

Contents *****

特集：日米金融政策の「出口」を求めて	1p
＜海外報道ウォッチ＞	
そろそろ気になる「AIバブル」警戒論	7p
＜From the Editor＞ 再び「遊民経済学」へ	9p

特集：日米金融政策の「出口」を求めて

今週は、日銀金融政策決定会合（3月18-19日）とFOMC（3月19-20日）が重なる「中央銀行ウィーク」でした。日銀は17年ぶりの「利上げ」に踏み切り、文字通りの歴史的な瞬間となりました。米連銀は予想通りの「据え置き」という対照的な結果でしたが、ともに難しい局面で答えを出したと言えるでしょう。

かつては金融政策といえば、全てを知る存在であるはずの中央銀行が、市場に対しておごそかに次の方向性を指し示すものでした。ところが今の時代は勝手に違ってきた。日米経済はともに先行き不透明な状態にあり、4月以降の金融情勢がどうなるかはまさに「データ次第」。金融当局といえども、手探りで「出口」を探していくほかはない。日米の経済と金融政策の現在位置を考えてみました。

● 「異次元政策は役割を終えた」

事前に想定されていたのは、「マイナス金利の解除」だけであった。それだけであれば、わずか0.1%の違いに過ぎない。それでも利上げは利上げであり、しかも実に17年ぶりのことである。日本経済にとって重大な変更となるはずであった。

ところが3月19日に日銀が公表したのは、以下のような大幅変更であった。日銀は一気に身軽になった。それこそフリーハンドを得たと言ってもいいくらいである。

1. マイナス金利を解除。今後の金融調節は無担保コールレートを0~0.1%に
2. YCCを終了。長期国債の買い入れは継続し、月間6兆円程度を買い入れ
3. ETFとJ-REITの新規買い入れを終了。CP等社債買い入れは段階的縮小から終了へ
4. フォワードガイダンスを終了（必要があれば躊躇なく追加的金融緩和措置を講じる）

当日午後 3 時半から行われた記者会見では、植田和男総裁の口からいくつも印象に残る言葉が飛び出した¹。

「異次元緩和は、一応、役割を果たしたと考えている。ただし過去に買った国債が残高としてバランスシートに残っていて、同じことが ETF にも言えるということで、異次元緩和の『遺産』のようなものは残り続ける」

「明後日から行われる金融調節について、特に名前は考えていない。短期金利を主たる政策手段とする普通の金融調節になる」

思えば日本銀行は、今までなんとド派手な政策をやってきたことか。今回取りやめになった 2016 年 9 月以来の政策の正式名称は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」であった²。具体的には、YCC ことイールドカーブ・コントロールと、「オーバーシュート型コミットメント」の組み合わせである。この仰々しい名前がなくなって、「普通の金融調節」になった。元に戻っただけなのであるから、新たな命名は必要ない。「ゼロ金利政策」とも呼ばない。なんとスッキリしたものであろうか。

記者会見における「これは正常化か」という念押しに対して、植田総裁は「何を正常化というかは、その人によって違う」と返している。「正常」などという価値判断を含むような言葉は、使いたくないのであろう。もっともそれを言い出したら、2013 年に始まった「異次元緩和」が異様な言葉遣いであったのだが。

ともあれ、当初は 2 年間で終わるはずであった異次元緩和は、実に 11 年目の春に終了することとなった。大量の国債や ETF など、日銀のバランスシートには「遺産のようなもの」が残ったし、日本経済にもさまざまな副作用があったはずである。

異次元緩和全体の評価については、現在進行中の「多角的レビュー」に委ねられるのであろう。ただしそれは過去の政策を断罪するわけではなく、この四半世紀にわたる金融政策の試行錯誤に対するアカデミックな検証という性質のものとなりそうだ。

ともあれ黒田前総裁が広げた大風呂敷は、今週で綺麗に畳み込まれることになった。しかも市場には大きな影響がなかった。円安がさらに進行し、株高も進んだけれども、日銀が事前に警戒していた「不連続」な変化ではなかった。植田氏は決してそんなことは言わないだろうが、筆者は心からホッとした次第である。こんなにあっけなく「出口」が見つかるとは、正直、思っていなかったからである。

●「見えざる手」は失われていなかった

日銀が「出口」を求める際に、事前にいちばん困難だと思われていたのは YCC の取りやめであった。

¹ https://www.boj.or.jp/about/press/kaiken_2024/kk240321a.pdf

² <https://www.boj.or.jp/about/education/oshiete/seisaku/b27.htm>

なにしろ長期金利を操作する政策であるだけに、事前に説明するわけにはいかない。市場に対して説明を始めた瞬間に、金利が動いてしまうからだ。ゆえに政策変更はかならず「だまし討ち」という形になってしまう。

ところが YCC は、以下のように 3 段階の変化で終了することができた。

- ① 2022 年 12 月：10 年債金利の上限を 0.25% から 0.5% へ（YCC の柔軟化）
（2023 年 4 月：日銀総裁が黒田氏から植田氏に交代）
- ② 2023 年 7 月：10 年債金利の上限を 0.5% から 1.0% へ（YCC の再柔軟化）
- ③ 2023 年 10 月：10 年債金利上限の 1% を「めど」に（YCC の有名無実化）

1 回目の変更はまさにサプライズで、市場では「またも黒田総裁にやられた」という声
が飛び交ったものである。ところが植田総裁の下で 2 度の「柔軟化」を経た後では、YCC
は限りなく有名無実化していた。昨年 10 月 31 日に行われた決定は、海外メディアにはこ
とのほか不評であり、「日銀はハロウィン・スリラーに失敗した」（The Economist 誌）、
「植田総裁は YCC を墓場に送らず、生命維持装置につないだ」（WSJ 紙）などと散々なも
のがあった。日本のメディアとは違って、彼らは当局に忖度しないのである。

ところがそういう曖昧な時期を挟んだおかげで、今回の決定はスムーズなものになった。
柔軟化を始める以前、2022 年秋の時点では「10 年物金利よりも 7 年物の方が高い」という
イールドカーブの逆転現象が起きていた。見方によっては、長期金利を形成する市場機能
が壊れかけていた。これぞ YCC による「副作用」の最たるものであった。

しかるに 2 度目の柔軟化の後には、驚くほど早く市場機能は回復した。昨年 7 月時点で長
期金利は、「まさか 1% には到達しないだろう」と誰もが思っていた。それが 10 月時点
ではほぼ 1% に接近していた。そこで植田日銀は、1% を「めど」という英訳不能な言葉に変
えてしまう。しかし見方を変えれば、これは市場機能が健在であったことを意味する。
YCC は長きにわたったが、「見えざる手」は失われていなかったのである。

今回のマイナス金利解除によって、日本経済は久々に「金利のある世界」へ回帰するこ
とになった。この間に「金利なんて知らないよ」という世代が多くなってしまった。とは
いえ、それほど心配は要らないだろう、と筆者は考えている。市場機能というものは、そ
う簡単に失われるものではない。とりあえず「手遅れ」でなかったのは幸いであった。

● 「5% 台の賃上げ」という圧倒的説得力

本誌の前号でも言及した通り、日銀の政策変更に対する市場のコンセンサスは「4 月が
本命」であり、「3 月はやや早い」感があった。ところが蓋を挙げてみれば変更は 3 月であ
り、しかも思い切った内容であった。なぜこんな決断ができたのか。

一にも二にも、その前の週に公表された春闘の第 1 次回答のお陰であろう。集中回答日
が 3 月 13 日であり、第 1 回集計は 3 月 15 日に公表された。

当日の連合によるプレスリリース³を読むと、以下の通り素朴な「驚き」が読み取れる。労働組合が「経営側にも敬意を表する」なんて言ったことが、過去にあったらどうか？

33年ぶりの5%超え!有期・短時間・契約等労働者は一般組合員を上回る ～2024 春季生活闘争 第1回回答集計結果について～

○ 平均賃金方式で回答を引き出した **771 組合の加重平均は 16,469 円・5.28% (昨年同時期比 4,625 円増・1.48 ポイント増) となった**。1991年(5.66%)以来 33年ぶりに5%を超えた。賃上げ分が明確にわかる 654 組合の賃上げ分は 11,507 円・3.70% (同 4,600 円増・1.37 ポイント増) で、賃上げ分が明確にわかる組合の集計を開始した 2015 闘争以降、最も高くなった。

○ 賃上げを含む「人への投資」を起点としたステージ転換の必要性に加え、物価高の暮らしへの影響、人手不足の現場への負荷など、足元の状況も踏まえ、月例賃金にこだわった組合の要求と粘り強い交渉の結果であると評価する。また、交渉に真摯に応じ社会の期待に沿った回答を決断した経営側にも敬意を表する。

賃上げが 5.28%ということは、定昇分が約 1.6%と考えるとベアは 3%台後半ということになる。2%の物価上昇にも十分耐えられる水準である。300 人未満の中小組合でも平均で 4.42%の賃上げであった。「賃上げが重要」「春闘を重視」と言い続けてきた日銀にとっては、この結果は文字通りの「満額回答」であったらう。

他方、この結果は少々、疑問を感じさせるところもある。今までなぜ日本で賃上げが進まなかったかといえば、企業が「業界横並び」で行動し、組合もホンネでは強く要求してこなかったからではなかったか。「賃上げをすれば、取引の際に他社から値引きを迫られる」式の言い訳を、これまで何度聞いてきたことか。ところが今年はずっと、「みんな渡れば怖くない」という状況が出現し、どうかすると「やせ我慢でお付き合い」した企業も少なくなかったかもしれない。

となれば、この先肝心なのは「来年の春闘」であろう。果たして 3 年連続で賃上げが続くのか。それは、今後の経済状況次第ということになる。そもそも今回の賃上げによって、日本の個人消費は伸びてくれるのか。あるいは 4 月以降の物価は上昇するのか。「物価と賃金の好循環」が本当に持続可能かといえば、つまるところ今後の推移を見守るしかない。すなわち「データ次第」ということになる。

おそらく企業に対して、今回の賃上げ決定の背中を押したのは、「いよいよ少子・高齢化が本番を迎えた」という認識であろう。つまり「賃上げをしなければ、人材が採れない」時代に突入したという危機意識である。

今後の日本経済では、「生産性の低い分野から高い分野への労働移動」が進むことになるだろう。結果として、日本経済全体の成長力も上昇することになる。ただしミクロで考えれば、これは「人手不足倒産する企業が増えて、余った労働力がより高収益の企業に吸収されていく」ことを意味する。かならずしも美しい言葉通りではなく、低所得産業の苦闘や地方経済の衰退といった問題も、同時に起こり得ると考えておく必要がある。

³ https://www.jtuc-rengo.or.jp/activity/roudou/shuntou/2024/yokyu_kaito/kaito/press_no1.pdf?4601

●日銀の後に控えていた FOMC

今回の日銀決定の後では、円高ではなく円安が進行した。

一瞬、意外なことにも思えるが、日銀の利上げはたかだか 0.1% である。しかも今後の利上げがあるかどうかは、正直なところよくわからない。せいぜい「今秋に 0.25% の利上げが 1 回できれば儲けもの」といったところではないか。せつかく歴史的な転換点が訪れたというのに、積極的に円を買う理由は乏しいのである。

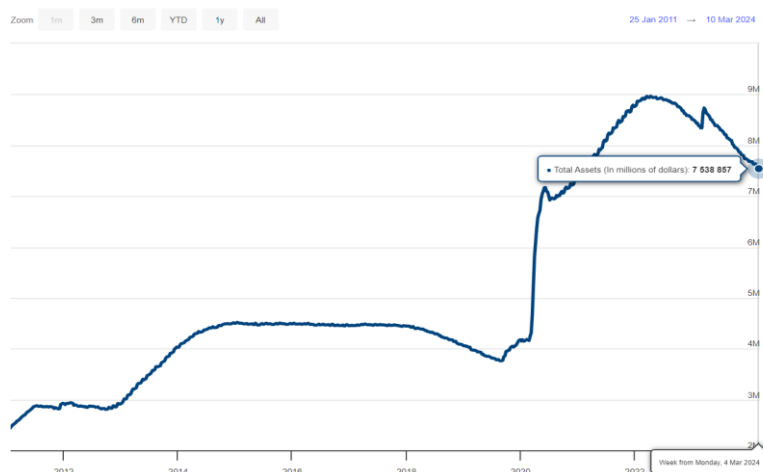
逆に米国の金利は 0.25% の刻みでダイナミックに動き、インフレの抑制も容易ではなさそう。再利上げはさすがにないだろうが、利下げは近そうで遠い。そして米国市場には、折からの AI ブームによる株高も手伝って、世界中の資金が流入してくる。「利上げできない日本、利下げできない米国」の対比となれば、ドル高円安も致し方なしであろう。

今週の FOMC でも苦心の跡が窺われた。金利は 5 会合連続の据え置きとなり、FF レートの誘導目標レンジは 5.25~5.5% のままとなった。ただし年内の利下げは「0.25% を 3 回」という従来予想を据え置いた。同時に FOMC 参加者の中央値では、2025 年の利下げは前回の 4 回から減って 3 回となっている。

記者会見でのパウエル議長は、金利引き下げの時期について明言を避けた。ただし普通に考えれば、年内に 3 回ということは「6 月~9 月~12 月」となりそう。 「次の次」の FOMC (6/11-12) まで利下げはお預けということになる。米大統領選に伴うプレッシャーもあるだろうから、パウエル議長は当面は「ハト派」であろう。

今回、パウエル議長は、バランスシートの縮小 (QT) を「かなり早期に減速させるのが適切」と述べている。あらためて FRB の資産状況をチェックしてみると、3 月 4 日時点で約 7.54 兆ドル。QT を開始した 22 年 3 月のピーク時が 8.96 兆ドルであったから、わずかに 16% 減らしたに過ぎない。量的緩和政策からの「真の出口」を考えれば前途遼遠だが、実務的、現実的に「これ以上減らすと障害の恐れあり」と考えているらしい。

○FRB のバランスシートの推移



●金融政策は「答えが出ない」時代に

あらためて、日米の金融当局における悩みの深さが窺える。

そもそも **QT という金融調節は、人類史上初めての試み**である。いつの日か日銀も、大量に抱えた国債を減らし始めるときが来るだろう。それが本当の意味の「出口政策」ということになるが、その際に参考になるのはFRBの経験くらいしかない。

リーマンショック以前のFRBの資産は、せいぜい8000億ドル程度であった。それが国際金融危機に直面し、数度にわたるQEを実施して4.4兆ドルまで膨れ上がった。しばらくそのまま放置したうえで、2018年からおそろおそろQTに踏み切った。しかし市場の変調を招いたとみるや、すぐに中止している。

そして2020年のパンデミック以降は、FRBは再び資産買い入れを急加速する。今から考えれば、もう少し早くQEを止めておけば、あそこまでインフレを急拡大させることはなかったかもしれない。が、ともあれQTの開始は2022年3月を待つことになる。

しかるにそれも2年たったら、「そろそろ限界」と見なされつつある。この辺は「肌感覚」なのかもしれないが、察するに「出口を急ぐと確なことがない」というのが彼らの実感なのであろう。原理主義的に、**「バランスシートはなるべく早く元に戻せ」などと考えない方が良い**のではないか。

こうしてみると、まさにFRBも手探りで「出口戦略」を模索していることがわかる。日銀に対しても、「出口政策はこれからが本番だ」といった声は出るだろう。が、本当の意味で「危うい出口」は今週、渡り終えたばかりである。「次」を急ぐべきではあるまい。

こうしてみると、「1990年代半ば頃までの金融政策は良かったな」と思えてくる。昔の日銀総裁には威厳があったし、「グリーンズパン議長は全てお見通し」であるように思えたものである。今から思えば、**「金利を上げ下げするだけの単純なお仕事」**だったのだ。

21世紀に入ると、「非伝統的」な金融政策が多用されるようになってくる。それも「効果があるのか」は良く分からず、「どんな副作用があるのか」ももちろんわからないままで。にもかかわらず、金融政策に関する議論はプロコン(Pros & Cons)ともに極端な意見が多くなりがちである。

今週の記者会見で植田総裁は、以下のようなことも言っている。パウエル議長やラガルド総裁が、「ああ、やっぱり答えが出ない」と言っている姿が目につく。これが最先端の世界なのである。金融政策の議論というものは、本来、もっと謙虚であるべきではないのか。今週の中央銀行ウィークを終えて、それを身に沁みて感じている。

中立金利は何かといえば、名目の中立金利で申し上げれば、予想物価上昇率と実質の中立金利の足し算になるかと思えます。そこから先がはっきりしなくなりますが、実質の中立金利は何%かと言われますと、これは**中央銀行の総裁はよく国際的に集まりますが、みんな2時間、3時間話をしてもなかなか答えが出ない**というか、幅のある範囲でしか決まらないというくらい、なかなか特定しにくいものです。

<海外報道ウォッチ>

そろそろ気になる「AIバブル」警戒論

(観察対象：The New York Times/ The Economist)

現在の日経平均が 4 万円台で推移しているのは、一にも二にも米国株高に牽引されてのことであろう。そして米国株高は、空前の AI ブームによるところが大きい。

昨今はその AI ブームに警鐘を鳴らす議論が散見され始めた。まずは NYT 紙から。マーケット担当の Jeff Sommer が、3 月 15 日に「エヌビディアは世界経済を上回るのか」(If Nvidia Keeps Rising Like This, It Will Be Bigger Than the Global Economy)⁴と寄稿している。

- * エヌビディアは AI を実現するチップを設計しており、株価は過去 12 か月間に 290% も上昇した。他のハイテク企業も同様だが、持続可能性に疑問を持たれている。
- * そこで私は、チャット GPT など 3 つの AI ポッドに「エヌビディアの 10 年後の市場価値」を尋ねてみた。人間のアナリストと違って彼らは将来予測に控え目だが、強引に迫ると時価総額は「数京ドル」とした。「1 京」(Quadrillion) は 1000 兆である。2022 年の世界 GDP は 100 兆ドルなので、エヌビディア株価は世界経済を上回ってしまう。
- * 確かにエヌビディアの 2 月決算は目を見張るものがあった。ジャンセン・ファン社長はアナリストに向けて、「わが社の技術は新たな産業革命の基盤を提供する」と語ったものである。同社の AI スパコンは、産業革命当時における発電所に相当すると。
- * 同社がアップルのように、長期的な成長を持続する可能性はある。そうでないかもしれない。ドットコムバブルの頂点だった 2000 年 3 月、最大の企業はシスコ・システムズで 5670 億ドルだった。今も堅実な企業だが、現在の時価総額は約 2000 億ドルだ。
- * 私は個別株は買わず、インデックスファンドに投資している。リスクの少ない賭けだ。エヌビディアの成長が続けば、株式市場全体も成長するから乗り遅れることはないし、失速すれば他の銘柄が遅れを取り戻すだろう。過去 100 年がそうだったように。

エヌビディア株の未来の市場価値を AI に答えさせる、とは何とも酔狂な試みである。長い株式市場の経験が教えるところでは、今のような急成長は長続きしない。現在とよく似た状況として、2000 年のドットコムバブルに言及している点が興味深い。日本ではソフトバンクと光通信、米国ではシスコシステムズが異常な高値となっていた。なるほど、今の株価がリーマンショック前夜のような危険性を持つとは考えにくい。それでも、今から 2 回り前の辰年である 2000 年のバブルは、誰もが忘れていないのではないだろうか。

余談ながら、この記事にはちゃんと「NYT 社はニュースコンテンツの著作権をめぐり、OpenAI とマイクロソフトを訴えている」ことが明記されている。NYT 社のこういうフェアな態度は、高く評価したいものだと思う。

⁴ <https://www.nytimes.com/2024/03/15/business/nvidia-stock-market-ai-bubble.html>

株高について、より広範に論じているのは2月29日のThe Economist誌、「**株式市場の黄金時代は終わりが近い**」(A golden age for stockmarkets is drawing to a close)⁵である。カバーストーリーではなかったが、その週の社説(Leaders)の2本目という位置づけであり、同誌らしい論調である。ここでもエヌビディア株の高騰が取り上げられている。

- * 株高が続いている。2年間も金利が上昇し、米中対立があり、ウクライナや中東では実際の戦争が起きている。世界中の政府が市場とグローバル化から目を背け、産業政策と保護主義を支持している。それでもなお株高が止まらないのはいかなることか。
- * ひとつの結論は、**米国株はバブル崩壊間近かもしれない**ということだ。バリュエーションは高過ぎ、集中度やバリュースプレッドも極端な水準となっている。金融引き締めの中でも米国の経済成長は予想を上回り、重力に逆らい続けている。
- * **投資家を強気にしているのはAI楽観論だ**。2月22日のエヌビディア決算で株価は押し上げられた。チャットGPTが誕生する以前は、同社はゲームグラフィックスの会社だった。現在は、人工知能モデルの学習に不可欠な半導体の市場を鉄壁に握っている。
- * 極度の熱狂は、マイクロソフトなど「**マグニフィセント・セブン**」と呼ばれる他の**ハイテク株**にも及んでいる。彼らはAIブームを信じてエヌビディア製のチップを買い漁っているが、多くの企業が参入しているので、競争が利益を抑制するはずである。
- * AIが経済全体の生産性を向上させるという楽観論も、実現するまでには時間がかかるだろう。今日の生成AIはまだ初期段階であり、**いつかは社会を変革するにしても、今日の投資家が大儲けすることは容易ではない**だろう。ドットコムバブルの信者たちもインターネットの革新力は正しかったが、最後はすってんてんになったのである。

AIバブルの崩壊だけではない。戦争や危機、長く続く弱気相場など、どのような失望に寄るかを問わず、10年後に「株式投資家(特に米国の)は黄金時代を謳歌した」という結論を繰り返すことはないだろう、と同論考は締めくくっている。筆者も同感である。以下のように考えると、**2000年と2024年の状況はかなり似ている**のではないだろうか？

- ① **ビジョン**：当時はITにより需給が一致する「ニューエコノミー」が到来するという夢があり、現在は「シンギュラリティ」で新しい時代が訪れると言われている。
- ② **ストーリー**：当時はクリック企業がブリック企業を駆逐するという物語が語られ、現在は生成AIを開発するために最先端半導体が品薄になる、と言われている。
- ③ **ユーフォリア**：当時は新しいミレニウムを迎えたという高揚感があり、現在はパンデミック、インフレ、戦争などの困難が尽きない中でAIだけは別物と思われている。
- ④ **マネー**：2000年はY2K問題、2024年は脱コロナ対策で市場の資金が潤沢であった。

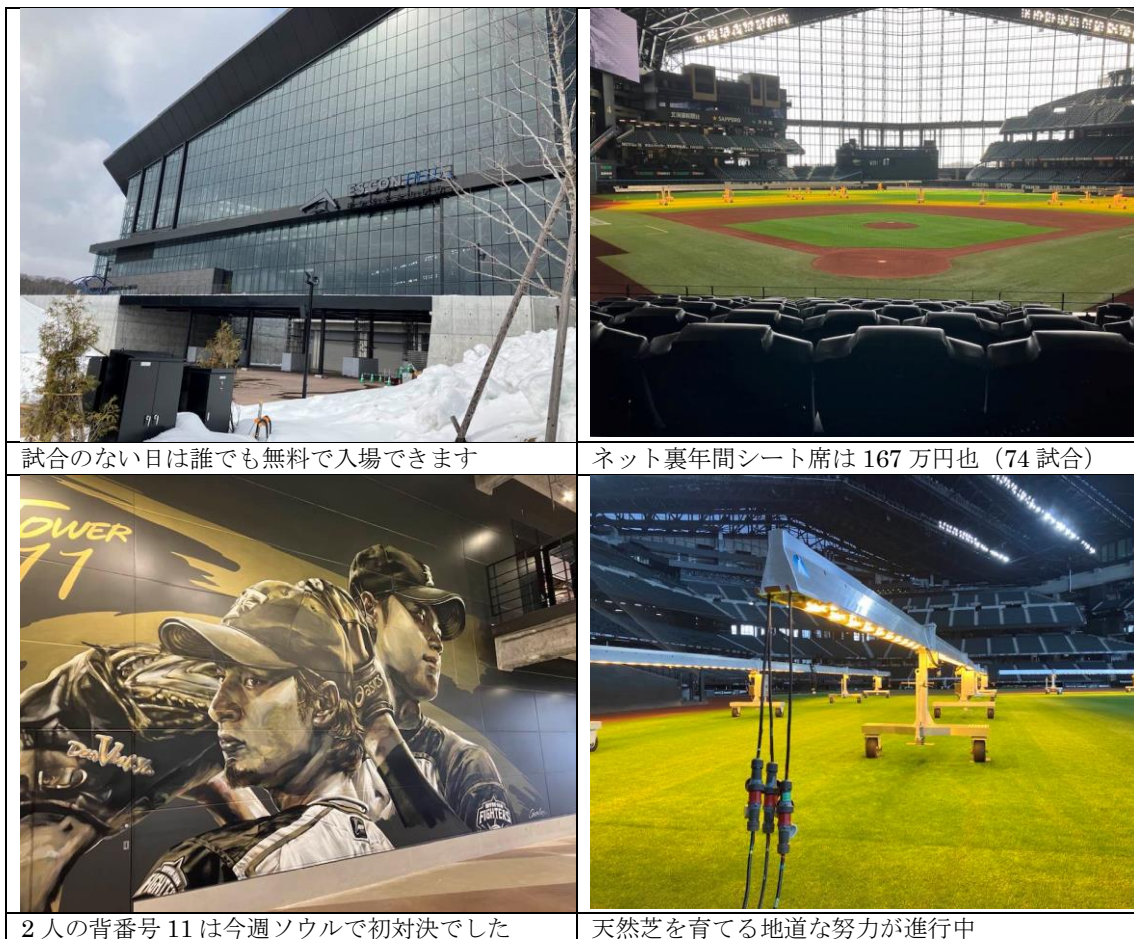
⁵ <https://www.economist.com/leaders/2024/02/29/stocks-are-booming-but-their-golden-age-is-drawing-to-a-close>

<From the Editor> 再び「遊民経済学」へ

先週は北海道大学高等教育推進事業の研修事業講師に呼んでもらい、久しぶりに札幌に行ってきました。

空気は冷たいし、足元は雪が残っているし、それでもスギ花粉が飛んでいない 3 月の札幌は穴場であります。あいかわらずメシは旨いし、すすきのは賑わっているし、ホテルは勝手にアップグレードしてくれるし、いやもう最高です（ただし最近の観光地の常として、タクシーがつかまりにくい点をご用心を）。

空き時間に行ってきたのが、昨年誕生した北海道日本ハムファイターズの新しい本拠地「エスコンフィールド」です。北広島駅から雪道を歩いて 25 分。これはすごい！ 外は雪が残っているというのに、開閉式ドーム型球場の中には天然芝が育っていて、この時期からオープン戦ができるようになっている。しかも座席からグラウンドがまことに近い。



これはもう野球ファンのために特化されたスタジアム。ああ、ここで野球観戦してみたい。慌てて 6 月の交流戦日程をチェックしたら、今年是对阪神戦は予定されておらず、対読売戦と対横浜戦チケットが早くも「残り僅か」になっておりました。

いや、こんな野球場ができてしまったら、いわゆる「多目的ドーム」で見る試合なんてつまらなく思えてきそう。現にファイターズに逃げられた札幌ドームは困っているようです。アップルが iPod を発明した後のソニーのウォークマンのように、優れたイノベーションが起きてしまった後では、既成の商品が一気に輝きを失ってしまうのです。

以下は、福岡市在住の本誌愛読者（ホークスファン）が教えてくださった12球団本拠地の現状です。今や圧倒的多数がホームは自社保有なのですね。

<セ・リーグ>

阪神タイガース	阪神甲子園球場	自社保有
広島東洋カープ	マツダスタジアム	市所有・球団指定管理
横浜 DeNA ベイスターズ	横浜スタジアム	自社保有
読売ジャイアンツ	東京ドーム	自社保有
東京ヤクルトスワローズ	神宮球場	明治神宮所有
中日ドラゴンズ	バンテリンドーム	自社保有

<パ・リーグ>

オリックスバファローズ	京セラドーム大阪	自社保有
千葉ロッテマリーンズ	Zozo マリンスタジアム	市所有・球団指定管理
福岡ソフトバンクホークス	福岡 PayPay ドーム	自社保有
東北楽天ゴールデンイーグルス	宮城球場	県所有・負担付き寄付
埼玉西武ライオンズ	ペルーナドーム	自社保有
北海道日本ハムファイターズ	エスコンフィールド	自社保有

プロ野球というエンタメは、いよいよ「幾多のチームがファンという希少資源を取り合う時代」に突入しているのでありましょう。もう親会社が「広告宣伝費」で球団を所有する時代ではなくなりましたね。球場もできれば自前にして、さもなくば自治体とグルになって（例：マツダスタジアム）、ファンサービスに努めるしかありません。

上記の一覧表を見ていると、「大阪市の球場を買い叩いて自前にするとはオリックスさんは商売上手」とか、「中日新聞社はいつまで頑張り通せるのか」とか、「楽天は携帯事業を辞めて、仙台に球場作ればいいのに」とか、「地の利が良過ぎて、神宮から逃げられないスワローズさんはお気の毒」など、いろいろ考えさせられるところがありますね。

コロナが明けて、いろんな遊びが動き始めた昨今、そろそろ本誌も「遊民経済学」の視点を取り戻したいなと感じたところです。

* 次号は4月5日（金）にお届けいたします。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、ご問い合わせ等は下記までお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町 2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)6871-2195 FAX:(03)6871-4945

E-mail: yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com