

米国の新政権の通商政策に関する調査研究

第 I 報告

市場の上向き傾向の継続

12月上旬、機関投資家やアセットマネージャーは、年末をネガティブな打撃に見舞われずに迎えることばかりを考えているように見える。彼らの関心は主に、その年の利益を計上することと賞与を確保することに集中しているようである。彼らは市場の「天井打ち」が示すネガティブな兆候を明らかに認めたらないでいる。

「中国の話題」は、中国とアジアは欧米の弱い経済回復の「影響を受けていない」ため、アジアが欧米に代わって世界経済成長の原動力となるということについての確信を強めているように見える。

債券市場の混乱

11月26日の「ドバイ・ショック」には、債券市場のほとんどの投資家が驚かされた。

報道機関の報道は混乱し、アブダビとドバイの政府およびUAE中央銀行による救済措置についてしばしば誤解を与えた。それよりも、この状況をより適切に描写しているのは、債務不履行に類似した再構築過程である。

アブダビとドバイの指導者間の長年にわたる緊張が、現在のドバイ指導部に深刻かつ持続的なダメージを与えながら、ドバイの強制的な降服において頂点に達した、と我々は考えている。

ドバイ・ショックは、それ自体では、世界市場を混乱させるほどの規模があるようには見えなかった。一部のアナリストはドバイ問題を、ギリシャの巨額の公的債務、あるいは、ラトビア、リトアニア、ハンガリー等の東欧諸国の国債への注目を集めるための新たな理由と見なした。12月1日に、新たなショックが生じた。アイルランド最大の銀行であるアライド・アイリッシュが、一部の債券の利子支払いと優先株の配当支払いを停止すると発表したのである。

欧州委員会によるこの措置は、政治的には理解可能であるが、大手銀行は自己資本比率を高める努力を今強化すべきであるという、大多数の欧州および北米の財務省の意向に全く反している。大手銀行の債券や優先株を行政措置によって停止することができるなら、金融機関の債券市場は信用できないものになる。

アライド・アイリッシュ・ショックは、まだ値が付けられていない債券市場における、もう一つの危機を警告するものである。

銀行と保険会社はまた、公的債務と商業債務の両方に関するクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)の広範な取引のリスクにも晒されている。来年度は、銀行、保険会社、主権を有する政府の直接的および間接的なリスクの監視が強化されるため、CDSスプレッドは急激に上昇する可能性がある。

中国の貸し付けショック

11月末に、また別の大きなショックが中国銀行業監督管理委員会から生じた。同委員会は、中国の大手11銀行は資本組み入れを大幅に増やして自己資本比率を世界基準にまで高めるべきであると発表したのである。

中国政府高官は、国内の中国株式市場と不動産市場を落ち着かせるため、財政および通貨刺激策はそのまま継続するという、心強い公式声明を発表した。しかしながら、特定された大手銀行は、たとえ株式発行を増やしたとしても、要求される程度まで資本を増やすことができる見込みがほとんどなかった。したがって、政府は、銀行を支援するための異例の方法を策定するか、または銀行が貸し付けを減らすことができるようにしなければならない。

中国の銀行に対する新たな規制の結果の一つは、オーストラリアおよび中南米からの原材料輸入注文の停止であった。

商品に対する中国の貸し付けの引き締めがもたらした深刻な結果は、金属や燃料を含む数多くの重要な商品に対する全世界の需要のペースが低下したことであろう。ネガティブな商品市場の修正は、中国内部や輸出国の鉱業地、全世界の燃料貯蔵設備（停泊中のタンカーを含む）における在庫の蓄積によって拡大する可能性がある。

株式、商品および石油の高い相関関係

今年は、株式、商品および石油市場がそれぞれ高い相関関係を示し、米ドルに対しては逆相関関係を示した。

ネガティブな市場の修正が、密接な相関関係を示す株式、商品および石油市場間で広範に生じるなら、売却において多くの有形資産および株式の流動性が比較的低くなる可能性もある。その場合、全世界において、新たに非流動的な資産を手に入れるよりも最も流動的な市場へ乗り換える動きが見られることが予測され得る。このような乗り換えの動きによって、ドル、ポンドおよび円の需要が増加するだろう。

日本円への乗り換えが持続するかどうかは疑問である。現在の日本経済は、不況の再開を伴ったデフレの見通しである。

円が弱くなるか、あるいは日本経済が複合的なデフレと深刻な不況に突入するだろう。

オバマ大統領のアジア訪問

中国を中心としたアジアを今は米国の外交政策の主な焦点とするべきであるという、オバマ大統領のアジア訪問のこのような解釈は、意図されたものではないと後に述べられた。

しかしながら、オバマ大統領は彼の党の主要な政治家達と相談したわけではなく、地域統合への彼の関心表明に関して議会の支持を実質的に得ていなかった。

米国議会も韓国議会も、再交渉された二国間自由貿易協定を検討する準備ができていない。

大統領のアジア訪問中と訪問後、米国報道機関の解説者達はこの訪問の根底にある重要なテーマを必死で突きとめようとした。メディアや他国の政府から多くの質問が投げかけられた。

増え続ける質問に答えて、オバマ大統領は、この訪問は貿易に関するものであったと公に説明しようと試みた。

太平洋を横断する貿易の力関係を変えたいという願望に当てられたこのような焦点には、輸出によって米国は景気停滞から抜け出すことができるというオバマ大統領の個人的希望が反映されている。

貿易が新たな雇用創出を可能にするという期待へのオバマ大統領の意識集中に、我々は根本的な欠陥を見出している。米国にとって、輸出はGDPの比較的小さな部分を占めるにすぎない。世界貿易は成長を止め、長期間抑制され続けるかもしれない。米国の輸出を増やす唯一の方法は、世界中の他の輸出国から市場占有率を奪うことであろう。

ドルがさらに弱くなれば、おそらく全世界に二度目のさらに強力な不況と失業が襲いかかり、米国輸出産業にとって不確かではあるがネガティブな結果がもたらされるだろう。さらに、オバマ大統領が弱いドルを望んでいると全世界が確信すれば、諸外国政府および実業家はドルを投げ売り、他の通貨か商品、金に乗り換えるだろう。

第II報告

失業率と景気見通し

12月に企業調査が示したところでは、雇用の純喪失数はたったの85,000だった。一方、労働統計局(BLS)のプレスリリースは、中小企業間の就業者数を上げる世帯調査に基づいて推計された589,000の雇用の喪失という、衝撃的なほど大きな数字を、実質上無視した。BLSの労働者統計は、661,000人の労働者が12月に労働市場から投げ出されたことにより、求人市場の全体的規模が実質的に縮小したことを明らかにしなかった。労働市場全体の規模が一定のままだったなら、失業率は10.4パーセントまで上昇しただろう。

高い失業率と住宅市場における軟調の継続といったこの状況において、貯蓄率は上昇し、消費は2010年の間ずっと低迷するだろうと、我々は見ている。世帯のレバレッジ解消は継続し、世帯への貸付金額はさらに減少するだろう。消費が強い反発力を示さなければ、株式と商品の相関した市場が強気を継続するのは困難だろう。一方、市場の勢いが上昇の一途をたどり続けるなら、政策がそれに歯止めをかけるだろう。経済が抑制されず上昇する姿を思い描くのは、実に困難である。

財政赤字

2007年に具体的な形を取り始め、2008年後半に金融市場の臨界へと展開した大不況により、税収が急激に減少した。財政赤字が至る所で異常な速度で増えているのは明らかである。GDPの比率としての財政赤字に関するEUのマーストリヒト条約の制限に違反しているのは、ギリシャ、スペイン、ポルトガルのような国のみでなく、実質上その他全てのEU加盟国も同様である。英国政府の財政赤字がGDPの100%まで急増したことについて世界中の報道において警告が行われたが、GDPに対する財政赤字の比率は、米国を含むその他多くの諸政府において、同じ100%以上のレベルに向かって上昇している。

このような国家の財政赤字は、米国やその他多くの国においては、地方自治体レベルで

の赤字の影にしっかりと隠されている。結論は、多くの州および地方自治体が収支を調整するために支出を大幅に減らす必要があるだろうということである。このことは、失業率にとってさらにもう一つのネガティブな要素となるだろう。

州および地方自治体はもちろん米国連邦政府も財政赤字は増える一方であり、政府のあらゆる水準での借り入れを大いに増やす必要があるだろう。このことは政府内での投資家獲得競争を激化させるだろう。スプレッドが拡大し、全ての公的な借り手にとって借り入れコストが上昇する可能性がある。

多くの民主党員は、選挙で敗北することに恐れを募らせている。再出馬しないと決めている議員もいる一方、留まるために別の政党に移ろうとする議員もいる。このような力関係は、オバマ大統領の議会における自身の党への影響力を表明する力が、2010年にはおそらく衰える一方だろうということの意味している。

気候変動イニシアティブ

オバマ大統領は、炭素キャップ・アンド・トレード・イニシアティブが、2009年11月のコペンハーゲン気候変動会議よりも前に、議会により制定されることを望んだ。下院はワックスマン・マーキー炭素キャップ・アンド・トレード法案を可決したが、上院はすべての措置に反対した。高い失業率が続く中で、鉱業および石油・ガス生産に依存する州はもちろん、鉄鋼、自動車、製紙、セメント産業等、新たな炭素制限によりネガティブな影響を受けると思われる産業や地理的地域との戦いを選択することに、民主党上院議員達は、懸念を抱いたのである。したがって、オバマ大統領は、炭素イニシアティブに関する新たな制限への議会の支持を得ることなく、コペンハーゲン会議に出席した。

2009年12月、中国首相温家宝は、ブラジル、南アフリカ、インドおよび中国から成り、やがてその頭文字を取って「BASIC」と呼ばれるようになった、新興市場経済大国の新たな核となるグループを組織する主導権を静かに握った。このグループは、炭素または他の排出に対する特定の制限に関する公約をせず、「善意」という声明を巧みに作り出した。オバマ大統領が温家宝首相との対話を求めたとき、中国首相は、中国の立案であるBASICの宣言に米国を同調させる機会をオバマ大統領に提供した。手ぶらで米国に戻るか、「善意」の新たな声明に加わるかどうかの選択肢を与えられたオバマ大統領は、中国の立案に賛同することを受け入れた。

中国主導のBASICイニシアティブを採用する際、オバマ大統領は、ヨーロッパの指導者達と、国際的に合意された炭素排出制限のポスト京都体制のためのEUの枠組みを無視した。また、北半球の多くの地域にわたって冬の雪や氷、氷点下の気温が厳しく期間が長いことから、地球温暖化は「現実にある」のかということについて、公開討論において疑問が投げかけられた。今年の冬の厳しさは予想外だったため、米国およびその他多くの先進工業諸国における気候変動策は大幅に変更された。

コペンハーゲン会議の持続する教訓は、米大統領の注目が中国指導部との協定へと劇的に移り変わったことであった。コペンハーゲン会議は、今後数十年間の経済の力関係、すなわちどのコストが誰によって負担されるのかに関するものだった。ほとんどの政府は、

強いられる巨額のコストと経済成長の制限を受け入れる準備が整っていなかった。大多数の政府、そして特に政治家と議会は、雇用や資源を「外国の」当局へ譲り渡すことに対して、大幅な国内の支援を見出すことができない。

アフガニスタン

急増するアフガニスタンへの米軍の関与にかかるコストは、現在の公式予算見積もりをはるかに上回るだろう。極限の土地および気候は、イラクで見られたそれらを大きく上回る困難さを提示している。オバマ大統領は、軍隊およびその装備と支持の構造を輸送するための資金提供が不十分なため、彼の予定通りに段階的拡大が進まないことにすでに気付いていた。これは、軍事計画の失敗ではなく、米国政府の予算配分の失敗である。最大のリスクは、アフガニスタンの結果自体にあるのではなく、別の国または地理的地域（イラン、パキスタン、中東における石油輸送または生産の防衛、テロリストの挑発等）における軍事的対応に関して別の要件が生じた場合に起こることにある。

第Ⅲ報告

ユーロ圏の課題

ユーロは最近、最高値をつけた時期からドルに対して10%下落した。ますます多くの投資家が現在ユーロを売却しているが、これはP I I G S（ポルトガル、アイルランド、イタリア、ギリシャおよびスペイン）の公的債務問題がユーロ圏の金融市場の機能を脅かす可能性があると予想してのことである。欧州の指導者達は、ギリシャ危機への「解決策」を策定するのに苦労している。ギリシャ政府は大幅な支出削減を提唱し、その中には公務員および年金の大幅な削減や大学および大学生への支援の削減が含まれていたが、全国ストライキが政府の実行を妨げると予想されている。EUの高官は、EUの支援が行われると宣言したが、ドイツおよびオランダの政府はギリシャへの財政支援を公然と認めなかった。

ユーロ圏の債務問題は、P I I G Sを越えて拡大している。格付け機関は、今後の大規模な国の借入額を前提として、経済の減速の継続と失業率の上昇を考慮し、すでに全16の加盟政府の債券を見直している。今年のフランス、イタリアおよびドイツの借入額は、ユーロ圏資本市場全体に暗雲を投げ掛けている。進行中の赤字を補うための新たな債券発行の必要性に加えて、これら3カ国だけで1兆2000億ユーロ以上になる既存の短期公的債務のロールオーバーが必要である。EU全体のGDPに対する財政赤字の平均比率は、6~7%の範囲であり、フランスとイタリアは平均以上、ドイツはマーストリヒトの制限をはるかに超えている。

ユーロ圏の諸政府が互いに資本を争うにつれて、より弱い加盟政府のクラウディングアウトが発生し、その結果、政府の公的債務の借り入れコストまたは利回りが上昇するだろう。世界的な生産過剰の中でユーロ圏経済が長期にわたる景気停滞の中に留まっている間、このクラウディングアウトは民間の借り手に悪影響を与えるだろう。したがって、ギリシャの公的債務への信用の崩壊は、ドルに対してのユーロの価値下落の継続を伴った、ユーロ圏の多くの分野の公的債務および民間債務における信用低下の最初の兆しにすぎない。

中国の見通しの不確実さ

まだ公には述べられていないが、中国の並はずれた経済成長率は欧米の失業率および低成長という犠牲の下に成り立っているのだという感情が、欧米の政治家達の高まりつつある。

中国における高い経済成長率の持続可能性に対する疑念もまた、特に金融バブルに直面して高まりつつある。いくつかの主要な商品を輸出している経済圏の諸政府は、信用が尽きるとともに中国からの原材料注文が大幅に減少したことにすでに気付いている。

米中間の緊張の高まり

米中関係は辛辣なものになり、米高官は進行中の二国間対話における中国の反応を、ますます好戦的かつ横柄なものになりつつあると特徴づけている。経済の諸分野を横断する米国の利権に対する中国の報復への要求が高まっている。EU諸政府もまた、中国からの輸入に対するダンピング防止措置を広範に取るようにと産業界から圧力をかけられている。ワシントンと欧州の各首都間では、通貨価値を高めるよう中国をどのように説得するか、そして中国商品のダンピングにどのように対処するかについて、議論が行われている。高まる緊張の中で、貿易摩擦が貿易戦争に発展することが考えられる。一方、中国の指導者達が金融市場に歯止めをかけたことによる中国経済の弱さと外需の弱さを恐れているなら、他国との貿易戦争は政治的に役立つ牽制とみなされ、国内の弱さが外国の責任にされる可能性が考えられる。

米国政府における政治的力関係の変化

マサチューセッツの民主党上院議員ケネディが何十年も占めていた議席をあまり知られていない共和党員が獲得したという選挙結果は、議会の現職の民主党員を驚かせた。これに続いて、ニュージャージー州およびバージニア州の最近の知事選挙では、共和党が勝利した。これらの選挙結果の裏側で、世論調査は有権者の姿勢に大きな変化があることを示した。無党派層の投票者達の間には、オバマ大統領と現職の民主党員から離れていく重大な転換が見られた。民主党員は上院下院の両方で多数の議席を失うだろうと、今では広く考えられており、多くの民主党員は、自分達は大統領と党の指導部から独立していると位置付けることによって備えようとしている。オバマ大統領のカリスマ性と「チェンジ」の期待が弱まるにつれ、大統領の世界情勢への注目は大幅に減り、その代わりに、国内での政治的生存と2012年の再選の見通しに意識を集中するようになった。これは「多国間協調主義」にとって良い兆候ではない。

第IV報告

攻撃を受けるユーロ

ますます多くの外国人投資家が、ユーロは下落すると予想している。中には、ユーロが存続可能な通貨であり続けるか疑問を持つ投資家もいる。報道機関の注目はギリシャ危機に集中し

ているが、投資家はギリシャ危機を、全ユーロ加盟国間の一連の公的債務および民間債務の危機の始まりにすぎないと見ている。投資家は全加盟国の経済および金融の見通しの悪化を予想しており、諸政府が互いに助け合うことは経済的には不可能であり、政治的には気が進まないでいると思っている。なぜなら、全ての国が大規模な借入れを必要としているため、互いに競い合って自国の債務を見せつけるだろうからである。欧州の指導者達はギリシャを支援すると約束したが、ドイツが先頭に立って救済措置に反対を表明していて、いかなる財政支援も行われまいであろうことは今や明らかである。EUの指導者達は、IMFの支援を、「自分達の」ユーロ問題であると考えているものへの余計な介入であるとして認めなかった。

ユーロの根底にある重大な欠陥

一つ目の重大な欠陥は、世界貿易が今もなお縮小している中で、ユーロ圏が成長の主な原動力として輸出に依存していることである。また、ユーロ圏の輸出は、世界的な生産過剰と資本財への需要薄の中で、資本財および自動車に大幅に集中している。二つ目の欠陥は、加盟国が互いに財政支援を行う気がないことである。三つ目の欠陥は、財政政策と通貨政策が分離し、各加盟国が独自の予算を決定しているということである。

唯一の規律が安定・成長協定のガイドラインであり、これは財政赤字をGDPの3%以内に制限しているが、今では実質的に全ての加盟国がこの制限に違反し、平均7%以上である。四つ目の欠陥は、欧州中央銀行（ECB）によって設定された通貨政策と挙国一致政府によって維持される規制政策の分離が継続していることにあり、ECBはECBから資本を引き出す個別の銀行の個別の問題を扱うことができない。挙国一致政府は銀行の整理の延期を選択したため、ユーロ圏の銀行制度は、ユーロ圏内のみならず東欧、ロシア、およびその他の地理的地域における不動産およびその他のバブルにおける高レバレッジのリスクに晒され続けている。五つ目の、そして最も根本的な欠陥は、加盟国が互いに、あるいは監督機関に、重要な主権を譲る気がない状態が続いているということであり、そのため金融危機に対して協調的に対応することができない。これらの欠陥、そしてユーロ圏の経済および財政見通しの悪化を考慮すると、次の疑問が生じる。

弱いユーロは有益であるか？

ユーロはドルに対してすでに約10%下落している。さらに下落すれば、ユーロ圏の輸出は世界市場のシェアをさらに占めることができるかもしれないが、世界貿易の成長が弱いため、ユーロ圏の成長への利益は限定的なものになるだろう。したがって、ユーロがさらに弱くなれば、世界的生産過剰の中で全世界の工業製品価格が下がる一方、輸入材料、食品および製品コストの上昇の結果として、ユーロ圏内にインフレ圧力が生じる可能性がある。さらに大きな危険は、米国、欧州、英国、中国、日本および他の主要な国々がすべて、自国の通貨の下落または少なくとも上昇の回避への期待を少なくとも部分的に当てにし、輸出を強化しようと努めるだろうということである。結果は重商主義の予期せぬ復活だったかもしれないが、それは、全世界の貿易相手国が輸出を増やし輸入を減らすために互いに締め出し合っていた1930年代における不況の深刻化の原因だった。