

# 最近の株高とデフレの本質を検証する

## 米国は日本の後を追っているが深刻なデフレにはならない

日商岩井総合研究所 調査グループ 主任エコノミスト 吉崎達彦

イラク戦争やSARSによる不透明感が払拭されて株高に

最近の突然の株高傾向に戸惑いがあるようだが、シンプルに考えればいいと思う。今回の株高で指摘できるのは、まずそれが世界的な傾向であるということだ。次に、5月から6月にかけて明確に転換点を迎えたことだ。

今から考えると6月第1週に3つの注目すべき事件があった。まずエビアン・サミットがあって、米欧間の対立が深刻なものでないことがわかった。次にヨルダンのアカバでの中東会談があって、ブッシュが本腰を入れていることが確認された。国際関係の安定がはっきりしたところで、さらにその1週間はSARSに関するニュースがぶつ切り途切れ、その翌週になって制圧されつつあるとの見方が出てきた。つまり世界は安全になったということだ。世界中の投資家や経営者は、それまでイラク戦争による地政学的リスクや、アジアでもSARSによるリスクから慎重な姿勢を続けていたが、そうした不透明感がここにきて一気に払拭された。そこで一斉に買い出動を始めたということだと思う。

考えてみると、昨年8月から9月にかけて世界同時株安現象に見舞われたが、その背景には地政学的リスクがいわれていたのだから、ここにきて株価が上昇したことでそれ以前の時点に戻ったということだ。だからダウで9000ドル前後や日経平均の1万円程度の水準は、いわば“往って来い”になったと理解すればわかりやすいだろう。

特に日本経済の場合、イラク戦争やSARSに見舞われていたなど最も不透明感が強かった1-3月期においてさえ、個人消費はプラスの伸びを維持していた。昨年10-12月期に伸びが鈍ったとはいえ、それでも01年10-12月期から安定的にプラスの伸びを続けている。このことは、いかに消費活動が底堅く推移しているかを物語るものだといえよう。そうしたところに戦争やSARSのリスクが払拭されたのだから、4-6月期の個人消費はさらに伸びが高まるのではないか。株価も一段と上昇して不思議はない。

よく“陰の局”になると極端に悲観的な論調が多くなるというが、例えば4月後半には「白昼夢が終わりつつある」とか「失望感が市場のセンチメントを支配している」といったような、今から振り返るといかにも“大げさ”なことがいわれていたものだ。それが今では、それほど状況が悪化していたわけではなかったことが認識されだしているところだろう。

日本ではデフレ下でどうして消費が底堅いのか？

デフレ経済の中であってどうして消費が底堅く推移しているかという、エコノミスト

の間でもいろいろな議論があって、例えばスーパーリッチの大型消費があるとか、高齢者がデフレ時代の勝利者になっているなどといわれている。ただ個人的には、人々の間で“期待値”が低下したことで消費活動が意外に底堅く推移しているのではないかと見ている。

最近の制度論によると、制度というものは「人々が共有している予想のこと」と定義するらしい。例えば終身雇用という制度は、それ自体が明文化されているものではないが、その会社の社員全員が定年まで勤めることを当然のことと置いていけば、制度として成立しているといえる。ところが、会社の経営が悪化してしまい、リストラが行われ、若い社員が他の会社に移っていくような動きが一般化してくると、誰も定年まで安定的に雇用が保証されるといったことに依存しなくなるようになる。つまり、期待値が下がるということだ。そうすると、人々はかえって自由に行動できるようになる。一種の“諦め”の境地ともいえるが、そのお陰で踏ん切りが付き、自分の能力をアップさせて以前からの“夢”を実現させようとする人も出てくる。

少なくとも、日本人のメンタリティが以前とかなり変わってきているのは間違いないだろう。例えば、老後は安定的に毎月20万円程度の年金がもらえらると思われていたのが、年金財政の破綻がいわれている中で、そうした考えは“甘すぎる”という認識が広く一般的になってきている。そこで生活防衛一辺倒の消費行動が続いていたわけだが、ここへ来て考えが変わってきて、ある程度生活を楽しむといったムードが芽生え始めている。それにより消費マインドが徐々にではあるが、上向いてきていると捉えられるのではない。

このように、状況がそれまでいわれていたほど悪化していないといったことが認識されるにつれて、今や、マーケットは国際情勢についてもそれほど真剣に見ていなくてもよさそうだといい雰囲気が出ている。例えばイラクで米兵に死傷者が出たといったニュースはしばしば見られるだろうし、中東和平がうまくいかなかったり、テロ事件のニュースもこれからも入ってくるだろう。ただ、こうした一連の事件の本質は、より長期的なレンジで見るべきで、その時々悲観的なニュースに反応しすぎるのは考えものだ。

米国には、イラクの戦後統治と中東和平という2つの課題がある。この2つは両方成功するか、両方失敗するかのどちらかだろう。片方だけ成功するという未来は想像しにくい。では、いつまでに成し遂げればいいのかというと、中東和平については「ロードマップ(行程表)」では05年までとあるが、それまでに終わるかということそんなことは常識的には考えにくく、何度も仕切り直しになって、先延ばしになるのが普通である。つまりかなり先の長い話なのである。ブッシュ政権としては、じっくりとこの二つの困難な課題に取り組みればいいのかとあって、少なくとも目先の事件で一喜一憂するような性格のものではない。そういうことが、市場関係者の間では認識されてくるようになったということだ。

また、一時はイラク戦争の開戦を巡り、米国とフランスやドイツを中核とする欧州が対立したことで米欧の亀裂といったことがいわれた。しかし、エビアン・サミットではやや“ギクシャク”したところが垣間見られるところもあったとはいえ、それでも終わってみれば毎回同じような首脳外交であった。

こうした一連の動きを見ていると、確かに米国内の世論の動きや米大統領選の展望についてはしっかり見ていかなければならないが、中東情勢などの重要性は低下したといえる。例えば大量破壊兵器が見つからないといったことはあまり重要ではない。また北朝鮮の問題についても、少なくとも向こう3ヵ月程度で劇的な動きがあるとは思えない。世界は「平常への回帰」を果たしつつある。

## 現在の世界秩序は「米国幕藩体制」

もう少し大胆に言えば、これから世界秩序はどのようなものになっていくかということ、やはり米国中心になっていくということがいえるだろう。

この世界体制を個人的には「米国幕藩体制」と呼んでいる。徳川幕府は、自らは400万石の所領を有する他の大名よりも抜きん出た実力者ではあったが、建前上、朝廷から幕府を開くことを仰せつかっていることで最高権力者としての権威付けを得ていた。それにより他の大名に対して参勤交代のようなことを要請して、各勢力を押さえ込んでいたのだが、現在の米国の世界統治体制もそれに近いような気がしている。つまり、米国は唯一の拒否権を有する超大国であり、その大国との関係によって他の国々の位置付けが決まってくるということだ。

例えば幕藩体制下における尾張、紀州、水戸の「親藩」に相当するのが、英国や豪州、日本であり、「御三家」と呼んでいいのではないか。現在、ワシントンの国務省に入るときはセキュリティチェックが非常に厳しいが、これら3カ国の外交官に限ってフリーパスが発行されている。そしてポーランドのような東欧や中南米の国々は小規模の国が多いが、それでも米国に対する忠誠心が強いためにそれなりに厚遇されており、いわば「譜代」のようなものだ。そしてそれ以外のEUやロシア、中国といった国々は規模の大きな国・地域が多いが、米国とは一線を画した姿勢を示すことが多いために「外様」に相当するといえよう。そして「悪の枢軸」と名指された国々やテロリストに見られるように、米国幕藩体制の枠組みから外れる国・勢力も散見される。中でも米国としてはテロリストについては警戒する姿勢を見せており、いわば非国家的なファクターは認めたくない。

そのためには、兵農分離を推進する必要がある。まさしく徳川幕府と同じように「刀狩り」をしなければならないのであり、大量破壊兵器がテロリストの手に渡るのが最も困るのだから、そうした動きを封じ込めようとしているわけである。米国としては、相手が国家であるなら軍事的に格段の差があるため、まともに対抗しようとするところが出てくるわけがなく、それほど怖くはない。ところがテロリストは、大量報復の脅しで封じ込めることができないので厄介なのであり、こうした事実は徳川幕府が百姓一揆に最も手を焼いたのを想起すれば納得がいくだろう。だから百姓に刀を渡さないように、テロリストに大量破壊兵器が渡らないように気を配っているのである。

徳川幕藩体制は約260年間も続くなど非常に安定したものだだったが、米国幕藩体制も完成すれば強靱なシステムになりそうだ。もちろん、確実にそうなるとは言いきれない。

ただ、01年9月11日に米同時多発テロ事件が起こった直後には不安心理や不透明感が非常に強まってしまい、グローバル化の進展も終わるのではないかといたことがいわれていたものだ。そうした当時を振り返ると、米国幕藩体制もそれほど悪くはないといえるのではないか。実際に世界的な株高は、米国中心の新しい国際秩序を歓迎しているように見える。さらに言えば、日本もいいポジションにつけることができるだろう。

### ブッシュ政権は「双子の赤字」を気にしていない

もっとも現在の株高傾向は、来年の大統領選を意識して景気を浮揚させるために財政・金融政策をフル稼働状態にさせていることから、そうした景気浮揚を先取りしたものであるといった受け止め方が多く成されている。実際、大統領選の前年には必ず株価が上がるというのはいわば“法則”のようなものであり、特筆すべきほどのことではない。

以前から個人的には、米国経済は「レ」の字のような形で回復していくと主張していたものだ。現在の米国経済は先んじてバブル崩壊から不況入りしている日本経済に例えると、93年頃の局面に相当すると考えている。雇用状況の悪化やデスインフレ傾向、その割に景気指標は改善を示すという「実感なき回復」であるところなど、非常に似通っている。実際、現在の米国の株価や債券相場も当時の日本と似たような動きになっており、このような状態の時には経済実態が悪いように見えて株価が上がるものなのである。ちなみに、当時の日本でも93年から95年頃にかけて、住専問題をはじめいろいろな事件があったのが想起される。それと同じように、現在の米国でもバブル崩壊後ならではの事件が見られるものであり、ファニーメイやフレディマックの決算疑惑は、そのうち弾けて経済に大きな打撃を及ぼすのだろう。ただ、そうしたとことですら類似するところが見られるほど、日米経済の一体性を思わせる面白い現象であるといえよう。

ただ、いうまでもなく米国経済の「双子の赤字」問題は気になるところであり、大統領選後にそうした矛盾が噴出すると苦しい状況に陥りかねない。現在のブッシュ政権の恐ろしいところは、経済には人為的な調整は必要ないと思っているように窺われることであり、それが以前のクリントン政権とはまるで異なるところだ。90年代にはルービン、サマーズ両財務長官は「経常赤字はサステイナブル（維持可能）ではない」としばしば言っていたのが想起される。それを維持するために「強いドル」が必要なのであり、そうした政策の追求が当時の米国政府のコンセンサスだった。現在のブッシュ政権にはおそらくそうした認識はなさそうである。表向き「強いドル」政策を支持するとは表明しているものの、それは「弱いドル」よりはまだまだだからそうした姿勢を示しているに過ぎず、少なくともクリントン政権時代ほどそうした政策に執着心はないようだ。

そうした政策姿勢についてはいろいろな評価ができるだろうが、前向きな評価をするなら市場メカニズムに対する信頼が非常に強く、そうした不均衡は市場による調整により解決してくれるものだといった信念が強い。財政赤字が増大している中で大規模減税政策を打ち出せば、周囲が不安視するのは当然のように思えるのだが、政権担当者にはそうした

意識はないようである。ただ、節度ある経済運営を8年間にわたり見てきた市場関係者としては、かなり違和感を抱いてしまうのは致し方ないだろう。

おそらく、現在の政権担当者が慌てだすのは、「双子の赤字」によって長期金利が上昇していき、それにより経済活動が悪影響を受けて失業率が目立って上がってきてからではないか。「米金融市場から資金流出が加速してドル危機が起こる」というのは巷間では幅広くいわれていることだが、彼らは多分そうは思っていないのだろう。実際に起ったら、その時になってようやく彼らは動き出すのだろう。

ただし、グリーンSPANFRB議長の考え方はさすがにルービン、サマーズ両財務長官のそれに近く、内心不安な気持ちではないか。98年にルービン財務長官、サマーズ副長官と緊密に連絡を取り合ってLTCMの経営破綻を伴う国際的な流動性危機を乗り越えた頃とは異なり、かなり辛い立場にいるような気がしてならない。

つづく（7月9日、談）