

F R B インフレ回避利上げケース考察 **禁複写**

金利・為替・株価特報（2008年6月7日号） 068

スリーネーションズリサーチ
代 表
植 草 一 秀

<目次>

1. 金融危機・景気後退 V S インフレ・ドル安のジレンマ
2. F R B 利上げの日本への影響
3. 利上げ観測残存の E C B
4. 迷走福田政権のゆくえ
5. 投資の戦略

お知らせ

新設の個人ブログ「植草一秀の『知られざる真実』」

(<http://uekusak.cocolog-nifty.com/blog/>) が皆様のご支援により、「人気ブログランキング政治部門」でベスト10入りを果たしました。コラム記事を精力的に発表しておりますのでご高覧くださいますようお願い申し上げます。

弊社HPに掲載しておりました「内外政治経済金融情勢の展望」も当ブログに掲載して参りますのでご高覧ください。「1日1クリック」の人気ブログランキングへの投票もなにとぞよろしくお願い申し上げます。

1. 金融危機・景気後退 V S インフレ・ドル安のジレンマ

NYダウは12,500ドルラインでの攻防を続けてきたが、6月6日に前日比394ドル下落して12,209ドルの水準まで下落した。NYダウはチャート上の新たな下落波動に移行した可能性が浮上しており、警戒感を強める必要が高まった。

本誌では、米国のサブプライム金融危機が最悪期を脱しつつあるとの見方を前提に、NYダウが本年1月、3月の安値でダブルボトムの底値を形成しつつある可能性を指摘してきた。しかし、見通しを修正する必要性が生じた。

米国のサブプライム金融危機が最悪期を脱しつつあるとの判断は不変だが、

NYダウの推移（2007年6月～2008年6月）



原油価格の高騰持続を背景に、FRBがインフレ懸念の高まりに対応して金融政策の方向を変更する可能性が新たに浮上し始めたと判断し、NY株価に対する見通しを修正する。

NYダウは昨年10月9日の14,164ドルの史上最高値から本年3月10日の11,740ドルまで2424ドル、17.1%下落した。主因はサブプライム金融危機だった。米国政策当局は大幅な金利引き下げ、1680億ドルの景気対策決定、ベア・スターンズ社の経営危機表面化に対応する290億ドルの緊急特別融資実施などの対応を示してきた。

NYダウはこれらの政策対応を映して3月10日の11,740ドルを底値にして反発し、5月2日には13,058ドルまで上昇した。その後、NYダウが12,500ドルの節目を大きく下回らずに上昇軌道を形成するなら、NYダウが本年1月、3月の安値でダブルボトムを形成して上昇トレンドに転換する可能性が高まると予測してきた。

NYダウは5月1日に本年1月3日以来4ヵ月ぶりに13,000ドル台を回復したのち、12,700ドルから13,000ドルのレンジ中心のもみ合い推移を示したが、5月20日以降に再び下落基調を強めた。モノラインと呼ばれる金融保証会社や大手金融の格付け引き下げ問題が表面化したことが背景

だった。

ところが、昨年来、上昇傾向を示し続けてきた原油価格が1バレル＝135ドルの高値から1バレル＝120ドル近辺まで下落し、また、6月5日発表の小売売上高が前年同月比3%の増加を示した。この変化を反映してNYダウは6月5日に前日比213ドル上昇して12,604ドルまで反発した。

しかし、6月6日、5月の雇用統計が発表されて失業率が5.5%に跳ね上がり、また原油価格の指標であるWTI先物価格が一気に1バレル＝134ドル台にまで急反発したことから、NYダウは前日比394ドル急落して12,209ドル水準まで下落した。

NYダウが本年5月2日の13,058ドルを起点として、株価下落第2波動に移行する場合、昨年10月9日から本年3月10日の株価下落第1波動の下落幅2424ドルをあてはめると、10,634ドルまで下落することになり、NYダウの10,500ドル近辺への下落を想定しなければならなくなる。

5月2日以降にNYダウが株価下落第2波動に移行したとする場合、その基本的な背景は米国におけるインフレリスクの高まりである。原油価格が1バレル＝135ドルに上昇し、FRBがインフレリスクを無視できなくなり、これまでの金融緩和政策を修正せざるをえない状況が生じたことが、株価調整第2弾の背景になる。

米国の金融政策がインフレ警戒に軸足を移行させる可能性が高まったことが、株価見直し修正の基本背景である。NY株価がどの水準まで下落するのは、FRBのインフレ警戒スタンスがいつまで続き、またどの程度にまで強められるのかに依存する。その最大の決定要因は原油価格の推移であり、原油価格の高騰が持続する間、NY株価に対する警戒スタンスが求められることになる。

問題を整理してみよう。昨年8月から本年3月にかけて、米国経済が直面した最大の問題はサブプライム金融危機だった。サブプライム金融危機の基本構造は、不動産価格下落－不良債権増加－金融不安発生－景気後退懸念表面化－資産価格下落加速、の悪循環発生だ。

本年5月27日に発表されたS&Pケース・シラー住宅価格指数によると、米国の1戸建て住宅価格は本年3月に全米主要10都市平均で15.3%下落した。第2次大戦後最大の不動産価格下落が生じている。不動産価格下落は安易な融資が実行されたサブプライムローンに直撃した。サブプライムローンは

証券化され、ハイリスク・ハイリターンの証券化商品が世界の主要金融機関に大量保有された。

昨年8月以降、世界の主要金融機関のサブプライム関連巨額損失が相次いで表面化した。いくつもの主要金融機関から兆円単位の損失発生が公表された。本年に入って問題は金融保証会社の格付けにも波及し始めた。モノラインと呼ばれる金融保証会社の格付けが引き下げられると、これらの金融保証会社が保証している有価証券の価格が急落する。有価証券の価格下落は、有価証券を保有する金融機関の追加損失発生をもたらす。

サブプライム金融危機は資産価格下落－不良債権増大・金融不安発生－景気悪化の悪循環を引き起こす。1990年以降の日本経済がこの悪循環に苦しんだ典型事例である。日本の事例では、問題収束に13年半の時間を要した。この詳細については本誌2008年5月24日号を参照いただきたい。

問題を解決するためには、悪循環を断ち切ることが必要だ。具体的には、①景気支援政策を実行して経済の悪化を緩和する、②金融機関が損失を早期に開示して自己資本増強策を講じる、③大手金融機関の破たんリスクに対しては政策当局が公的資金投入を含む金融システム安定化策を実行する、の3つの施策が求められる。

昨年8月以降、米国は上記の3つの対応策を迅速かつ大胆に実行してきた。FRBはFFレートを5.25%から2.0%にまで引き下げた。ブッシュ政権は1680億ドルの景気対策を迅速に決定した。民間金融機関はアジア、中東の政府系ファンド、米国等のプライベート・エクイティ・ファンドなどからの巨額出資を実現させてきた。また、FRBはベア・スターンズ社の経営危機表面化に対応して、290億ドルの緊急特別融資を実行して、システムックリスクの顕在化を巧みに遮断した。

こうした施策によって金融不安は緩やかに後退した。また、米国経済は悪化しているものの、2009年に向けての経済心理の落ち込みは回避されつつある。金融不安、景気後退のリスクに対して、米国政策当局、米国金融機関は、これまで適切に対応し、危機深刻化を見事に回避してきたと評価できる。

しかし、これらの政策対応が、その代償としてひとつの問題を拡大させてきた。それがインフレリスク＝ドル下落リスクである。今年の半ばまで、もともと米国にはインフレリスクとドル下落リスクが存在していた。FRBは200

1年から2003年にかけてITバブルが崩壊し、グローバルにデフレリスクが懸念された時期に強力な金融緩和政策を実行した。

FFレートは2003年6月には1.0%の水準にまで引き下げられた。2004年6月から金利引き上げ政策が始動したが、2002年から2004年にかけての超緩和の金融政策運営が不動産価格にバブルを生み出す原因になったと、最近になってグリーンSPAN前FRB議長が非難されてもいる。

実際に米ドルは、FRBが積極的な金融緩和政策を実行した2001年を起点として2007年にかけて、主要通貨に対する下落傾向を示してきた。日本円に対しては下落していないが、ユーロ、英ポンド、加ドル、豪ドルなどの主要通貨に対して米ドルは大幅な下落傾向を示してきた。

2004年以降、FRBはデフレリスクが低下したとの判断の下に、FFレートの段階的な引き上げを実行した。FFレートは2004年6月の1.0%から2006年6月の5.25%まで、4.25%ポイント引き上げられた。この金融引き締め政策の効果により、住宅価格の下落が始まった。米ドルの下落にも2007年後半以降、歯止めがかかる兆候が見られ始めていた。インフレ率はやや高止まりしていたが、コアのインフレ率については緩やかな低下が観測され始めていた。

ところが、この段階で昨年8月以降にサブプライム問題が火を噴いてしまった。FRBは昨年12月までは慎重な金利引き下げスタンスを維持した。しかし、2008年の年明け後、サブプライム金融危機に対する懸念が一気に拡大し、グローバルな金融不安を引き起こす恐れが高まったため、FRBは政策スタンスを大胆に転換して大幅利下げを断行した。

FRBを中心とする米国政策当局の機動的かつ柔軟な政策対応によって、金融危機拡大は巧みに回避されたが、急激な金利引き下げ政策の副作用がいま顕在化し始めている。とりわけ、世界の投資資金が集中的に流入したのが原油市場である。

中国を中心とする新興経済成長国の原油需要が急激に拡大していることを背景に、原油価格の先高観測は根強い。債券、株式、ユーロ、新興国などに流入していた世界の投資資金は、これらの市場での利益獲得期待が低下したことを背景に、原油を中心とする資源市場に大量に流入していると考えられる。

また、米国の急激な金融緩和政策は米ドルの下落観測を引き起こしやすい。

F R B は大胆な金融緩和政策によって、2008 年前半の金融危機顕在化を上手く回避したが、その副作用で今度はインフレリスクに対応する必要に迫られている。

6 月 6 日には、米国大手証券のモルガン・スタンレーが 7 月 4 日までに原油価格が 1 バレル = 150 ドルまで上昇するとのレポートを発表したことを背景にして原油価格が急上昇した。原油価格上昇により、F R B の政策スタンスがインフレ警戒に転換することが強く警戒され、株価下落が促進されたと考えられる。

また、6 月 6 日発表の 5 月米国雇用統計では、米国の完全失業率が 4 月の 5.0% から 5.5% に跳ね上がった。非農業部門の雇用者は前月比 4.9 万人減少して、5 ヶ月連続の減少を記録した。米国経済の悪化は鮮明になっており、景気後退下のインフレリスク拡大という、「スタグフレーション」の現実化が株式市場の大きな悪材料になり始めている。

6 月 3 日の講演で F R B のバーナンキ議長は「今のところ政策は適度な成長と物価の安定を促すうえでの適切な位置にあるようだ」と述べて、昨年 8 月以降に実行した金利引き下げ政策を休止する考えを示唆した。バーナンキ議長はさらに、「インフレやインフレ期待の意味することに注意している」と述べて物価上昇とドル下落への強い警戒感を表明した。

インフレ懸念を放置すれば、長期金利の大幅上昇が生じて株価も急落してしまう。また、インフレ懸念の放置は米ドル急落を招きやすく、ドルが急落すれば資本が一気に海外に流出して、米国金融市場が危機に陥ることも懸念される。

原油価格の上昇が持続する間は、米国金融市場は動揺しやすい状況を示し続ける可能性が高い。F R B はインフレ警戒スタンスを表明せざるをえないと思われる。F R B の警戒的な金融政策スタンスは米国の景気悪化観測を強める効果を発揮するだろう。

公的資金注入策発動により金融危機表面化のリスクを排除した F R B にとって、現在の最優先課題はインフレ心理の払拭に移行したと考えられる。格付け大手の S & P が 6 月 2 日にモルガン・スタンレー、メリル・リンチ、リーマン・ブラザーズの大手証券 3 社、6 月 5 日に M B I A とアムバックの大手モノライン 2 社の格付けを引き下げた。金融不安が完全に払拭されたわけではないので、F R B の姿勢は極めて慎重であると考えられるが、当面、F R B はインフレリ

スクへの対応に軸足を定めて政策運営にあたると考えられる。

金融政策がインフレ心理払拭に軸足を移行させることは、米国景気にはマイナスの圧力を与えることになる。その結果、NY株価には下落圧力がかかりやすくなる。NY株価見通しにおいて、ダブルボトム形成による株価上昇見通しを、株価下落基調持続見通しに修正したのは、このためである。

6月7日に青森市で発表される日米中印韓のエネルギー相による共同声明では、原油価格の高騰が異常であるとの認識が盛り込まれる見通しである。原油相場は投機資金の流入により上振れしている可能性が高く、価格がピークを確認すれば、利益確定の売りが殺到して急落すると考えられる。

原油価格が急落すれば、FRBのインフレ警戒スタンスは急速に緩和されると考えられる。その逆が現在の状況であり、原油価格が上昇を続けている間、FRBの金融政策スタンスの変化とNY株価への下方圧力に対して十分な警戒が求められる。

2. FRB利上げの日本への影響

日経平均株価は本年3月17日に11,787円まで下落したのちに反発に転じ、堅調に推移してきた。5月15日に14,251円まで上昇したのち、5月26日には13,690円まで下落して25日移動平均を下回ったが、その後すぐに反発に転じて6月6日には14,489円まで上昇した。

この水準は本年1月9日の14,599円以来の高水準で、年初来高値である1月4日の14,609円まであと120円にまで値を戻したことになる。3月17日の11,787円から6月6日の14,489円までの上昇は2702円、22.9%に達している。

6月6日のNY市場でNYダウが前日比394ドル急落したから、6月9日の東京市場では日経平均株価も大幅に下落すると見込まれる。3月17日から6月6日までの2ヵ月半、23%の株価急騰が一服して小幅調整局面を迎える可能性が高い。

NY株価下落の背景は、米国におけるスタグフレーション懸念の広がりである。サブプライム金融危機の影響で米国経済が悪化しているのは周知の事実だが、そこに原油価格急騰が重なり、インフレ懸念が拡大し、FRBの金融緩和政策に変化の兆しが見え始めている。このことが、株価調整を招く原因になっ

日経平均株価の推移（2007年6月～2008年6月）



ている。

原油価格の上昇が続く間は、この株価警戒の図式が残存することになる。F R Bは昨年後半に金利引き下げ政策を開始させた時点から、インフレ懸念に対して強い警戒感を有していた。昨年12月11日の利下げまで、F R Bの利下げ政策が極めて慎重であったのはこのためである。

本年1月になって、サブプライム金融危機が世界的に連鎖して同時株安の変動を生み出したことを受けて、バーナンキF R B議長は金利大幅引き下げの方向に舵を切った。F Fレートはあっという間に2.0%の水準にまで引き下げられた。

3月のベア・スターンズ社危機を乗り越え、内外市場で株価反発が広がり、楽観的な先行き観測が広がり始めた段階で、新たな問題が世界の金融市場に広がり始めた。グローバルなインフレ懸念である。象徴的な存在が原油価格であり、指標であるWT I先物価格は1バレル＝135ドルに上昇した。

WT I相場は1年前の2007年6月には1バレル＝64ドルだった。この1年間の価格上昇率は100%を突破した。原油だけでなく食料品価格も上昇傾向を強めており、インフレ警戒はグローバルに広がっている。

インフレ問題は相対的に強い金融緩和政策を採用している国で顕在化しやすい。相対的に強い金融緩和政策を実施している国では通貨が下落しやすく、通貨下落は輸入物価の上昇を通じて国内のインフレ率を上昇させやすい。

2001年から2008年にかけての期間の為替市場の推移を見ると、日本円と米ドルが主要通貨に対して趨勢的な下落傾向を示してきたことがわかる。円ドルレートは名目でほぼ横ばい、実質では緩やかな円安傾向を示してきた。日本円や米ドルに対して、ユーロ、英ポンド、加ドル、豪ドルの主要通貨は趨勢的に上昇した。

下段のグラフは1999年年初以降の円・ユーロレートの推移を示している。2001年から2007年にかけてのユーロ高、円安が鮮明に示されている。米ドルもユーロに対して類似した推移を示しており、日本や米国でインフレ問題が顕在化しやすい条件が存在している。

米国は、ペルシャ湾岸諸国が通貨のドル・ペッグ制を見直す動きに直面している。6月初めにペルシャ湾岸諸国を訪問した米国のポールソン財務長官は、湾岸諸国のドル・ペッグ制からの離脱は湾岸諸国の利益に適わないことを強調した。湾岸諸国通貨が米ドルに対して切り上がれば、湾岸諸国が米国に投資した金融資産の自国通貨建て評価額が目減りするからだ。

しかし、湾岸諸国の米ドル・ペッグ制からの離脱は米国にとっても大きなり

円・ユーロレートの推移（1999年1月～2008年6月）



スクファクターである。これがドルの全面的な下落の引き金を引く可能性があるからだ。湾岸諸国がドル・ペッグ制からの離脱を示唆しているのは、湾岸諸国のインフレ圧力が強まっているからだ。金融引き締めが必要になっているが、金融引き締めが自国通貨の上昇を招くために、その採用が制約を受けている。

こうした事情も、米国がインフレ抑制の金融政策をとる必要を生み出している。今後の原油価格動向、米国のインフレ関連指標に大きく依存するが、FRBのインフレ警戒スタンスが強く求められる状況が生まれている。

この問題が懸念材料として金融市場で重視される間、米国株式市場には下方圧力がかかりやすいと考えられる。日本の株式市場は米国株式市場との連動性を著しく強めており、米国株価が下方圧力を受ける期間は、日本の株価も上値を抑えられる展開が持続することが予想される。

日経平均株価が7月中旬にかけて調整局面を示す可能性を考慮しておくべきと考える。しかし、米国のサブプライム金融危機はFRBが3月のベア・スターンズ社危機に際して、公的資金投入を含む対応策を示したことで、最悪期は脱したと考える。

モノラインと呼ばれる金融保証会社の格付け引き下げにより、大手金融機関の追加損失が拡大すると予想され、大手金融機関の格付け引き下げもさらに広がる可能性は高いと思われるが、大手金融機関の破たんが生じて連鎖的な破たんが広がる金融市場の機能不全リスク（システミックリスク）が顕在化する恐れは低いと考える。

問題は原油価格の高騰がいつまで、どの水準まで持続するかだ。原油価格が反落に転じる局面が転換点になると考える。日経平均株価はそれまでの期間、小幅調整の局面を迎えると予想する。

日経平均株価が13,000円台前半まで下落して反発に転じると、8ページの日経平均株価推移のグラフに示されるように、逆三尊型の底値が形成されることになる。日本の株価水準は各種指標から判断して依然として強い割安感を維持している。17,000円台程度への反発は十分に期待できると考える。

日本経済の不振を示す経済指標が相次いで発表され、企業収益にも明確な翳りが広がっているが、株価は2008年後半にかけての経済悪化をすでに織り込んでおり、これらの指標や数値は新たな株価下落要因にはならないと考える。

5月30日に発表された4月の日本の経済指標は日本経済悪化を裏付けた。

鉱工業生産指数は季節調整後前月比で0.3%低下した。家計調査は2人以上世帯の消費支出が物価変動の影響を除いて前年同月比2.7%減少したことを示した。住宅着工戸数は前年同月比8.7%減少した。完全失業率は前月比0.2%ポイント上昇して4.0%に達した。

また、6月4日発表の2008年1-3月期法人企業統計は、全産業売上高が前年比1.5%減少、経常利益が前年比17.5%減少したことを示した。23四半期ぶりに減収減益が記録された。設備投資も前年比4.9%減少して4四半期連続の減少となった。

米国経済悪化、円高、原材料価格上昇などの影響で日本経済が悪化傾向を示し、企業収益の悪化も予想されている。しかし、昨年7月以降の株価下落率が大幅であり、PER（株価収益率）やイールドスプレッド（株式益利回りと債券利回りの較差）などの主要な株価指標は、日本企業の株価が割安であることを示している。

米国株式市場の調整に連動して日本の株式市場も7月にかけて調整局面を示す可能性があるが、日本の株式市場の基調は堅調を持続すると予想する。7月にかけての株価下落局面は押し目買いのチャンスを提供する可能性が高いと考える。

日本の株式市場では、銀行、不動産、商社、鉄鋼などの内需主力セクターと、価格調整の進行した外需優良株を循環的に物色することが有効と考える。当面は株価調整が生じる可能性が高いので、株価の押し目をじっくりと見定めるスタンスが重要と考えられる。株価調整局面は脇役に押しやられていた個別材料株が動きやすい時期である。基本的な相場環境を押さえて、きめ細かく投資戦略を組み立てることが求められる。

3. 利上げ観測残存のECB

5月30日に発表されたユーロ圏15カ国の5月消費者物価上昇率は前年同月比3.6%だった。4月の3.3%上昇から0.3%ポイント上昇し、本年3月に引き続きユーロ導入後の最高値を記録した。ユーロ圏内全域でガソリンや食料品の値上がりが続いており、インフレ圧力は引き続き極めて強い。

ECB（欧州中央銀行）は6月5日に2008年、2009年の経済物価見通しを公表した。この予測によると、2008年のユーロ圏15カ国の消費者

物価上昇率・予測中間値は3.4%で、3月時点での見通しから0.5%ポイント上方修正された。5日に記者会見したECBのトリシェ総裁は、原油、食料品、サービス産業での価格上昇圧力が物価見通しを上方修正した主因であると述べた。

ECBの2009年の消費者物価上昇率見通しは、2008年見通し同様に3月見通しの2.1%から2.4%に、0.3%ポイント上方修正された。ECBの消費者物価上昇率目標値は2%未満であり、2008年、2009年の物価上昇率見通しはこの目標値を大幅に上回っている。

トリシェ総裁は記者会見で「次回会合で小幅利上げを実施する可能性を排除しない」と述べた。次回の金融政策決定会合は7月3日に開催される。ECBが7月3日の会合で金利引き上げを決定する可能性を否定できない状況になっている。

ECBは物価上昇率見通しと同時に経済成長率見通しも発表した。2009年の実質成長率見通しは3月見通しの1.8%から1.5%に下方修正されたが、2008年の実質GDP成長率見通しは1.7%から1.8%に逆に上方修正された。

ECB本店はドイツのフランクフルトに置かれている。ECBは物価に対する厳しいスタンスを保持していたドイツ・ブンデスバンク（中央銀行）の伝統を引き継ぎ、インフレ警戒姿勢が強いことに特徴がある。ECBは最近の原油価格と食料品価格高騰を背景にしたインフレ率上昇傾向に強い警戒感を示し続けている。

ECBが金利を引き上げれば、ユーロは米ドルに対して上昇しやすくなり、米国はインフレ圧力を低下させるために金利引き上げを検討せざるを得なくなる。バーナンキFRB（連邦準備制度理事会）議長が、最近になってインフレ警戒姿勢を示唆する発言を繰り返すひとつの背景に、ECBの強いインフレ警戒姿勢が存在していると考えられる。

為替市場ではECBの利上げ政策示唆を受けてユーロが米ドルに対して上昇したが、利上げ実施はまだ憶測の段階を脱していない。米国の金融政策も緩和中断に傾いているため、4月以降の米ドルの対ユーロ小幅反発傾向は維持されている。米国のFRBがインフレ警戒姿勢を強めていることから、米ドルの独歩安の可能性は限定的と考えられる。また、グローバルに中央銀行がインフレ

警戒で足並みをそろえつつあることから、原油価格の高騰に歯止めがかかる日はそれほど遠くないと考えられる。

問題はインフレ警戒の金融政策で米欧が足並みをそろえた時の日本銀行の対応である。日本国内には日銀の金利引き上げ政策に強く反対する政治勢力が存在しており、日銀の白川総裁新体制が金利引き上げに反対する国内勢力に対して、どのようなアプローチを示してゆくのが注目される。日本だけが超金融緩和政策を維持するなら、日本円の独歩安が生じかねなくなる。この問題を念頭に入れておく必要がある。

4. 迷走福田政権のゆくえ

「後期高齢者医療制度」には根本的な問題がある。保険が保険として機能するためには、リスクが分散されていなければならない。罹患率の高い人々と、罹患率の低い人々が同じ制度に組み込まれていなければ保険は機能しない。

つまり、罹患率の低い若年層と罹患率の高い高齢層が制度に組み込まれているから保険として機能するのである。「後期高齢者医療制度」は高齢者のみによる医療制度であり、当初から制度の存続が不可能であることが明白なものである。制度を維持するための高齢者の負担を1割に定めるとというのが政府の考え方であるが、高齢者は制度を維持するための拠出金以外に医療窓口での負担を負うのであり、罹患率の高い高齢者の負担金額は激増してゆくことになる。

厚生労働省の試算によれば、2015年時点での高齢者の保険料増加率は非高齢者の保険料増加率の約2倍になる。保険料負担能力の乏しい高齢者がこの負担増加に耐えられるはずがない。制度は当初から、高齢者に対する医療を切り捨てる考え方を内包しているとしか考えられない。この考え方は制度導入に際しての厚生労働省担当職員の説明ぶりにも明白に表れている。

担当職員は「高齢者が自分の体感で医療費の増大を感じてもらうことが新制度のねらいである」とはっきりと明言しているのだ。日本の復興と経済発展に貢献し、苦勞を積み重ねてきた高齢者に対する敬意と感謝の念が微塵も感じられない制度が導入されたのである。敬意と感謝どころか、高齢者を邪魔者扱いにしているのが新制度の基本精神であり、この制度に対して高齢者が反発しているのは当然のことである。また、この制度が小泉・竹中改革路線から生み出されたこともしっかり確認しておく必要がある。

政府は6月4日、新制度によって「7割の高齢者の負担が減少した」との政府試算結果を発表したが、きわめてミスリーディングである。政府数値の発表は6月8日の沖縄県議会選を睨んだものと考えられるが、十分に詳細な積算根拠を示さずに「7割が負担減少」のフレーズだけを流布しているは極めて悪質である。

問題点が3つある。第1に、十分に詳細な積算根拠が提示されていないことだ。選挙向け宣伝で政府が虚偽を述べた実例が存在しているだけに、根拠の示されない試算結果を鵜呑みにするわけにはいかない。

第2に、これまでは所属する世帯の被扶養家族として保険料負担を課されていなかった、約200万人の高齢者が数値に含まれていないことだ。この200万人の高齢者の負担は確実に増大する。この高齢者を含めると「7割が負担減少」の「7割」が「55%」に急低下する。

第3は、新制度の負担水準が新制度を完全実施した段階での負担で計算されていなければ意味がないことだ。テレビで見る「歴史雑誌シリーズ創刊」の広告などでは、1冊700円の定価が「創刊号のみ200円」などというケースがある。

制度間の比較は定常状態での比較でなければ意味がない。「激変緩和措置」などの影響で当初のみ負担が少ない場合、この低水準の負担と旧制度を比較して「負担が減少する」と表現するのは詐欺的である。仏の顔をした発足当初の姿が時間の経過とともに鬼の形相に変化するのでは困る。

積算根拠の詳細が示され、新たに負担が発生する200万人を含み、当初の激変緩和措置を除いた定常状態での負担金額について、旧制度と比較した数値が明らかにされなければ、論議は成り立ちようがない。野党は詳細な数値を政府に求めるべきで、政府は速やかにすべてを公開する責務を負っている。

仮に新制度での高齢者負担が当初は低下するとしても、中期的に高齢者の負担だけが突出して拡大する新制度は、本質的に致命的欠陥をかかえていると言わざるを得ない。制度を白紙に戻して中期的制度設計を再構築する必要がある。

野党の後期高齢者医療制度廃止の主張は筋が通っている。福田政権が直近の有権者の意思を反映している参議院の決定を否定するなら、参議院が福田首相を問責するのは当然である。その場合、福田政権は直ちに総辞職ないし解散総選挙の決定を下すべきだ。それが憲政の常道である。

5. 投資の戦略

押し目形成時期は個別材料株を物色。中核銘柄は押し目買いで対応。原油価格の騰勢が収束するまで、米国FRBのインフレ警戒姿勢強化懸念が株価抑制要因になると考えられる。押し目をじっくり見定めたい。

銀行、不動産、鉄鋼、商社などの内需関連主力銘柄をピックアップする。株価の押し目に合わせて、押し目形成のセクターを中心に手掛けたい。

参考銘柄

投資判断は厳格に自己責任原則の下で行なうようお願いいたします。

① **8001 伊藤忠** 6月6日終値 **1,231円**

押し目を捉えて目先の反発をねらう。原油価格下落は警戒要因。

② **8053 住友商事** 6月6日終値 **1,546円**

押し目を捉えて目先の反発をねらう。原油価格下落は警戒要因。

③ **9202 ANA** 6月6日終値 **400円**

原油価格ピークアウトをねらう。慎重に押し目を見定める。

『金利・為替・株価特報』2008年6月6日号=068号

発行日 月2回発行（原則として毎月7日、22日発行）

料金 毎号3部 年間4万8000円

毎号1部 年間2万9800円（いずれも送料・消費税込み）

発行元 スリーネーションズリサーチ株式会社

FAX 044-969-4820

アドレス info@uekusa-tri.co.jp

HP uekusa@uekusa-tri.co.jp

振込先 スリーネーションズリサーチ株式会社 代表取締役 植草一秀

三菱東京UFJ銀行 新丸の内支店 普通口座 4356254

本誌のご購読開始から1年経過後は自動継続のお取り扱いをさせていただいております。継続ご購読を希望されない場合には、機関完了前までにFAXまたはメールにてご連絡くださいますようお願い申し上げます。

未納のご購読料につきましては、順次ご案内させていただきますので、よろしくお取り計らいくださいますようお願い申し上げます。

小社の許可の無い、複写、複製、転載、電子的な手法による入力等を禁じます。