

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1451号 1998年08月07日(金)

《 no passion for Obuchi tax reduction 》

日本では小削減税の骨格が固まったものの、今一つ株式市場がこれを歓迎しきれない状況が続き、一方ニューヨークでは株価が大きく動揺しました。またクリントン不倫・偽証教唆疑惑は一方の当事者であるルインスキーさんが大陪審で証言を行うなど、徐々に大詰めに向かって動き出している。

報じられている小削減税の骨格は以下の通りです。

最高税率を所得税・個人住民税の合計で現在の65%から50%に引き下げる(所得税の最高税率を40%に、個人住民税の最高を10%への方向)

法人税の実効最高税率を、今までの46.35%から40%に引き下げる

税制の抜本改正には手を着けずに、この結果課税最低限を引き下げず、「定率」で減税を行い、かつ中間所得層に配慮した所得階層別に裁量的な措置を取る

こうした一連の措置により、当初見通しの「6兆円減税」を大きく上回る「7兆円減税」(所得税・個人住民税で4兆、法人税で3兆前後)を実施する

橋本首相が「2兆円の特別減税」を決めるにも逡巡していたことを考えれば、小淵新政権が打ち出した「7兆円減税」はかなり思い切ったものだといえるし、所得税・個人住民税と法人税(実効税率)の最高税率を国際水準並に引き下げるとは、大きな前進と言える。他のアジア諸国などに比べれば依然として高いものの、先進国の最高税率と比べてみると、日本の最高税率はほぼそれなりきの水準になると言える。

	法人課税の実効税率	所得課税の最高税率
アメリカ	40.75%	46.45%
イギリス	31.00%	40.00%
フランス	33.33%	54.00%
日本の新体系	40.00%	50.00%

しかし、減税の規模がこれだけ膨らみ、また税率が他の先進国と並ぶ水準まで引き下げ

られた割には、市場は白けているし、国民の間にも将来に対する強い希望が生まれている訳ではない。 その理由は次のようなものだと思います。

- 1 . 税率構造の抜本改革を先送りして、「窮余の策」的に「裁量的定率減税」を持ち出したこと。「抜本改正」の公約が先送りになったことが、市場で嫌気されている
- 2 . 減税と併せて抜本的な規制緩和をすれば経済に活力が出た可能性が高いが、規制緩和の方は中途半端になっていて、様々な問題が残っている
- 3 . 大枠の減税規模は分かるが、国民一人一人がでは自分はいくら税金が安くなって、それが将来の生活をどう変えるか読み切れないこと
- 4 . 税金以外のところで、将来の年金・職などで依然国民が抱えている「不安」が大きいこと

など。むろん、減税は「冷や酒」のように効いてはくるとされるし、やらねばならない多くの措置の一つですが、規模を7兆円にまで膨らましたのに、市場の反応がもう一つなのは小淵政権としても意外なのではないか。

今の日本経済は、減税や公共投資の「規模」には踊らない、大きな不安（雇用や先行きに対する）を抱えていることが鮮明になったと言える。次から次に課題が増えるようで気の毒だが、新政権はこうした問題に根気強く対処しなければならない。減税はあくまでも、「日本経済再生」の一つのステップに過ぎない。

〈 more to do 〉

日本の税制には大きく言って三つの欠陥があった。第一は、諸外国と比べて法人税が高いということ。このままではソニー、トヨタ、本多、松下など優良日本企業が本社を海外に移してもおかしくなかった。今回40%になるが、それでも台湾の25%など他のアジア諸国に比べて高い。

第二は、累進制が懲罰的だったこと。つまりお金を稼ぐ人に厳しかった。課税最低限が高く、所得の高い人にはいくら働いても果実の少ない税制だった。これは経済の活力を削ぐ。税金を払っていない人が日本では多かった。特に年間所得が400万以下の人。この課税ベースを拡大する必要がある。税金は「皆で払って、皆で大事に使う」が原則である。今は、特定少数の人からとって、みんなで無駄使いするという形。これは良くない。

第三は、所得税・所得住民税率が法人税の実行税率より高いため大企業では年収が大体2300万円、中小企業では1350万円を上回った段階で、個人的な支出（飲み、食いを含めて）まで会社経費にした方が得な経済になっている。これが「社用族」のもと。またスポーツ選手などは皆、所得を法人所得にする。これは法人税率が低いため。これは健全でない。

こうした問題に、今回の小淵減税はすべて答えているとは言えない。今後こうした問題

に答えていく必要がある。

一方、アメリカ経済の好調にも関わらず、今週はニューヨークの株式相場が大きく動揺した一週間でした。過去2日間は小高くなっものの、火曜日の市場はダウで300ドル弱と、史上3番目の大幅な下げを記録。率にすれば3%強と小さいのですが、今の世界経済の要(かなめ)はなんといってもアメリカ経済ですから、「今アメリカ経済や市場に動揺されたら困る...」という雰囲気が強まり、その後の世界の株式、為替、債券市場はニューヨークのダウの動きを一喜一憂して見守るという展開だった。(87年10月19日のブラック・マンデー時の下げ率は21.7%だった)

半月前に史上最高値を更新したとき(引けで9337.97ドル)から見ると、調整幅は9%前後となっている。普通ニューヨークの株価を語るときには、「10%以内の下げ」を「調整」と言っていて、今回のその下げは範囲内に止まっているが、このままニューヨークの株価が安定できるかは不明である。

ニューヨーク株価の下げについては

1. 景気先行指標の低下など、アメリカ経済の鈍化を示す指標が出てきている
2. 企業収益の先行きに対する不安感
3. アジアでの経済混乱の持続見通し(円安 アジア通貨危機 米経済打撃)

などが指摘されている。しかし筆者は、グリーンスパンも警告している今の高い株価を、今後の米企業の業績見通しの中で正当化できるかどうか(業績と株価の乖離)への疑念の高まりが、大幅な株価の修正をよんでいると思う。

最近まで、「ダウは10000ドルに達する可能性がある」と言っていたRalph Acampora(ブルーデンシャルのアナリスト)が、火曜日に2回もCNBCに出演して、「ニューヨークは強気市場から弱気市場に変わった」(the bull is giving way to a bear)と述べたことも、市場のセンチメントを弱気にさせた。

彼は、ニューヨークの株価は、「15~20%は下げる」と述べている。8000を割るか割らないかまで落ちると言うことだ。今回の一連の下げで、ニューヨークの株価は今年3月の初めの水準に戻った。

「アメリカ経済と株価の関係」は、「成功のジレンマ」とも呼べるものである。経済がうまく行けば行くほど、株価は上昇してバブルの様相を持つ。しかし、では経済を不調に出来るかと言えば、それはできない。

アメリカ経済に関しては、今週ページブックが発表された。依然として「バランスの取れた成長」プロセスにアメリカ経済があることが示されている。インフレは低く、失業率は低下している。一つの懸念は、成長の原動力を「消費」だけに依存していることで、景気の「消費依存」があまりにも強まると、アメリカ経済の先行きは懸念した方がよくな

る。消費が永遠に伸び続けることはない。ポイントは、外需や設備投資の動きです。

〈 Have a nice week 〉

暑い一週間でしたが、皆様にはいかがお過ごしでしたでしょうか。減税幅が「7兆円」と規模拡大しているのに、それを材料にもしない株式市場を見ながら、「今日本経済に必要なもの」を考えさせられた一週間でした。数字だけが積み上がってきているのに、「熱」がない。熱がなければ、数字が生きないと思うのです。必要なのは政治家のメッセージでしょうか、政界、マスコミ、経済界、それに国民などの間の信頼感でしょうか。それとも、国民一人一人、一つ一つに企業が描く明るい将来像でしょうか。数字以外に、そんなものが必要だと思いました。

ところで、少し前から話題に上っていましたが、私も今週3日ばかりをかけて「三本の矢」(早川書房)を読み終わりました。作者については色々な説があるのですが、私が聞いている限りでは、この本は通産省の課長補佐程度の方がペンネームで書いたもの。大蔵省の内部の人から見ると、プロセスがちょっとおかしく、また省内で文章力や経歴などから書けると思われる人も多忙でこれだけの小説を書ける時間的余裕はないだろうという。

下巻の初め頃から大体犯人の推察はつくし、犯人の動機は古色蒼然としていて、ENDINGの自分の靴で客に促されて酒を飲む真犯人の話などちょっと“臭い”感じがして好きになれない面もある。しかしそれでもこの小説に関して私を含めて、「面白くて一気に読んだ」という人が多いのは、この小説の話題がほぼ“現在進行形”であることと、各エージェント(主要参加者)の考え方が鮮明に出ていること、それに私はそうはならないと思うけれども今の混乱の終着駅を指し示しているようなところがあるからでしょう。あと、経済や今の日本の政治を考える上で、極めて実体に近い“教科書”になっているからだろうと思う。

特に今興隆しつつある「複雑系」の考え方をを使って犯人を割り出す努力をしていくプロセスや、ここで展開される会話には迫力がある。特に下巻の謎解きの部分は、佐室というすっとぼけた、しかし非常に小説の上で重要な役割をしている人物がうまく使われている。

ただし、私の印象をいうならばやはり小生をわかりやすくするために作者はかなりの捨象をしている。現実の金融危機にはもっともっと多様な圧力、要因が働く。海外からの圧力もあれば、市場からの圧力もある。それを主要政策立案者の思惑だけに絞った嫌いがある点が、小説をやや臨場感の乏しいものになっている。

しかし、いろいろ注文はつきますが非常に面白い小説であることは確かです。人間を類型化することには問題があるが、役所にいる人間達のパターンもいくつか鮮明に示されていると思う。最後に言うならば、彼がいうところの「日本の三本の矢」は、この小説で描かれているほどには堅牢なものではなくなりつつあると思うのですが...

いずれにせよ、一読を薦めます。

(米ページュ・ブック)

Reports from Federal Reserve Districts generally indicated a high level of economic activity and further expansion recently, though with moderation in growth for some regions and sectors. In most Districts, retail sales were in line with retailers' expectations, and inventories generally were characterized as balanced. Manufacturing activity remained at a high level, although the GM strike, weakening demand for exports, and general slowing in the high-tech sector damped expansion. Robust sales growth in residential and commercial real estate markets continued to fuel construction activity in most of the nation. Reports on the agricultural sector were mixed, with drought-like weather in the South and low prices for some products tempering the outlook. Financial institutions across the country continued to report healthy loan demand and generally accommodative credit conditions. Despite the high level of economic activity in recent weeks, many Districts noted that labor shortages, shipping bottlenecks, and continued weakness in East Asia were beginning to temper growth in their regions.

Consumer Spending

Retail sales increased in most Districts in late June and July. Boston, Cleveland, Dallas, and Minneapolis reported strong sales growth since the last report, often exceeding merchants' expectations. Among other Districts, Chicago, Kansas City, New York, Philadelphia, and San Francisco reported steady but healthy retail sales, while reports from Atlanta and Richmond indicated mixed sales results. In general, consumer spending remained robust across many product lines and types of outlets. Sales were strongest for seasonal women's and children's apparel and big-ticket items such as motor vehicles, home furnishings, and major appliances. Retailers attributed the continued strength of retail sales to strong consumer confidence, robust home sales creating demand for complementary items, and favorable financing terms for large purchases. For the most part, retailers reported that inventories were adequate for anticipated sales growth. However, shortfalls were noted for some products. Unseasonably hot weather caught Midwest retailers

with inadequate inventories of fans and air conditioners. Declining inventories of GM products constrained sales at GM dealers and service centers across the country, but other auto dealers reportedly maintained sufficient supplies of new cars and parts. Tourist activity picked up in recent weeks, as the summer travel season got under way. At beach resorts along the East Coast, hotel bookings and day trip traffic reportedly surpassed year-earlier levels. In Boston, increased tourist traffic from Europe offset declines in business from East Asia and contributed to the sector's robust growth. Fires depressed tourism in much of Florida, but other parts of the Southeast attracted visitors, including those interested in riverboat gambling and Mississippi Gulf Coast casinos. In the West, tourism-related restaurant sales, car rentals, and hotel occupancy rates reportedly were strong, and attendance at parks such as Yellowstone and Mount Rushmore rose above year-earlier levels.

Manufacturing

Manufacturing activity remained at a high level in recent weeks, although growth slowed in most Districts. Boston, Chicago, Dallas, Kansas City, and St. Louis reported good growth in non-GM related manufacturing. In Boston and Dallas, telecommunications manufacturers reported good sales gains; in Chicago strong demand for construction equipment and building materials kept producers running near capacity in recent weeks; in St. Louis, robust demand for refrigerators and other appliances induced overtime hours for some producers. In general, manufacturers reported no difficulties obtaining materials or supplies, and prices on many inputs to production were either flat or declined. The GM strike and continued weakness in East Asia slowed manufacturing growth in many regions. In the Atlanta, Chicago, Richmond, New York, and St. Louis Districts the GM strike directly reduced manufacturing employment, idling workers at GM plants and related suppliers in these areas. The GM strike also affected electronics manufacturers in Dallas and chemical, plastic, and steel producers in Cleveland. Weakness in East Asia and increased low-cost imports continued to depress demand for a variety of U.S. products. Manufacturers reported that sales and orders for apparel and textiles, computing equipment, electronic

components, industrial machinery, paper, and wood products fell in many Districts. Reports also indicated employment reductions through layoffs or attrition at some companies.

Construction and Real Estate

Construction activity and real estate markets remained robust in most parts of the nation. Home sales were characterized as strong to booming in Dallas, Kansas City, Minneapolis, Richmond, and St. Louis, and above year-earlier levels in Atlanta, Chicago, Cleveland, and San Francisco. Low mortgage interest rates continued to attract first-time buyers, fueling demand for low to moderately priced homes in many regions. Only Richmond reported concerns about an excess supply of homes on the market; all other Districts indicated that housing inventories were low to moderate and consistent with the strong growth in home demand. Commercial real estate demand also grew rapidly in many areas, although growth was less uniform across Districts than for residential markets. Declining vacancy rates and increasing rental prices were present in a number of cities. In Boston, low availability and limited new construction of commercial space have forced some large and growing firms to relocate to the suburbs. In Manhattan, asking rents on Class A properties have risen 25 percent since last year. In Minneapolis and St. Paul, construction of large office buildings was at its highest level in a decade. In the West, respondents from California reported that low vacancy rates for commercial office and warehouse space have prompted commercial and industrial construction in the tightest markets. Only Dallas expressed concern about over building.

Non-Financial Services

Districts reporting on the services sector indicated continued strong growth in recent weeks. In Dallas, demand for business services continued to rise, fueled by initial public offerings, mergers, and acquisitions. In San Francisco, sales of telecommunications and cable television products rose above an already high level. Cleveland reported that transportation and shipping activity remained very strong in the District, largely due to increased import volumes from East Asia. Unbalanced trade flows to and from East Asia produced an

oversupply of empty containers at West Coast ports, while in East Asia new containers were being built to meet the demands of their exporters. In New York, one large retailer stocked up on holiday-season imports earlier than usual due to shipping bottlenecks at West Coast ports. Banking and Finance Loan demand was steady but strong in most Districts in recent weeks. However, the composition of loan demand differed among regions. Growth in loan demand in Chicago, Cleveland, Kansas City, and San Francisco was broad-based. In Philadelphia, commercial and industrial lending was flat, while consumer lending rose slightly. In Dallas, demand for home and auto loans increased, while in Richmond demand for home mortgage and commercial construction loans increased. Overall, Districts characterized financial markets as intensely competitive, with quality borrowers receiving good terms and rates. Most Districts reported no signs of deteriorating credit quality. Cleveland, Dallas, and New York reported that loan delinquencies and writeoffs fell in recent weeks.

Agriculture and Natural Resources

Reports on agricultural conditions were mixed across the Districts. Reports from Cleveland, Chicago, Kansas City, and St. Louis highlighted generally good agricultural conditions in their regions, as favorable weather put many crops at or ahead of schedule. In the South, unseasonably hot, dry conditions distressed crops, in many cases destroying fields that could not be irrigated. These drought-like conditions also have damaged range and pasture lands. In other Districts, reports focused on prices rather than weather. Minneapolis and San Francisco reported that low prices have reduced profitability among agricultural producers. Price declines for some commodities have been so large that producers cannot cover costs. In addition, many storage facilities remain stocked with the 1997 crops, thereby producing higher storage costs for farmers as they seek alternative facilities.

Labor Markets, Wages, and Prices

All Districts reported that labor markets remained tight in recent weeks. Labor shortages were broad-based, and some skilled workers were

in especially short supply. Most areas noted problems finding information technology workers and construction tradesmen, such as framers. In addition, a number of Districts noted shortages of quality entry-level workers for retail positions; certain skilled workers such as machinists and welders; finance and banking personnel; and drivers for both short- and long-haul delivery. However, general wage increases remained limited, as employers chose to use one-time payments and merit increases to attract and retain specific types of employees. Goods prices remained stable during the recent survey period, although there were scattered reports of increases in some services. In general, declining input prices and intense competition were credited with keeping retail prices in check. Manufacturers and retailers reportedly cannot sustain price increases in the current competitive environment.

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