

Contents *****

特集：米国経済と出口戦略を考える	1p
＜今週の”The Economist”誌から＞	
”Secrets, lies and America’s spies” 「秘密と嘘とアメリカのスパイたち」	7p
＜From the Editor＞ 参院選に関する妄言	8p

特集：米国経済と出口戦略を考える

5月下旬から、為替や株価の乱高下が続いて。気の早い向きの中には、「アベノミクスはもう失敗した」とする声もあるようです。ただし事の発端となったのが5月23日であり、その前日にバーナンキ議長の議会証言があったことから考えると、米国経済の出口戦略に対する懸念による混乱と見るのが自然でありましょう。

そのバーナンキ議長は、今週のFOMCで米国経済の先行きに強気の見通しを示し、今年後半にも資産買入のペースを緩和する可能性を示唆しました。いよいよ米国経済の「出口の入口」が見えてきた感があります。同じ超金融緩和路線に踏み出したばかりの日本としても、1周先のランナーたる米国経済の出口戦略に括目しなければならないでしょう。

●相場が荒れる理由は米国発

ここまできれいなアノマリーはめずらしいかもしれない。日経平均のこの1か月の動きをみると、決まって木曜日に大きく下落している。これを見ると、1929年の大暴落ではないが、「暗黒の木曜日」という言葉が嫌でも思い浮かぶ。

○「暗黒の木曜日」の系譜

	日経平均終値	ドル円レート	備考
5/23	14,483 円 (▲1,143 円)	101 円 67 銭	*バーナンキ議長議会証言の翌日
5/30	13,589 円 (▲ 737 円)	101 円 07 銭	*前日の米株安を受けて全面安
6/6	12,904 円 (▲ 110 円)	97 円 78 銭	*米雇用統計を前に手控え
6/13	12,445 円 (▲ 843 円)	94 円 25 銭	*2 か月ぶりに円が 93 円台に上昇
6/20	13,014 円 (▲ 230 円)	97 円 83 銭	*FOMC の翌日

仮に1週間に木曜日がなかったならば、日経平均はいまより3000円は高かったことになってしまう。というのは冗談として、ほとんどの下げの理由は「米国発」であることに注意願いたい。つまり、この1か月の為替と株価の波乱は、アベノミクスの成否とはあまり関係がなかったのではないか。

日本経済の実力から言えば、現行の1万3000円前後はさほど不満のない水準であろう。なにしろ昨年秋の出発点が8000円前後であったから、上昇率を考えるとこれ以上は「強欲」の域と言うものである。また、本誌5月10日号で紹介した「東証時価総額が名目GDPを越えたらバブル」の法則から行っても、ちょうど5月23日午前の株価ピーク時にこの禁断ラインに接近していた模様である。だとすれば、ここはいったん株価を調整して出直す方が良くだろう。アベノミクスの目指すところに沿って、ちゃんと名目GDPを上げておいてから、株価も高値に再挑戦することが望ましい。

それではドル円レートはどうか。私事になるが、米雇用統計の発表を数時間後に控えた6月7日（金）夕刻、筆者は「WSJカフェ」でシティグループ証券チーフFXストラテジストの高島修氏と為替相場をめぐるトークセッションを行っていた。この日のテーマは「円安はどこまで進むか」で、その時点で既に主催者の見通しは外れていたわけだが、その間の事情を象徴するようなシーンがWSJ日本版記事に紹介されている¹。

高島氏は、ドルが対円でいったん天井を付けて上昇しなくなると、10円ほど下落する傾向があると指摘、今回の円安局面でのドルの高値が103円台になっているため、93円までの円高方向への調整がいったんあり得ると話した。

高島氏は、この日会場に詰めかけたほぼすべての聴衆が今後の円安を予想して挙手したことについて、「これこそがヤバイ相場」と言い、「みんなが上がると思っていたら下がる。みんなが下がると思っていたら上がる。円安が半年以上続いて、円安が当然だとみんな思っている。しかし、肝心要のアメリカの金利環境はほとんど変化していない」と指摘した。そして年末までのドル円相場は95—100円をコアレンジとし、93円から103円の範囲で推移すると予想した。

その翌週、本当に93円台まで到達し、高島氏の読みは「ビンゴ!」となった。株高にせよ円安にせよ、一本調子の「慣性の法則」はあまり信用すべきではないのである。

現在の1ドル95円前後は、購買力平価などから考えてほぼ実力通りのレートであろう。筆者が年初に聞いたところでは、自動車業界は「90円であれば御の字」であり、造船業界は「100円でないと、円高是正とは思えない」であった。前者は国際競争力があり、後者はやや欠ける。両者の中間に均衡点があると考えるのは、そう的外れではないだろう。

もっとも筆者は、今年の米国経済は強い（中期悲観から長期楽観への転換点）という見方なので、今後は円安と言うよりもドル高が進み、年末には100～110円のレンジになっていると考えている。

¹ <http://realtime.wsj.com/japan/2013/06/10/>「1ドル93円の円高も」高島氏、「米経済復活でド/

● 「5月に売れ」 ”Sell in May.”からの旅立ち

今年の米国経済は、リーマンショックからの回復に苦勞してきた過去3年間とは明らかに違っている。端的に言えば、「5月の腰折れ現象」が起きていないのだ。

そのことを雇用統計から読み取ろうとしたのが下記の表である。月次の非農業部門雇用者増減数（NFP=Nonfarm Payroll）を見ると、毎年、1～3月には順調に伸びているものの、それが4～6月に崩れるというパターンを繰り返している。2010年から12年の平均値をとってみると、もの見事に5月と6月の間に断層ができている²。

○雇用統計の季節性～NFPは6月に減少する？

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	平均 '10-'12
1月	1.4	-79.4	-1.3	6.9	31.1	14.8	12.2
2月	-8.5	-69.5	-4.0	19.6	27.1	33.2	14.2
3月	-7.9	-83.0	15.4	20.5	20.5	14.2	18.8
4月	-21.5	-70.4	22.9	30.4	11.2	14.9	21.5
5月	-18.6	-35.2	52.1	11.5	12.5	17.5	25.4
6月	-16.9	-47.2	-13.0	20.9	8.7	?	5.5
7月	-21.6	-35.1	-8.6	7.8	15.3		4.8
8月	-27.0	-21.0	-3.7	13.2	16.5		8.7
9月	-45.9	-23.3	-4.3	22.5	13.9		10.7
10月	-47.2	-17.0	22.8	16.6	16.0		18.5
11月	-77.5	-2.1	14.4	17.4	24.7		18.8
12月	-70.5	-22.0	9.5	23.0	21.9		18.1

ところが2013年のNFPは堅調に推移している。これで7月5日に発表予定の6月分が落ち込むと一大事だが、むしろ秋に向けて20万人台の増加ペースに移行していくものと見られている。ちなみに米国の労働市場は、人口増や移民による分母の増加があるので、月間のNFP増が20万人以上にならないと、失業率は目に見えて改善しないのである。

思えば 2010～12年には、毎年春から夏にかけて米国経済は「内憂外患」に見舞われていた。 あらためて記憶を呼び覚ますと下記のようなになる。

2010年：ギリシャ問題とユーロ危機、中国経済の引き締め

2011年：3/11震災に伴うサプライチェーン問題、アラブの春による石油価格上昇、米国債務上限問題と米国債の格下げ

2012年：ユーロ危機再燃、イラン核開発危機による石油価格上昇、「財政の崖」問題

² 2010年5月の51.6万人増は、10年に1度のセンサス実施のために政府が臨時雇用を行ったことが主因なので、一種の異常値と見なすべきかもしれない。

ところが 2013 年には、これらの問題の多くが消えてしまっている。

- **欧州危機**：3月にキプロス問題があった後は安定している。G8 英ロックアーン・サミットでは、徐々に欧州債務問題よりも企業の税制が中心議題となった。
- **資源価格**：石油、鉱物資源などの価格が低下しており、世界的なデフレーション現象をもたらしている。また農産物価格も下落傾向にある。
- **米国債務問題**：当初の見込みでは、5月末には再び債務上限に達するはずであったが、ファニーメイ、フレディマックが巨額の配当金を支払ったことで、問題は9月まで先送りされた³。この間に税収が予想以上に増加し、与野党の対立も和らぎつつある。

● 出口戦略が発動される理由

もうひとつ、繰り返されてきたのが **QE（量的緩和策）をめぐるサイクル**である。これはかつて、不良債権問題に苦しんだ時代の日本経済が、「CRIC サイクル」（危機→対策→改善→慢心→次の危機）と呼ばれた状況とやや似ている。

つまり、冬から春にかけて景気が上向くので楽観的なムードが流れるのだが、**毎年6月になると量的緩和策が終了してしまう**。それと前後して景気が崩れて悲観論が高まり、市場は新しい緩和策を催促するようになる。すると8月のジャクソンホール会議などを使って、バーナンキ議長が「次の一手」をほのめかし、市場はようやく落ち着きを取り戻す。そして秋には、新たな緩和策が打ち出されるというサイクルである。

リーマン危機以後の QE をあらためて整理すると、下記のようなになる。

○過去に行われた QE の系譜

- QE：2008年11月～2010年6月、資産買入額：1兆7250億ドル
- QE2：2010年11月～2011年6月、資産買入額：6000億ドル
- OT：2011年9月～2012年6月、長期国債4000億ドルを買い同額の短期国債を売る。
→オペレーション・ツイスト。実際には2012年12月まで延長。
- QE3：2012年9月～雇用が改善するまで。資産買入額：月額850億ドル

こうしてみると、2012年秋の QE3 が「オープンエンド」になっている理由がよく分かる。つまり、「失業率が改善するまで無期限に QE を続ける」と宣言することで、**「6月に終わった先はどうしよう」という市場の不安を払拭することが狙い**なのである。

³ 両社はリーマンブラザーズ社倒産直前の2008年9月に公的資金の注入を受け、政府管理下に置かれていた。住宅市況の回復を受けて経営状況が改善し、ファニーメイは950億ドル、フレディマックは366億ドルを6月中に米財務省に支払う。未回収分はそれぞれ211億ドル、347億ドルとなる。

だからと言って、資産買入を延々と続けていくわけにもいかない。あるいはまた、NFPが本当に20万人台に乗せるまで悠長に待っているわけにもいかない。中央銀行は当然、「Forward Looking」でなければならないから、「NFPが20万人台に乗せたときには、ちょうど出口に差し掛かっている」ようであるべきだろう。

さて、今週6月19日に行われたFOMC後の記者会見において、バーナンキ議長はQE3からの出口戦略を示唆した。それも非常に慎重な言い方であり、「このまま景気が良くなれば、年後半には今の月間850億ドルの資産購入を減らすかもしれない」、「さらに失業率が7%ラインに近づくようなら、来年には資産購入を終了するかもしれない」、「それでも米連銀の保有債券を売却するようなことはしないし、ゼロ金利の解除は当分先である」というトーンであった。せいぜい「出口の入口を指し示した」くらいである。

それでも市場の反響は大きく、その日のうちに株安、ドル高を招いてしまう。さらに翌20日の日経平均も下げて、「新たな木曜日の伝説」を追加してしまった。やはり3年も同じことを繰り返すと、「今年は違う」とは考えにくくなるのであろう。

おそらく早ければ9月、遅ければ12月に、米連銀による資産購入額の減額が始まるだろう。ただし、それで米連銀のバランスシートが縮小に転じるわけではなく、増加のペースがほんの少し遅くなる程度の話である。「出口の出口」ははるかに先である。

それでも、バーナンキ議長は「QEの出口への道筋を見届けた」上で、来年1月の任期切れを迎えることを目指しているのではないだろうか。リーマンショックから今年9月で5年目を迎えるが、出口への道はまことに先が長いということになる。

●戦前の歴史に学ぶ日本の出口戦略

大胆な経済政策を実施した場合、そこからの「出口戦略」は非常に難しくなる。その典型的な例を、わが国の戦前の歴史から指摘してみたい。

本誌4月5日号「経済思想としてのアベノミクス論」でも詳述した通り、アベノミクスは戦前の「高橋財政」と多くの共通項がある。「戦前昭和」（1920～30年代）はもちろん遠い昔のことだが、今と重なる点は少なくない。政治状況も併せて説明してみよう。

1. まず経済危機をもたらした原因が、「天災」（関東大震災）と「国際金融危機」（大恐慌）であり、それに「対中関係」（満州事変）が加わっているという時代状況がそっくりである。
2. 克服すべき課題として、短期か長期かという違いはあるものの「デフレ」がある。
3. どちらも12月に政権交代が起きているが、いずれも「革新政党から保守政党へ」「都市政党から地方政党へ」の変化である。
4. 行われた経済政策は、戦前昭和も「3本の矢」であり（＝①金輸出停止、②日銀による国債直接引き受け、③積極財政）、その本質は金融と財政の大幅緩和にある。

○高橋財政とアベノミクスの比較

	高橋財政	アベノミクス
危機の原因 (天災＋金融危機＋対中関係)	関東大震災 (1923) 世界大恐慌 (1929) 満州事変 (1931)	国際金融危機 (2008) 尖閣問題 (2010) 東日本大震災 (2011)
克服すべき問題	浜口首相による金解禁政策 →急激なデフレ	人口減少などの構造問題 →緩慢なデフレ
政治の対応	若槻内閣総辞職 →犬養政権発足 (1931.12) *民政党から政友会へ (都市政党から地方政党へ)	野田首相が解散・総選挙 →安倍内閣発足 (2013.12) *民主党から自民党へ (革新政党から保守政党へ)
経済政策＝2つの「3本の矢」	① 金輸出停止 (円安誘導) ② 日銀の国債引き受け ③ 積極財政	① 金融緩和 (黒田総裁) ② 財政政策 (補正予算) ③ 成長戦略 (産業競争力会議)
結果 (出口戦略)	○景気は早期に回復。 ×中国戦線は拡大。 ×途中から財政再建に転じるも、「二二六事件」(1936年)で挫折。	?景気は回復中。 ?対中関係は不透明。 ?財政再建路線への転換、10月には消費税増税を最終決定へ。

こうしてみると怖いくらいに似ているが、もしも戦前昭和と同じ結果がもたらされると考えれば、アベノミクスにはいいニュースと悪いニュースがある。

いいニュースは、「景気は回復する」ということである。戦前昭和の日本は、円安による輸出拡大を武器に回復に転じ、1933年には他の先進国に先駆けて恐慌前の経済水準に戻っている。ちなみにケインズが『雇用・利子および貨幣の一般理論』を刊行するのは1933年なので、「ケインズよりも早いケインズ政策の成功例」であった⁴。

逆に悪いニュースは、政治と外交面にある。高橋蔵相は途中から財政再建路線に転じるのだが、そのための軍事費削減に対して軍部の恨みを買って、「二二六事件」というクーデターの前に倒れることになる。その後は軍部の独走を阻むものはなくなり、対中関係でも戦線の拡大を止めることができず、日本は太平洋戦争への道をひた走ることになる。

ここからアベノミクスに対する教訓を求めるとすれば、「経済は少し楽観してもいいけれど、財政再建と外交・安保政策にご用心」ということになる。残念ながら、現在は全く逆の評価がされているように見える。

さらに言えば、金融・財政の大胆な緩和策は、戦前昭和においても成功を収めたが、その出口戦略は非常に困難であった。この点は、肝に銘じておく必要があるだろう。たぶん日本の場合、米国経済がこれから目指す以上の難問となることは間違いあるまい。

⁴ 『大恐慌を駆け抜けた男 高橋是清』(松元崇／中央公論新社)によれば、高橋は健全財政論者であり、金解禁にも賛成していた。また、国債の日銀引き受けは「一時の便法」と考えていた。一連の施策は主義主張によるものではなく、苦労人ならではの高橋の現実主義、臨機応変さの発露であった。これに比べると、現在のアベノミクスはやや理論に走る傾向がある点に不安があると思う。

<今週の”The Economist”誌から>

”Secrets, lies and America’s spies”

「秘密と嘘とアメリカのスパイたち」

Cover story

June 15th 2013

*米情報機関 NSA による同盟国に対するスパイ行為が明らかになりました。日本ではあまり騒がれていませんが、欧州はかなりナーバスになっているようです。

<抄訳>

備えよ常に。社会を敵から守る仕事にはこの精神が欠かせない。個人の権利侵害を恐れる立場でも同様だ。若き IT 技術者エドワード・スノーデンは後者の側に立ち、NSA が数百万人の米国民通話記録、外国人のネット活動をスパイしていたことを暴露した。

ガーディアン紙とワシントンポスト紙によれば、電話会社ベライゾンに対し、メガデータを提供するように求めた裁判所命令があった。また、グーグルやアップルやフェイスブックなどから情報を集める PRISM というプログラムが存在する。これらは必ずしも違法ではない。米国では情報機関に幅広い権限を与えられており、議会や司法の監視もあった。

このリークに対し、オバマは個人のプライバシーと社会の安寧の兼ね合いという論議を「歓迎する」と述べた。が、政府も議会も語りたがらない。世論調査によれば、監視についての米国民の意見は割れている。ひとつには情報が不足しているからだ。しかるに民主主義国でのスパイ行為は、一方的な押しつけではなく、情報開示に基づいた同意が必要だ。

スパイは必要な時だけ、との意見もあろう。だが 9/11 は市民の安全が最優先だと示したし、4月のボストンマラソン事件も同様だった。イスラム爆弾犯には通信の監視が有効だ。スノーデンが暴露した数件により、数十の陰謀が止められていた、と NSA 首脳は語る。情報探査による社会への負担は、アフガンやイラクでの戦争に比してずっと軽い。

だが、脅威に対してどの程度のコストと侵犯が妥当かは判断しがたい。ひとつにはセキュリティの規模であって、スノーデンのように極秘情報に接する有資格者が 140 万人というのはいかがなものか。ウィキリークス事件でも同じ問題があったはずだが。

第2の懸念は他の同盟国との関係である。PRISM は外国人専用だから心配ご無用、との国内向け説明は、米国の友邦の傷口に侮辱を塗りこむものである。特に EU は市民のデータ防衛に敏感だ。スパイ機関同士が同盟国のデータを盗み、交換している疑惑もある。

そもそも監視なき政府の活動が信用できるか、という第3の懸念もある。国内諜報責任者の J・クラッパーは、3月に国民のデータは集めていないと議会証言したのに、今では嘘っぽくなく答えたまでと言っている。ときには誤認の警告もあり、現に飛行機登場を許されない人々が存在し、取り消しもできない。13人の米国民がそれで政府を訴えている。

さらに政府のご都合主義傾向がある。9/11 後にチェイニー副大統領以下は新たな権限を得たが、それは秘密にされ、議会も知らなかった。今は違うらしいが、米国の制度では機密データ収集を命ずる秘密司法は、そのことを隠さねばならない。さらにその法解釈も機密扱い。たぶん目的は手段を正当化するのだろうが、拡大解釈は許されない。

問題は米国のスパイが間違っていたことよりも、公衆の保護が不適切で、修正の要があるということだ。権力乱用のコストは小さいので、つついやり過ぎになりがちだ。

スパイには活動の自由が必要だが、なんでも OK ではあるまい。情報を開示すれば効率が落ちるといわれるかもしれないが、一般市民の支持を得るためには監視が必要である。米国民は、自国のスパイが国の名の下に何をしているかを知っている必要があるだろう。

<From the Editor> 参院選に関する妄言

今にして思えば、昨年暮れの衆議院選挙では、「これはまだ冬の陣。本当の戦いは来年の夏の陣」などと言っておりました。つまり 2012 年冬の衆院選は前哨戦に過ぎず、2013 年夏の参院選こそが天下分け目の戦いであると。ところがその参院選が来月に迫っているというのに、どうにもこうにも関心が低いように思われます。

2007 年夏の参院選では、当時の第 1 次安倍政権があまりにひどいので、有権者はきびしいお灸をすえた。かくして衆参のねじれ現象が始まることとなった。ところが、その後も自民党は反省の色が乏しく、福田政権、麻生政権も人気を挽回できず、とうとう 2009 年の総選挙で下野することになった。有権者の気持ちは「政治を変えたい」であった。

ところが代わりに登板した民主党政権は、政治を変えるどころか、何も決められない人たちでありました。トロイカと呼ばれた 3 人（今となっては思い出したくない）が、しょっちゅう仲間割れしては抗争を繰り返す。若手は政策を論じること自体に熱中し、いつも最後は「今日はいい議論ができた」などと言って満足してしまう。決まったはずのことも、いつしか蒸し返されたりひっくり返されたりする。お蔭で何も決められない、動かない、そして霞が関は委縮して仕事をしない、という状況が 3 年間も続きました。

あきれ返った有権者は、2012 年冬の総選挙で民主党を見放した。そしたら自民党が政権に戻ってきたのだが、見ているととにかく徐々に政治がきちんと動いている。これは結構なことではないかということで、安倍内閣は高い支持率がもう半年近くも続いている。とにかく、予想通りに物事が進むということは、なんと値打ちがあることだろうか。

つまり有権者の期待値が低下して、「とにかく変えなくてもいいから、ちゃんと動いてくれればいい」ということになった。そしたら妙なトバッチリがあって、典型的な「変える政治家」であるはずの維新の会の橋下徹氏が失速してしまった。あれは失言が問題であったというよりは、勢いが落ちた焦りから変な発言が飛び出たと考えるべきだろう。

それはさておいて、このままいけば参院選は順当に自民党が勝ちそうだ。それでなおかつ、今までのような「動く政治」が続いてくれるのならいいのだが、ひょっとすると自民党の先祖がえりが始まるかもしれない。この夏の参院選後は、次の選挙は当分ないのだから、ここで慢心して 2007 年以前に戻ってしまったらどうしよう。本当は、「変えてしまいたい」と思っていたはずなのに。

7月21日の投開票日までまだ1か月。もうちょっとゆっくり考えてみましょうか。投票率もなるべく高めにね。

* 次号は7月5日（金）にお届けする予定です。

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、問い合わせ等は下記あてにお願いします。

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