



労働市場のトレンド  
未来予測の羅針盤!

# 武藤泰明の 経営者目線で読む 景気動向

連載  
第93回

## 市場との対話



1955年生まれ。1980年、東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所の主席研究員を経て、2006年から早稲田大学スポーツ科学学術院教授。専門はマネジメント。「スポーツファイナンス」(大修館書店)、『人手不足時代の人事戦略』(日本能率協会マネジメントセンター)など著書多数。

英国のトラス首相が40日余りで退任した。就任は九月六日。エリザベスII世が女王(二元首)としてこの日組閣を命じ、その2日後に崩御した。

トラス首相のファーストネームはリズ。これは略称で正式にはエリザベスである。英国は2人のエリザベスを相次いで失ったことになる。後任はスナク。インド系である。ついでに言うところのロンドン市長はサディック・カーン。父親はパキスタンからの移民。「ウインブルドン化」、つまり場所はイギリスだが活躍するのは外国人や移民という現象が、テニスだけでなく国や首都の指導者についても生じていることに驚く。

いかにも早すぎる退任の原因は、大型減税をいわず「目玉の政策」としたことにある。トラス氏にとっては、減税は党首選挙の段階で示していた政策なので、方針が何か急変したということではない。既定の路線であった。

でも金融資本市場関係者からは減税は驚きをもって迎えられた。理由は、減税の財源が明確でなかったことである。財源がないとすると、英国の財政赤字は急激に膨張する。このリスクを嫌って、為替、株、債券(英国債)のいわゆる「トリプル安」が起きた。流れとしては、まずポンドが下がる。そうすると国債保有のリスクが大きくなるので買われな

い。あるいは売られる。結果として国債の流通価格が下がるが、これは長期金利の上昇を意味する。金利が上がれば株が下がる。不思議なのは、大型減税が財政赤字をもたらすことは自明なのに、これについての議論がなされた形跡があまり見られないということである。いくつか現地の報道を見てみたのだが、トラス政権は「物価上昇で実質的な所得が減るので、それを補うために減税する」と言っていたようだ。でもこれはおかしい。物価は変動するが、税制は柔軟に変

えられた。党首選挙で表明された政策は、ひろく国民(企業や投資家を含む)の議論や評価の対象になっていなかったということなのだろう。前任者(ジョンソン氏)を踏襲する政策であればそれでもよかったのだが、減税についてはいかにも唐突であった。多少トラス氏の「肩をもつ」なら、女王崩御により、英国のメディアと国民感情は、トラス氏あるいは減税政策どころではなかったのかもしれない。実にタイミングのよろしくない政策決定だったということである。

### 対話の不足

トラス氏のこのような不運を言い換えるなら、「市場との対話」が不足していたということになる。「市場との対話」とは、一般的には

- ①中央銀行や財務当局が、政策方針を為替・金融市場関係者に正しく理解してもらうためのメッセージの発信
- ②市場関係者の意見収集

である。双方方向なので「対話」である。また広義には、市場の動きとは関係者の意思を集約したもので、当局が発するメッセージに市場が反応して為替レートや金利(国債価格)あるいは株価が変動することも対話であると考える。日本では

- ・日銀総裁がゼロ金利を継続すると言いつつ、市場はこれを円安容認のサインと認識する
- ・でもときどき財務省が為替に介入して投機的な円安をけん制する

更するものではないからである。おそらく、先に減税の公約があつて(党首選挙対策である)、後にインフレからの生活防衛という論理が付加された。表のとおり英国の政策金利(公定歩合)はまだ低いので利上げの余地はあるが、米国のように利上げすると景気が後退すると判断したのだろう。日本は物価上昇率がまだ低いので利上げせず財政出動である。日米英でインフレへの対応施策がすべて異なる。英国はなぜ減税なのかという説明が足りないように思う。

### アメリカの大統領候補は政策を語り続ける

比較のために米国の大統領選挙を思い出すなら、まず民主党と共和党がそれぞれ候補者を一人選ぶ。これに至る過程で、各党の候補は激しい選挙戦を展開し、自らの政策を提示する。そして大統領候補に選ばれてからは、対抗する候補との実質的に一対一の選挙戦で

が「対話」である。あるいは、日本の機関投資家は米国債保有が為替変動リスクのヘッジコストの増加を意味するので現在は売り基調である。つまり米国債を売って日本国債を買っているのだが、これは当局と投資家の対話であるとともに、投資家から他の市場関係者へのメッセージにもなっている。

### 中国は対話をもっと不足している

さて、このような対話が不足しているのではないかと思えるのが中国である。不足どころか、たぶん、対話する気がない。それで済むと思っている。

10月23日に終了した共産党大会で就任した指導者には、市場志向の人が一人もいないことが懸念されている。だから株は売られ、通貨は下げた。中国国内の機関投資家は、共産党大会開催中に株を買って支えていたようだ。大会中に危機を起すわけにはいかないからだろう。でも最終日に公表された新指導部を見て、市場はちゃんと反応した。国策ファンドが買い支える程度の資金量では、市場を支配することはできない。

本来であれば、市場関係者による多様な政策評価情報があつてよいのだが、この国に自由な意見の表明を期待することは、一段と非現実的になった。危険な兆候として、香港の株価指数は、1997年の香港返還のときより下がっている。対話がなければ、市場はサインを出すということである。

# 景気動向

武藤泰明の  
経営者目線で読む



労働市場のトレンド  
未来予測の羅針盤!

表 日米欧英の政策金利の推移(2022年)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
米国	0.25	0.25	0.5	0.5	1	1.75	2.5	2.5	3.25
日本	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
ユーロ圏	0	0	0	0	0	0	0.5	0.5	1.25
英国	0.25	0.5	0.75	0.75	1	1.25	1.25	1.75	2.25

調整する。つまり、大統領が就任する前に、その政策は経営や投資に織り込まれている。だから国民は大統領選挙の結果に驚く(だけではない)。国民の約半数は、対立候補を支持している(不満である)ことはあっても、その政策に驚くことはないと言つてよい。

しかし英国では、トラス氏の政策は驚きをもって