ぶれ」の可能性が強く残る中では、各経済主体の活動は明確で思い切ったものになりえず、日本経済の直線的な回復は展望しがたい。市場はある意味でこうした景気の跛行持続見通しに嫌悪感を持っており、この結果株価は上値を追うにしても足を重くする危険性があり、為替も従来よりも円安に振れる可能性が強まろう
4. 日本経済は徐々に強さを増してはいるが、こうした政策の混迷で時に足元をすくわれる状況が続いている。こうした点から改めて海外での日本経済に対する悲観的な見方は強まる可能性がある
5. アメリカ経済は経済指標で見ると限り減速は穏やかに進み、かつインフレは落ち着いたままで引き続き「Goldilocks Economy」のままであって環境は良好であり、こうしたこともあって株価はNASDAQが既に年初の水準を上回ってきている
6. 週末に開かれるサミットは、その前段階の外相会談に全く関心が集まらなかったように、焦点がぼけたものになる可能性がある。IT化といういわば当然の流れを確認するだけならサミットの場合は必要なかったし、「結局あの場では何を検討したのだろう」という会議になってしまう可能性がある。その意味でサミットの形骸化を象徴するものになる危険性がある

そごう問題の着地点は、「国民感情によってもたらされた結果的“原則”回帰」と言って良い。政府にそれに関する堅固な意思があったわけではない。マスコミと世論の反発の大きさに驚いて、自民党が政治的な責任回避をはかりつつそごうに民事再生法適用を決意させようとし、そごうも売り上げの急減を見て決意を固めた。そしてその着地が、市場経済の観点から見れば「原則にかなっていた」に過ぎない。

政府と関係者を突き動かした国民（消費者）も、そのもたらされた結果、すなわち「大きい」とされてきた日本でも有数なデパートである「そごう」の事実上の倒産にむしろ驚いた、というのが先週の日本における図式のように見える。だから先週後半について言うと株式市場の投資家も気迷い状態になったし、そのツケを金融政策につけ回そうという動きが表面化したということができる。特に森首相の日銀への“注文”は日銀の独立性を犯すもので、禁じ手の行使とも言えるものだ。日銀にとって解除を見送ったときの説明がまた一段と難しくなった。

そごうという極めてビジブルな大企業の事実上の倒産とその後の市場の動揺は、金融政策決定会合の参加者達にゼロ金利解除を慎重にさせるに十分なものである。決定会合のメンバーの中には以前から「解除条件は整った」と見る向きも強いから結果は分からないが、日本政府は自分達のどたばたを金融政策に押しつけ、その結果日本の経済政策全体に対する信認を落とした。

興味深いのは、そごうと同じように銀行に債権放棄を要請しているいくつかの会社の場合、新生銀行を除外して「債権放棄」のスキームが組まれようとしているということである。具体的にはゼネコンの一部は、新生銀行に対する債務がありながらそれを対象とせず、にその他の銀行とのみ債権放棄のスキームをまとめようとしている。

このことは、今回のそごうを巡る処理方式がかならずしも日本経済の「原則」（敗者は市場から退場するという）になったのではないことを示している。民間資金だけで処理が行われる場合には従来の日本型の問題先送りの方式が適用されるということだ。それに対して、政府資金がからむ場合には「市場経済の原則」が適用されるという奇妙な関係ができあがる。

考えるべき点は、世論というものが適切な状況理解をもってこの事件に反応していたかはどうも怪しいということである。週末の新聞によれば、そごうが民事再生法による処理になったことを喜ぶ国民の多くが、「これで国民の資金は使われない」と誤解していた事実が報じられている。

国民の反応は、「市場経済の原則」に対する支持もあるが、「国民のお金が使われる」という事に対する「knee-jerk reaction」（膝反応）に過ぎなかったことが明らかになりつつある。実際には、民事再生法で処理されるにせよ、国民負担は生じるしその金額はむしろ増える可能性もある。そごうに民事再生の道を選ばせるきっかけになった「国民の反発」も一皮むけば論理よりは「感情」に突き動かされたものであったと見られる。つまり、ま

たしても今後ぶれる可能性がある、ということだ。この点は十分に認識しておく必要がある。

《 double standard 》

表だって「公的資金」がからむところでは国民の反発を恐れて「市場経済の原則」が貫徹されながら、一方で（新生銀行という特殊な存在を経由して）表面化してこないケースにおいては堂々と従来型の敗者延命策が採られるということは、企業が極めていびつな環境に置かれることを意味する。よって、企業や日本経済全体に対する投資家や国民の信頼感は低いものになる。

企業によって金融機関の姿勢、政府の姿勢がぶれることが明確だから、「透明性」とか「信頼感」「先行き見通し」は低下したままである。そうした環境下では、先行きは常に霧の中になってしまうから、消費者も投資家も常に不安な状況に置かれる。先週後半の株式市場の動きはそれを嫌気したものだったと考えられる。

それは消費者にしても同じ事だろう。いったいこの国はどちらを向いていて、個々の事例が起きたときにどのような方針が出てくるか分からない中では、先行き不安感を強めざるを得ない。いつ年金などの政策が大きく変わるかもしれないからだ。自分が、または一家の柱が働いている企業が時に助けられ、時に破綻する。これでは消費も出来ない。こうした中では、景気に力強さが出てこないのは当然である。

この先行き不透明感が17日月曜日の日銀政策決定会合によるゼロ金利解除見送りにつながるとすれば、またしても政策のぶれのツケは金融政策に回ってしまうことになる。そこでまた経済のねじれが深まるという悪循環である。繰り返すと、問題なのは「原則」が「軸ぶれ」を起こしており、企業の置かれた環境によって原則適用と不適用が微妙に使い分けられるという不透明な環境そのものにある。

ゼネコンの一部については新生銀行を迂回した「債権放棄」がまとまりそうだ。ということは、そごうによって示された「原則」は、決してこの国では民間、公的セクターが確固とした意思で受け入れた「原則」ではないということである。

こうした「軸ぶれ」や「原則の欠如」を巡る日本経済に対する不信感は、特に海外投資家の中で強まる可能性が大きい。既にマサチューセッツ工科大学上級客員研究員のデービッド・アッシャーの論文などをきっかけに日本の財政赤字に対する懸念は海外で強まっている。日本が「政策」や「原則」において混迷を深めるようだと、せっかく芽生えてきた民間部門の成長の勢いが削がれる可能性もある。

それにしても今回のそごう問題、それに雪印問題で示されたのは、「第五の権力」と呼んでもいいかもしれない「消費者パワー」のすさまじさである。「消費者の目」というものが私企業に対して株主パワー以上に極めて強力で、かつ「公的」な監視役になりつつあるということだ。興味深かったのはそごうの山田社長の発言。同社長は13日の朝日新聞との

インタビューで民事再生法の適用申請に際して「政治的な圧力を受けたのではないかと問われたのに対して

「圧力うんぬんではない。売り上げが7月に入って急激に落ち込んだ。百貨店の主力のミセス向け商品の売り上げが下がっている。顧客である国民の信頼を受けられない以上、生き残っていけないと判断した」

と述べている。そごうについては、騒動の最中には中元商戦でも大幅な売り上げ減少になった。それが民事再生法の適用申請で決着すると、先週末の週末には売り上げが回復したという。

企業活動に注がれる消費者の目がいつにまして鋭かったのは、それが「身近な問題」だったからだと思われる。前回の衆議院選挙の論点となった課税最低限の引き下げなどが理解しにくい遠い話題であったのに対して、乳製品の安全性とお中元を贈ったときにその包み紙を見て相手が首を傾げるかどうかの判断は極めて身近なものだ。だから、そごうのイメージが良くなったこの週末は、客足が戻った。

標的になった企業が関係者の発言の中でそれとなく「マスコミ」を目の敵にしているのは、報道が「消費者の目」を惹起し、ある方向に向けたから自分たちはこうなったと見ているからだ。どうやら、「報じられなければこんなことにはならなかった」という思いがある。しかし実際には、マスになりかけているネットなど情報の流通手段は数多い。企業が本格的に消費者対策をしなければならぬ時期が来ていると言える。

いずれにせよ、今回のそごうを巡る一連のごたごたは結果的には「市場経済の原則」にかなったものとなったが、決してすっきりしたものではなく日本の今後の経済政策に大きな課題を残したと言える。

《 Goldilocks Economy 》

アメリカでは先週は経済指標が数多く発表され、「インフレなき景気の軟着陸」の姿がかなり鮮明になってきた。まず、6月の卸売物価は0.6%の上昇。0.5%の上昇予想を上回る。しかし、これは専ら変動の激しいエネルギー価格の上昇を受けたものでそれらを除外したコアの指数は0.1%の下落（予想は0.1%の上昇）。インフレ懸念が強く指摘されるアメリカだが、依然として物価上昇圧力は低いままである。

一方、消費需要の強さを見る上で重要な6月の小売売上高は、0.4%の増加予想に対して0.5%の増加と発表された。月ごとのぶれが大きい自動車とガソリンの売り上げを除外すれば、売上高は0.1%しか増加していないが、当初0.3%の減少と発表されていた5月の統計は、今回改訂されて0.3%の増加になった。消費需要は底堅いと言える。景気は鈍化しているが、それほど急激ではないということだ。

一方鉱工業生産は予想通りの 0.2%の上昇。アメリカ経済は依然として良い形をしている。今後の株価展開については、「上値を追うが上げのペースは鈍る」と見る向きが多い。これは株が上げすぎた場合のFRBの出方を懸念しているため。

注目されるのは、こうした環境を反映して株価が上値を追ってきたことである。この国の株価は上値を追いやすい。国の政策も企業の経営もどちらを向いているかかなりわかりやすいから、その方向に向けば投資決定が下しやすい。複雑な要素が入り込まない方が強いのである。

市場を見ると、先週後半のNASDAQは三日連騰で、一週間の上げ幅は5.5%に達した。ダウ指数は週間では1.6%の上げ。年初来を見ると、ダウは依然として6%の下げで、4月14日の高値に対しては7.8%の下げ。NASDAQは既に年初の水準を上回っているが、高値に比べると16%に下げ幅を縮めてきた。このまま高値を追えるかは不明だが、景気が回復途上にある日本よりアメリカ経済の方がはるかに力強いのは、一つにはこの「原理原則」の貫徹具合にあると思われる。

今週の主な発表予定は以下の通りです。

7月17日(月)	日銀金融政策決定会合 5月景気動向指数改定値 米国側の日米規制緩和協議決着目標 そごう問題衆院集中審議 米5月企業在庫 欧州蔵相理事会
7月18日(火)	政府IT戦略会議初会合 米6月消費者物価
7月19日(水)	7月日銀金融経済月報 2000円冊発行 米5月貿易収支
7月20日(木)	日米首脳会談・日露非公式首脳会談(東京) G8・非G8サミット(東京) 米6月住宅着工
7月21日(金)	5月産業活動指数 九州・沖縄サミット(名護市 23日) 米6月財政収支

沖縄サミットがいよいよ週末に迫ったが、いまのままだと事務方が用意した宣言文案に首脳が署名するだけのあまり見所のないサミットになりそうな雰囲気である。もともと、「近年に例を見ないほど問題が少ない」世界経済であり、サミットの常連だった「失業」「成

長」「インフレ」などを議題には出来ない中での開催。世界経済でこうした問題を一番抱えているのは日本だが、主催国の日本はこうした問題は話し合いたくない。

で出てきたのが IT だったが、IT はそもそも民間が中心に発展してきた。そして今でも民間主導の展開が続いているものをあえて取り上げて、政府の出来ることを列挙してみたというのが今回のサミットの宣言案から見て取れる。実は集まってくる各国の首脳にとって一番興味があるのは日本経済の現状ではないのか。そもそも IT がらみで多くのことを決めても、技術の進歩は激しいから少したてば的はずれになるケースも多い。

議長である日本の首相が会議開催一週間前になってパソコンの操作を一からやっているようでは、中身もしれようというもので、今のままでは用意された文書に署名するだけの、最近では一番ポイントのずれたサミットになりそうだ。クリントも頭は中東で一杯だろう。

〈 have a nice week 〉

とにかく暑いですね。昨日も、そして今日も。野外で何かしようという気にならないので、週末には一本映画を見ました。金曜日の夜に映画では信頼している友人から「良い映画を見ました」とのメールをもらったので、早速土曜日の午前中に行き行って観たのです。「サイダーハウス・ルール (The Cider House Rules)」というのが題名。

題名が何を指しているかと言えば、リンゴ園の労働者向けロッジの規則なのです。私の記憶では「ベッドでタバコを吸うな」とか「酔って圧搾機をいじるな」とかいろいろある。しかし、これは世の中のルールの代表例として扱われているに過ぎない。

実はこの映画には多様なルール破りのケースが出てきます。最悪なのは、娘に手をつけてしまった父親の話。さらに、自らも世話になった男友達の恋人と出来てしまう主人公、法律で禁じられている堕胎をする医師。まだまだいっぱいある。そうしたルール破りの根拠となるのが、「USE」(必要性)であったり、「LOVE」(愛)というわけです。特に「USE」という単語は何回も出てくる。その対比を考えさせようと言う映画。

もっともそう堅苦しく考える必要はないかもしれない。骨格では実に難しい堅苦しい作りをしているのに、マクガイアーという俳優の持ち味なんだろうがまるやかな仕上がりになっている。

この映画は、「人生は予期しない、意外なことの積み重ねである」と言っているようにも見える。ある面では厳しく規則を守る人間が、一方ではとんでもない規則破りをする。世の中規則通りにはいかないし、うまくいかないものだ。マイケル・ケーン演じる園長の医師が子供達に毎晩本を読んで聞かせたあとに最後に語りかける、「メーンの王様」「ニューイングランドの女王」(どちらがどちらかかは忘れまして).....という言葉に重みがある。世のルールの中でも最悪の規則破りをした父親は結果的に死にます。そこでは、破れる規則と破れない規則があると言っているように見える。

なかなか良い映画でした。それではみなさまには良い一週間を。

《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》