

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1570号 2000年12月11日(月)

《 divided into two divided groups 》

今週は、米国の次期大統領にジョージ・ブッシュが就任した場合に、日本に対する経済政策の基本的考え方がどうなるか、それが市場に与える影響はどのようなものになるかを特集します。少し長くなります。

米大統領選挙の現状を振り返っておくと、この週末はどんでん返しの連続。8日の段階で敗北宣言の準備までしていたゴア副大統領でしたが、フロリダ州最高裁は予想外にもまずゴアが求めている手作業での票の見直しを認めて、この決定に基づいてフロリダ州の一部の郡では封印していた疑問票箱の封印を解いて開票作業が始まった。ところがそれから24時間もたたないうちに、今度は連邦最高裁が手作業の中止を求めたブッシュ陣営の主張を認めて、始まったばかりの手作業は中断され、票は再び封印され、今度はこれらの票は連邦最高裁に運ばれるという展開。月曜日におそらく選挙人確定(12日)前の最後の法廷闘争が両陣営によって展開される。

フロリダ州最高裁の決定でいったんゴア優位に大きく振れた振り子が、再び振れてブッシュ候補に有利な形勢になった形。週末の米マスコミには、「アメリカは真っ二つ」だという嘆きが聞こえた。大統領選挙では一般票はゴアがやや有利だが、ブッシュとゴアでほぼ二分された。選挙人の数では依然としてフロリダの25票の行方でどちらにも転ぶ。議会をみると、下院はごくわずかな共和党優位だが、上院は50対50の全くの拮抗。

そして今までアメリカの法治主義の砦と思われていた司法も、二分状態であることが明らかになった。手作業での票の見直しを求めたフロリダ州最高裁の判断は4-3。これに対して、手作業の中止を求めたブッシュ陣営の主張を認めたアメリカ連邦最高裁の判断は5-4。アメリカは司法でも二分状態である。

しかし、不明確な状況は残るが、連邦最高裁の決定、または議会の決定により米次期政権がブッシュになると仮定しても良い時期である。そのブッシュ次期政権の対日政策に関しては、ブッシュ・チームの経済問題関係スポークスマンであり同次期政権において経済関係の重要閣僚(財務長官、国家経済会議議長、経済諮問委員会委員長のどれか)に座ることが確実視されている元FRB理事のローレンス・リンゼー氏がかなりまとまった考え方は明らかにしている。同氏は12月1日、米企業協議会主催の「日本=米新政権にとっての政策課題」と題するコンファランスで「次期政権における米日関係」(U.S.-Japan Relations in the Next Administration)の演題で講演、今後の日米関係のあり方に関して

極めて具体的に提言している。

ブッシュ次期政権が成立したときにリンゼー氏の主張がそのまま採用されるかどうかは不明だし、講演内容に関しては「個人的見解」と断ってはいる。また状況が変化することも十分にありうる。しかし同氏の今回の講演は、ブッシュ・チームの中で議論がなされた後での対日政策での基本的な考え方に基づいた講演・方針表明であると思慮され、ブッシュ政権成立後の日米関係を予測する上で極めて示唆に富む内容である。まずこれを抄訳・紹介する。ただし肝心な後半の部分はほとんど逐語訳である。(原文は米企業協議会のサイト http://www.aei.org/past_event/conf001201b.htm にある)

《 Remarks given by Lawrence B. Lindsey 》

Japan Policy Challenges for the New Administration

American Enterprise Institute

Wohlstetter Conference Center

Friday, December 1, 2000

1. 過去8年間の民主党政権の対日政策は間違っていた。クリントンは先の中国訪問において同国には9日間も滞在したのに、日本に立ち寄ることなくアメリカに帰ってきた。過去50年間アジア・太平洋地区の平和と繁栄の要となっていたアメリカと日本との関係は民主党の「日本無視」政策によって毀損した。21世紀にはこんな贅沢は許されない。米日関係においては貿易や安全保障問題の細部については意見の相違があるかもしれないが、この二カ国の緊密な協調関係に取って代わる関係は他にない。

2. この米日の二カ国関係改善は他の諸国、特に中国を排除するものではない。しかし、そのためには中国が太平洋にまたがる平和と繁栄の地域圏諸国のクラブに加盟し、中国が国内政策の歩調をこのクラブが広く採用している所有権、自由、司法の独立の枠組みに合わせなければならない。中国の機嫌をとるためや、同国引き込みのためにアメリカと日本の緊密な関係を基盤とする太平洋周辺諸国クラブの理想と原則が犠牲になるべきではない。

3. ここで議論すべきは対中政策ではなく、日本とアメリカの今後の関係であり、次のアメリカの政権が日本との関係において直面する課題である。この地球で最も規模が大きい二つの国民経済の関係はとてつもなく重要なのだが、今回の米大統領選挙では取り上げられなかった。議論がなされなかったということは、ブッシュ、ゴアの両方の陣営に食い違いがなかったということではない。実際の所、アメリカのアジア全般、特に日本に対する両陣営の立場の食い違いは他の問題と同じくらい目立っていた。

4. 最初に述べたように、民主党政権下の過去8年というもの、アメリカの日本に対す

る政策は「無視 (neglect)」だった。もっと具体的に言うと米日関係は、一つの言葉に集約されていた。それは「外圧」である。私は「外圧」がペリー将軍以来、米日関係において重要な位置を占めていたことを認める。しかし二つの国、世界の歴史の中でももっとも規模が大きい二つの経済大国の関係全体が、一方がもう一方に対して様々な改革で圧力をかけるといふ形に集約されるのは奇妙ではないだろうか。

5 . 「外圧」手法依存は、米日関係改善にとって不可欠な創造的な思考を阻害してきた。アメリカでは、その時その時の政権による「日本叩き」が政治的支持基盤をなだめる便利な方法となった。日本では、アメリカの手厳しい攻撃が事前に予想されたことから、国内の政治論議は国内問題に対する創造的な解決策を模索することではなく、アメリカの攻撃に対して日本のメンツが立つ形での短期的な解決策を探る方向に向かってしまった。端的に言えば、「外圧」が太平洋の両方において「創造的思考」に代わるものになってしまったのである。東京とワシントンの両方で姿勢は内向きになった。他の重要な問題でのアメリカと日本の協力の余地は狭まった。

6 . 「外圧」の最も顕著な例は、間違いなく日本の財政・金融政策に対するアメリカ政府のコメントである。アメリカ政府高官の日本の財政、金融政策に関するコメントは、声高かつ極めて露骨だった。しかもそれがあまりにも日常的になったが故に、われわれはこうした行動が、二つの進んだ国の間ではいかに奇妙なものであるかということをおぼろしく忘れてしまった。

7 . 結局のところ、金融政策、財政政策というものは国際交渉の対象ではなく、本質的に国内政治マターである。むしろ、今の欧州のように国が主権をより大きなグループの為に一部放棄することはある。しかし今の欧州のケースとは対照的に、日本の経済政策に対するアメリカの圧力はアメリカと日本の財政・金融の体制を統合しようという観点から出てきたものではない。アメリカの対日要求は手厳しいばかりでなく、混乱を招くものだった。例えば民主党政権下の財務省は日本に対して好んで、経済成長への道は財政赤字の拡大の中にあると説いてきた。しかし財務省は同時に国内では、アメリカの経済成長は財政赤字を継続的に縮小させることで達成されたと言い張ってきた。なんたることか。控え目に言っても米財務省は経済的ロジックからではなく、政治的必要性から成長と予算の関係をその時その時で都合の良いように使い分けている。

8 . ある国の当局者は、別の国の当局者と金融・財政政策を討議すべきだろうか。無論である。しかしこの二国間の会話は物静かに、そして国内政治メリットの観点からではなく経済原則を貫徹させる形で行われなければならない。問題の核心に入ろう。核心とは、日本にとって適切な金融・財政政策とは何かという点であり、日本の政策に対するアメリカ

力の姿勢はいかにあるべきか、ということだ。アメリカでそうであると同じように、日本でも三つの原則が当てはまる。そしてそれが出発点となる。

9．第一に、成長と予算の間の因果関係だ。大前提は、成長率が税収を決めるということだ。実質成長率に対する税収の変化率は恒等式 ($unity = 1$) を超える。つまり、成長が高いと税収は急増するし、その逆も真である。よって、アメリカの高い経済成長は財政黒字を生み出したが、日本の低成長は頭痛の種となる赤字をもたらした。これこそ、財政政策に対する米財務省の矛盾した立場の背後にある基本的事実である。

10．第二に、長期的な成長と政府ファイナンスとの関係は、赤字か否かということではなく、政府資金がいかに使われるかという点と結びついている。公的部門が非常に高い収益率で資源を使える能力があるのであれば、政府による民間部門の経済資源への課税、また民間部門からの借入のいずれであっても、相対的に収益率の低い経済活動（消費あるいは低収益率の民間投資）から収益率の高い活動に資源を振り向けているということが言える。逆に、公的部門が調達した資金を低収益率のプロジェクトに投資すれば、資源を高収益率の民間活動から低収益率の公的活動に振り向け、社会全体としての資本収益率を低下させてしまうことになる。

11．極端な例として、政府がみずからの権力を拠り所として資金を借入れ、破綻しつつある企業の活動を維持するために支出することは、文字どおり、高収益率の民間部門活動から「マイナスの」収益率の民間部門活動へ資金を振り向けることになる。政府がこうした活動を借入れによって行えば、長期的に「債務の罠」(debt trap) が生ずる見込みが高まる。

12．しかし、「債務の罠」に代わる正しい政策は、税収の引き上げではない。税収は収益を生む民間活動から徴収される。税に過度に依存すると、「債務の罠」と同じくらい経済を弱体化させる「税の罠」の状態を作り出してしまう。その状態では、低収益の活動を維持するために高収益の活動向けの資源が枯渇してしまう。長期的繁栄という観点からすれば、財政の中心的な問題はいかにして調達するかではなく、国家がそれをどう使うかである。

13．第三に、国家財政は短期的な景気変動に対する緩和剤として使えることには疑問の余地がない。長期にわたる経済不振に陥った国における「適切な」財政政策が、財政黒字を出すことでないことは明らだ。しかし、より節度ある財政政策に向かう短期的プロセスの中では、短い間だが経済的な犠牲が生ずることになる。従って長期的な目標の達成のために日本の国家財政を改革しようとするれば、その改革は短期的には痛みを伴うものとなる。

14．それでは、日本にとって適切な政策とは何であろうか。長期にわたる低成長の後において、財政政策の主要な課題が景気安定であると主張することは難しい。日本の債務レベルと、国家の資源配分を左右する強い政治勢力の存在を考えれば、日本が抱える最大の問題は財政資源の間違った配分だと言える。日本の巨額な政府債務は、日本の貯蓄の収益率が上昇しない限り返済がより難しくなるであろう。今朝の議論を踏まえれば、この結論には議論の余地は少ないと思う。

15．さらに、日本において貯蓄の収益率を高める最善の方法は、従来型の公的部門プロジェクトに使われる資源を減らすことだという主張に対して論議が巻き起こることも思わない。社会的収益率の向上をもたらすこれまでとは違った形での望ましいの資金の使い方は、おそらく税制改革を行うことであろう。しかしそれが出来なくても、借入を削減し、いくつかのプロジェクトに対する支出を取り止めるだけで、日本は総資産収益率を上昇させることが出来るだろう。

16．そうした財政支出削減が、日本経済に対して短期的な悪影響を及ぼすことは間違いない。ここで事態の乗り切りに役立つのが、米国と日本の協調的・協力的な行動だ。日本の財政改革の結果として最も生じる可能性の高い結果は、財 (goods) と資本 (capital) 「両方の」米国への流入増加である。この二つの流入が同時に生じれば、ドル・円の為替レートに対する差し引き (net) での影響はゼロということになる。日本の財のアメリカへの流入に対しては、アメリカ人は相反する感情を抱くであろう。国内消費の選択肢を拡大させ、インフレを抑制する競争が増大することには感謝の気持ちを持つかもしれないが、しかしもう一方で、アメリカの競合産業は日本の構造調整の矛先を受ける形となり、苦境に陥って不満を抱く。

17．資本の流入はアメリカにとって間違いなく喜ばしい。現在のアメリカの景気拡大は、記録的な外国からの資本流入に支えられている。国家貯蓄の促進を意図した税・年金制度の長期的な健全性が向上したとしても、予見しうる将来アメリカは外国資本に依存せざるをえないであろう。こうした状況下では、アメリカでの高い投資収益率を求める日本の資本の一時的な流入増加は歓迎されるだろう。

18．したがって、ブッシュ次期政権にとっての日本への課題は、その性格から分けて次の3つになると思われる。第一に、アメリカから日本に対する"口撃" (rhetoric) の量を減らすことである。日本の財政改革は、有権者に対して説得能力を持つ日本の政治家によってのみ実行できる。「外圧」は、この手の構造改革に必ず伴う痛みのスケープゴートにアメリカをしてしまう。今のアメリカの言いたい放題の姿勢は、良好な米日関係を好ましく

思わない日本の政治家を反米スローガンに走らせ、しかもそれに正当性やポイントを与えてしまう。現在の耳障りな「外圧」政策を続けることでアメリカが支払わねばならないコストは、より国家主義的な、そしてより孤立主義的な日本ということになるかもしれない。

19．第二に、我々は日本に対する注文（advice）の性格を変えなければならない。自己都合的な、露骨な政治的注文の代りに、米日間の議論は先に述べたようなどの国にでも当てはまる普遍的な原理・原則にもっぱら限定すべきである。日本の有権者や政治家の多くは、これらの原理・原則の背後にある真理を理解している。アメリカは、日本の財政・金融政策の細目決定ではどちらの立場もとるべきではなく、明白な原理・原則に基づく発言をすることが日本にもっとも必要な改革を促すことになるろう。

20．第三に、日本の改革のアメリカ経済への影響についてもう少し注意深く検討したい。実際に財政改革に踏み出せば、日本はアメリカ市場に依存せざるを得ない。すなわち、輸出商品の受け皿市場として、そして貯蓄の海外流出先の市場として。これは、日本の財政改革に伴う不可避的なものである。そしてこれは、協調的な二国間取り決め、市場の開放を通じてか、さもなくば為替レートのやむなき調整のいずれかで生じるものである。アメリカの利益は後者にではなく、前者にあることを認識すべきである。

21．これからの10年は、大規模な変化が生じるが故に課題多き期間となるろう。過去10年間の日本無視は不幸なことであつたばかりでなく、おそらくこのまま続けることも不可能だろう。「外圧」の代わりに、相互間の協力と尊重の政策をとらなければならない。それは正しい政策であるだけでなく、客観的に見ても世界の二大経済国にとって最もふさわしいものである。（終）

《 what he means 》

このリンゼー講演からは、ブッシュ米次期政権の対日姿勢の基本がどこにあり、政策がどのようなものになり、その背景にアメリカのどのような懸念が潜んでいるかがかなり明確に示されている。リンゼーは一般論で論じながら、これまでの日本の財政政策に対して「極めて非効率なものだった」と強い不満を持っていることも明確にしているのである。

まず目に着くのは、「原理・原則」の重視だ。クリントン政権は人権という原則を前面に出しながら、一方では実利を取ろうとして「日本より中国」という対アジアでの外交姿勢がかなり目立った。むろん表面的には日本がアジアの要であることを表明していたが、クリントンの率いる政権は「結局日本にとってアライアンスの対象としての選択肢はアメリカしかない」という読みから、日本を扱い易しと見ていた節がある。日本は見くびられていたのである。よって、新たに取り組むなら実利がとれる中国の取り込みにクリントン政

権は走った。しかし、中国はクリントン政権よりも上手だった。

成立するかもしれないブッシュ次期政権には「中国へのにじり寄り」は感じられない。リンゼーは中国が繁栄と平和を謳歌しているアジア・太平洋クラブに入ろうと思うなら、米日が共有している「所有権、自由、司法の独立の枠組み」に中国が合わせるべきだ、と述べている。これは、今の中国ではクラブに入る資格はない、と言っているに等しい。その意味では、ブッシュ政権の方が中国にとっては手強い相手となろう。

中国の位置が下げられた分だけ日本がアジアではアメリカのパートナーとして格上げになったような印象を受けるが、日本には別の形で「原理・原則」に立ち戻れと言っている。「所有権、自由、司法の独立の枠組み」を共有する日本には、財政支出のあり方などで「経済の原則」に立ち戻ることを要求しているのである。

もっとも重要なのは、「税金を生むのは経済成長であり、日本が抱える問題は公的資金の"使い方"だ」と言っている部分である。日本政府は国内政治的圧力から、そして一部エコノミストは間違った見解から財政赤字を膨らませばいつか日本経済は回復すると考えそれを実行・推奨してきたが、リンゼーはこれらの見方を一蹴する。当然である。国民に将来への自信を植え付けない公共投資は、「債務の罠」を有無だけである。借金を減らそうと増税すれば、「税の罠」を生む。日本の政府から、そして地方公共団体から出ている「増税案」も愚行に満ちたものであるとリンゼーは否定しているように見える。

なかでも10、11、12は今までの日本政府の財政政策に対する痛烈な批判である。ただ赤字の額だけを増やせば米民主党政権ならOKだったが、「われわれはそうは思っていない」という強いメッセージである。つまり、公共投資の総額は減らし、「使い方を考える」と言っている。しかし減らせば日本経済には「短期的には打撃」になる、とまで心配してしてくれる。

市場の人間にとって一番興味深いし、では日本経済に打撃が生じたときに日米両国がなにをすべきかを論じた部分「16」である。この部分の英文は、

「Such a cutback would no doubt cause some short-term difficulties for the Japanese economy. Here is where coordinated action between the United States and Japan might help. The most likely result of Japanese fiscal reform is an increase flow of BOTH goods and capital to the United States. The combined effect of this will be to produce no NET change in the dollar-yen exchange rate. The former we will feel somewhat ambivalent about: grateful for the increased choice for domestic consumption and inflation-fighting competition, distressed because some of our import competing industry will bear the brunt of the adjustment. 」
(http://www.aei.org/past_event/conf001201b.htm から)

となっていて、リンゼー自身もこの部分には細心の注意を払って発言しているのが分か

る。下線と大文字は原文通りであって、この点はリンゼーが自ら指定したと思われる。重要なのは、

「日本が財政圧縮の短期的な悪影響を受けるときには、アメリカは財 (goods) の日本からの流入 (日本にとっての輸出) を引き受ける用意があるし、そのために米国内の競合業界の不満も政治的に飲み込む用意があるから、その輸出で日本に入った資金はアメリカに回してくれ」

と言っている部分だろう。輸出で日本に入ってくる資金がそのままアメリカに資本として流出すればドル・円相場は「no NET change」だというのである。リンゼーは今までブッシュ政権のドル安誘導の可能性を否定している。日本の日経ビジネスとのインタビューでは、

「クリントン政権は後に強いドルを望ましいと言うようになったが、当初は口先介入によってドルを下げた。1ドル80円までになったのは記憶に新しい。ブッシュ政権はこのようにドルを政策遂行の具とし、加えてドル安誘導に向かうようなことはいっさいしない。」

と述べていた。しかしリンゼーがここで明確にしているのは、「no NET change」が良いのであって極端なドル高・円安も好ましいとは考えていないということである。この点興味深いのは最後の部分だ。彼はこう言っている

「実際に財政改革に踏み出せば、日本はアメリカ市場に依存せざるを得ない。すなわち、輸出商品の受け皿市場として、そして貯蓄の海外流出先の市場として。これは、日本の財政改革に伴う不可避的なものである。そしてこれは、協調的な二国間取り決め、市場の開放を通じてか、さもなくば為替レートのやむなき調整のいずれかで生じるものである。アメリカの利益は後者にではなく、前者にあることを認識すべきである。」

つまり為替が強いられた調整を迫られるより、日米が相互の弱点を補い合う「協調的な二国間取り決め、市場の開放を通じて」事態を乗り切ろうと言っている。アメリカも今の景気を維持するためには、海外からの資本が必要なのであり、その点はリンゼーも明確に述べている。これは日米にとって、両国関係が切っても切れないものになったと言っているに等しい。重要なのは、リンゼーが「財政緊縮の打撃を緩和する目的で、アメリカは日本の財を引き受ける用意がある」と言っている点である。国内産業への打撃もある程度やむなしとしている点が特徴で、これは今後アメリカでも論議を呼ぼう。

リンゼーがクリントン政権の「外圧政策」が「不幸であったばかりでなく、持続も不可能」と言っている理由が興味深い。リンゼーはこういう。

『「外圧」は、この手の構造改革に必ず伴う痛みのスケープゴートにアメリカをしてしまう。今のアメリカの言いたい放題の姿勢は、良好な米日関係を好ましく思わない日本の政治家を反米スローガンに走らせ、しかもそれに正当性やポイントを与えてしまう。現在の耳障りな「外圧」政策を続けることでアメリカが支払わねばならないコストは、より国家主義的な、そしてより孤立主義的な日本ということになるかもしれない。』

リンゼーは具体的に石原・東京都知事のような政治家の日本での台頭を懸念しているのであろう。持っているアメリカの国債を売ってしまえというような政治家が日本に出現してもらっては、海外資本に依存しているアメリカは困るのである。

問題はここまでグランドデザインを描いた次期ブッシュ政権の政策に、日本の政治が対応できるかである。関門はかなりある。なによりも、日本の財政政策は一貫して弱者救済であり、リンゼーが10、11、12で言っているような事を理解できているかどうか、仮に理解できていてもその方向で動けるか極めて怪しい。日本政府が急遽、枯渇しつつある国家資金を「投資効率の高い形」で使えるとは思えない。赤字に怯えて走る方向は、「増税」なのは見えてきている。すでに多くの兆候がある。酒、タバコ、そして待ちかまえているのは消費税の引き上げだ。地方の動きも顕著だが、その先に待っているのは「税の罠」である。

日本政府がしてきたことはリンゼーに言わせれば、「(公的部門が)調達した資金を低収益率のプロジェクトに投資し、資源を高収益率の民間活動から低収益率の公的活動に振り向け、社会全体としての資本収益率を低下させる」ことそのものである。その意味で、日本は「債務の罠」「税の罠」の両方に睨まれている存在だと言える。

問題は日本の政治の中にも出てきた「公共投資の見直し」の議論を、単なる見直しではなくて「使い方、投資効率を考えた見直し」の形で進めることが出来るかである。国家資金の割り当てを左右する強力な政治基盤がある程度毀損しないと、これはなかなか難しい。その基盤の毀損は、政治家・政権そのものが入れ替わるか(与党・野党を問わず)、世論の反対が強まるかしかない。戦後のどの時期より、日本で政治が重要になったということだ。

日本における政治機能の麻痺は、アメリカとの共存関係を難しくし、国内での欲求不満の増大を招き、リンゼーが一番恐れる「より国家主義的な、そしてより孤立主義的な日本」ということになる危険性もある。財と資本の国際化の進展の中で実際にどの程度「国家主義」「孤立主義」が可能かは議論の余地があるが、その傾向が出てくるような日本は相当な経済的苦境の中にいるだろう。

リンゼーの投げている問題意識を受け止められる政治家の数が日本で増えているかどうか

かが、ここ当分の市場と相場を見る一つのポイントになってくる。リンゼーの描いたシナリオで展開するとすれば、為替はドル強地合い・円軟調に推移し、日本の株は力強さを取り戻し、債券相場の大きな崩れは先延ばしされよう。

「公共投資の使い方」に関しては、経済協力開発機構（OECD）も同じような考え方を表明している。このほど発表した日本の景気や政策運営についての審査報告書で、中期的な財政再建計画づくりの必要性を指摘し、「日本の公的支出は規模に見合った価値を生み出していない」と述べている。

OECD は、歳出の無駄の削減や予算決定プロセスの大幅見直しなどの改革が急務だと提言している。また先行きに関しては、日本経済は不確実性が大きいとして、規制緩和など改革のペースを緩めてはならないと強調している。

OECD は日本の今年の成長率は 1.9%、2001 年は 2.3%と予測。その一方で、日本の債務残高が対 GDP 比で現在約 113%と、OECD 加盟国中最低に転落したことなどをとりあげて「日本の財政状況は深刻」と指摘している。また同機構は 2002 年度以降、「民需中心の持続的成長がみえた段階で少しずつ財政再建を進めるべきだ」とし、中期的な財政再建計画の策定に今から取りかかるよう求めている。

《 rate cut ahead in U.S. 》

今週の主な予定は以下の通りです。

12月11日(月)	7 - 9月期法人企業統計 10月決済ベース対内対外証券投資 10月国際収支 11月調査大蔵省景気予測調査 米10月卸売り売上高 米10月シカゴ連銀指数
12月12日(火)	米大統領選、州による選挙人の選出 第4回・南北閣僚会議(平壤)
12月13日(水)	12月調査日銀短観 米11月小売売上高 米11月輸出入物価
12月14日(木)	10月鉱工業生産確報 11月企業倒産 米11月生産者物価 米10月企業在庫 米7 - 9月国際収支 ECB 定例理事会

12月15日(金)

日銀金融政策決定会合

米11月消費者物価

米11月実質賃金

米11月鉱工業生産・設備稼働率

先週明確になったのは、アメリカの金融政策の方向性です。今までの引き締めから「緩和」への方向が明確になった。今後の展開はおそらく以下の通りになりそう。

1. 次回のFOMC(12月19日)でリスクの傾きを中立に戻すか景気後退までもっていく
2. 21世紀最初のFOMC(1月30~31日)で0.25~0.50%の利下げ

利下げの環境は徐々に整いつつあると言える。最大のネックは労働市場の逼迫だったが、先週金曜日に発表された米11月の雇用統計を見ると、今年8月以来初めて失業率は4%に上昇、非農業部門の就業者数も9万4000人とエコノミスト予想の14万8000人を大幅に下回った。また、同就業者数の10月分は当初発表の13万7000人から7万7000人に大幅に下方修正された。

統計からは景気の鈍化に応じて、企業が労働者の就労時間を削減していることが分かる。労働省に発表によると、週当たり総労働時間が11月は0.1%減少した。また、週当たり平均労働時間は6分減少して34.3時間となった。

グリーンズパンも今までの引き締め政策の変更を示唆して先週ニューヨークで以下のよう

に講演した。

1. 最近になって債務不履行率の上昇やドット・コム企業の破綻などから、リスクへの警戒が強まってきた。今年の株式相場はここ数年の上昇局面から下落し、リスクプレミアムも広がっている
2. いくつかのハイテク部門を含め、需要と供給がより持続可能な状態に調整されている。ごく最近は、景気拡大のペースは緩やかになっている。住宅建築や自動車販売はじめ、消費者向け耐久財の減速が目立つ
3. 今春から始まった景気減速のなかで、雇用まで影響が及ぶのには時間がかかっており、雇用需給は引き締まってきた。ただ、最近の新規失業保険申請件数の増加は、雇用ひっ迫が緩和する前兆かもしれない(グリーンズパン発言は11月の雇用統計発表以前)
4. エネルギー価格の上昇が続けば、懸念となる。今日における最大の影響は、価格転嫁ができない企業部門の利ザヤに表れている。非金融、エネルギー企業のエネルギーコストは、99年春から年率40%程度上昇している

- 5 . コスト上昇と売り上げ鈍化から企業収益が減速し、株価が下落した結果、個人消費を押し上げてきた資産効果は目立って減少してきた。これまでの株高は新興企業の資金調達を容易にしてきたが、資本コストが上昇することは、設備投資全体を抑制することになるだろう
- 6 . 経済がいくらか勢いを失っている時に、金融市場における資産価格の下落は家計や企業部門の支出を極端に軟化させることを警戒しなければならない。

よって筆者は12月19日の次回 FOMC ではリスクの所在の方向変化が行われると見る。金融政策に絡んでくるのが財政政策である。ここでブッシュの減税案が浮上してくる。しかし、政権交代の微妙な時期にあって金融政策の発動のほうが速いだろう。

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。ちょっと寒い週末。今日も寒い。寒くなったら「鍋」ということで、土曜日は朝10時から全日本鍋物研究会の水木会長が学生時代に考案し、それ以来同家でだけ40年間かなりの頻度で食べられながら一度も同家から出たことがない門外不出のナベ、「もやし鍋」なるものの収録が新宿の「ねばし」という店であって、小生も参加しました。

今のところ1月24日放映ということで、なんだか知らないのですがTBSの「オフレコ」という夜8時の番組だそうです。そこで、「鍋」の特集をしてそのコーナーにこの水木家の「もやし鍋」が登場するという。まあでも40年も門外不出という鍋も珍しい。食べたならシンプルで、戦後のにおいがしたな。

今日も寒い。「鍋」の季節と言うことです。それでは、みな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(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》