

Contents *****

特集：米国経済の夜明けと量的緩和政策	1p
<今週の”The Economist”誌から>	
”Holding on for tomorrow” 「明日に向かって待て」	7p
<From the Editor> Sweet Caroline	8p

特集：米国経済の夜明けと量的緩和政策

10月の本誌では、米国政治の迷走を嘆く記事を連発したところですが、あらためて米国経済について考えてみると、かなり良くなっていると思います。「リーマンショック」以来の米国経済への本誌見解は、かねてから「中期悲観、長期楽観」でありましたが、ようやく「中期悲観」の終わりを確認できる時機が到来したのではないかと思います¹。

ただしここに至る過程では、QE（量的緩和政策）という形で金融政策にかなりの無理をさせてしまっている。ここからの「出口戦略」が難しいところですが、とりあえず Tapering（資産買入額の縮小）は、意外と早いのではないかと思います。いずれにせよ、米国経済にとっては重要な転機が訪れているような気がします。

●ハイマンさんの強気な key words

今年もハイマンさんと議論することができた。

ニューヨークの ISI 社長のエド・ハイマン氏とえば、全米エコノミストランキングで 33 年間連続第 1 位（インスティテューショナル・インベスター誌）のカリスマ分析者である。訪日回数が今度で 41 回目という日本ファンでもあり、毎年秋にはかならず日本に来て、岡三証券主催の法人セミナーに登場してくれる。

そして光栄なことに、2008 年から筆者がこのハイマンさんのパネル・ディスカッションのお相手を務めさせてもらっている。今年で 5 回目になるが、これが米国経済について考える貴重な定点観測の場となっている。

¹当初は 3～4 年で「長期楽観」になるだろうと思っていたが、2012 年 2 月 12 日号「米国経済とミドルクラスの悩み」では「まだちょっと早い」と判定せざるを得なかった。

手元のメモをもとに、過去のセミナーの議論を振り返ってみよう。以下のようにまとめてみると、この5年間の米国経済の推移がしみじみ浮かび上がってくる。

- * 2008年11月13日：リーマンショックとオバマ大統領当選の直後のセミナー。世界経済が急速に悪化しているさなか、ハイマンさんは「これから先の心配はインフレではなくてデフレ」「FRBはもっとMBSなどの資産を買うべき」と発言していた。
- * 2009年11月10日：1930年代や日本の経験と照らし合わせつつ、米国経済について議論。「われわれは大恐慌を避けられたのかもしれない」と総じて前向きで、「来年には購買力平価で新興国経済が先進国のシェアを超えるだろう」と予言していた。
- * 2011年10月20日：今度は欧州経済の問題が上。話題書”This time is different”や、「ジャパナイゼーション」の議論に花が咲いた。「QE3はありますか？」との筆者の問いに対し、ハイマンさんは「かならずある。野球でもバットは3回まで振ってよい」と断言。
- * 2012年11月8日：大統領選挙でオバマが再選された当日。ただしハイマンさんはオバマ政権に対しては点が辛く、逆にバーナンキ議長の指導力を高く評価。後任は「イエレンで決まり」とのことであった。

こうしてみると、「打率はかなり高い」ことがお分かりだろう。11月7日、いつものサンケイホールのはなまの会場は、今年も300人以上のお客さんで一杯だった。

端的に言って、ハイマンさんは過去5年間で今年が最も強気であった。2013年はQEのお蔭で株価が上がった年であったが、2014年は本当に景気が良くなるだろう、と言う。なぜなら、そこには3つの要素があるからだ。

1. “Synchronized Global Expansion” (世界同時拡大)

すごいブームが起きているわけではないが、どこの経済圏も万遍なくプラス成長になっている。米国はまあまあ。日本は驚くほど良くなって、欧州は1年半ぶりにプラス成長に戻ってきた。新興国もそんなに悪くはない。こんな状況は久しくなかったことだ。

2. “Grand Rotation” (資金大移動)

債券投信が減って、株式投信が増えている。つまり債券市場から株式市場へとマネーが動き始めている。これも久々の現象だ。

3. “American Renaissance” (アメリカ・ルネッサンス)

米国の中長期的な優位性を示す材料が目白押しである。人口増加、エネルギー革命（シェールガス）、ドルの安定、好調なハイテク部門、柔軟な金融政策、住宅市場の底入れ、強い企業のバランスシートなどである。

ワシントン政治の迷走により、皆が頭を抱えているさなかではあるが、全世界的に、あるいは中長期的に見れば、米国経済には良い材料が揃っている、というのである。

●意外と強かった雇用統計

自称コントラリアン（逆張り派）のハイマンさんから、新鮮な米国経済強気論を聞いたその翌日、11月8日に発表された雇用統計があつと驚く内容であった。10月分のNFP（非農業部門雇用者増減数）は、事前のコンセンサスが12万人。筆者などは、7万人くらいの数字が出て皆が青ざめるのではないかと意地悪く考えていたところである（←恥ずかしい）。なにしろ10月は政府部門の閉鎖があつたではないか。それも16日間も！

ところが大方の予想を裏切って、10月のNFPは20.4万人のプラスとなった。「政府部門の閉鎖は、雇用情勢には大きな影響がなかった」というのが公式説明である。とは言っても、「毎月第1金曜日」の発表予定が1週間遅れているくらいだから、影響は大ありであつたはずなのだが。

それと同時に、8月と9月のデータも上方修正された。これで直近3か月の雇用は、理想的な平均20万人増のペースになっている。もちろん、労働参加率が低下していることを考慮すると、雇用情勢が本当に好転しているとは言い難い。それでも、これで11月の雇用統計も連続して良いようなら、過去3年間のパターンからは脱却できそうである。

以下の表は、NFPを横軸に年、縦軸に月をとって季節性を示してみたものだ。これで見ると、2010年から12年にかけて、NFPは年初から春までは伸びるけれども、6月から夏にかけて伸び悩むという規則性があつた。これが「5月に売れ」（Sell in May.）とばかりに、夏に向けて景況感が崩れる恒例のパターンの原因となつていた。

○NFP（非農業部門雇用者増減数）の推移

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	10-12平均
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	32.2	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	19.9	21.5
5月	-18.6	-35.2	52.1	11.5	12.5	17.6	25.4
6月	-16.9	-47.2	-13.0	20.9	8.7	17.2	5.5
7月	-21.6	-35.1	-8.6	7.8	15.3	8.9	4.8
8月	-27.0	-21.0	-3.7	13.2	16.5	23.8	8.7
9月	-45.9	-23.3	-4.3	22.5	13.9	16.3	10.7
10月	-47.2	-17.0	22.8	16.6	16.0	20.4	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

その点、今年は7月にやや落ち込みが見られたものの、全体に底堅い動きとなっている。2013年と過去3年間の違いはどこにあるのか。以下のような可能性があるのですが、正直なところ何が真の原因なのかはよく分からない。

- ① 雇用情勢の本格的な改善が起きている。
- ② 2010年はQE、11年はQE2、12年はオペレーション・ツイスト（OT）が、それぞれ6月に終わったから（だからQE3はオープンエンドになった）。
- ③ 2010年はギリシャ問題、11年は東日本大震災とアラブの春、12年はイラン核開発危機などがそれぞれ春先に起こり、外的要因が景気回復の足を引っ張った。
- ④ 2008～09年の数値が極端に落ち込んだため、10～12年に「季節調整の歪み」が生じたから（さすがに13年になると、それが見えにくくなったという技術的要因）。

それでも、「NFPという重要指標が回復途上にある」ことは事実として間違いないだろう。もしも12月6日発表予定の11月NFPが20万人前後ということであれば、「米国経済における中期悲観の終わり」と見なしてもいいのではないだろうか。

●少し早めの Tapering にご用心

となると、QE3における資産買い取り額の縮小、いわゆる Tapering は思ったよりも早いのかもかもしれない。

Tapering はもともと「9月説」が濃厚で、9月18日のFOMCで「見送り」になったときには皆が拍子抜けしたものである。ところが10月に政府閉鎖と債務上限問題が起きてみると、その後はいきなり「3月から6月」説が流れるようになった。しかるに昨今の景気指標から行くと、「12月か1月」と見るのが適当であるように思える²。

○今後の政治・金融政策日程

- 12月6日：11月雇用統計
- 12月13日：超党派協議会の勧告期限
- 12月17-18日：FOMC→① 現メンバー最後の会合
- 1月1日：オバマケア（ACA）が始動
- 1月15日：暫定予算の期限→政府再閉鎖？
- 1月28-29日：FOMC→② バーナンキ議長お別れ会合
- 1月31日：バーナンキ議長任期切れ
- 2月7日：債務上限到来→延長操作？（4～5月に先送り）
- 3月18-19日：FOMC→③ イエレン次期議長登場
- 4月29-30日：FOMC→④
- 6月17-18日：FOMC→⑤

² ちなみに11月7日時点のハイマンさんの意見では、「12月か1月の確率が6割」であった。

ところがこの点で、市場はやや「いい所取り」をしている気配がある。つまり「景気も良くなるし、金融緩和も続く」と見ているようなのだ。

11月14日、次期連銀議長に指名されたジャネット・イエレン氏の上院公聴会が行われた。イエレン氏が非常にハト派的な認識を示したことで、市場では安心感が広がり、日本でも株価が徐々に1万5000円台に乗せた。ただしイエレン氏は、「景気回復が進めば、米連銀が適切な時期に量的緩和の縮小を開始することが重要になる」とも言っている。意外と和戦両にらみの発言を残しているのである。

現在のバーナンキ議長は、今年5月頃から「そろそろ買い入れ額を絞るかもしれませんよ」とのシグナルを発し始めた。Tapering (Taper=先細りにする) という言葉も、そこから始まっている。これに対し、市場は敏感に反応した。日経平均が1日で1143円も下落した5月23日も、バーナンキ議長の議会証言の翌日であった。

米国株が史上最高値水準にあるのは、QEに負うところが大きいし、昨今の日本の株高もその「おこぼれ」という側面がある。また、QE3の出口が近づくと、新興国市場の資金が引き上げられるとの思惑から、夏にはインドネシアやトルコなどの新興国で通貨安が起きている。一度「予行演習」をやったような感があるとはいえ、「意外に早いTapering」には心の準備をしておいた方が良いでしょう。

もっともTaperingの第一歩は、米連銀による毎月の資産買い入れ額が850億ドルからせいぜい650億ドルくらいに減る程度のことである。実害がそんなに大きいわけではない。とはいえ、量的緩和政策の「出口」が見えてくるとなると、象徴的な意味は大きい。さらに言えば、株式市場というものは、「他人のお金」が大好きな人たちの集まりであるから、中央銀行の論理とのギャップは小さくないのである。

ちなみにTaperingが始まれば、ドルは上昇するだろうから、円は下落することになる。この点はアベノミクスにとっての支援材料と言えるかもしれない。

●量的緩和政策の本当の出口は遠い

あらためて振り返ってみると、2008年の国際金融危機以降、米連銀は3次にわたるQE (Quantitative Easing) = 量的緩和政策を実施してきた。

現在のQE3は、期限や総額が決まっていないオープンエンド方式であることが、過去のQEとの大きな違いである。いつまで続けるかは、「労働市場が実質的に改善するまで」とされており、一般的には「失業率が7%以下になるまで」と解されている。米国の失業率は、今年10月時点で7.3%まで低下している。「あと一息」と言えないこともないけれども、以前に比べて労働参加率が低くなっているため、「実態は統計よりも悪い」との指摘もある。「いつ止めるか」の判断は非常に悩ましいところである。

○これまでの量的緩和政策

- ・ QE (2008/11-2010/6) : 住宅担保証券、長期国債など 2.1 兆ドルの資産を購入。
- ・ QE2 (2010/11-2011/6) : 新たに 6000 億ドルの長期国債を購入。
- ・ OT (2011/9-2012/6) : 短期国債を売って長期国債を買い、長期金利の低下を促す。
- ・ QE3 (2012/9- 継続中) : 期限を定めずに毎月 850 億ドルの資産を購入。

QE3 において、米連銀が毎月 850 億ドルずつ資産を買い続けるということは、**年間では軽く 1 兆ドル (100 兆円) も買うことになる**。いかに名目 GDP15 兆ドルの米国経済とはいえ、途方もない金額と言えよう。今のインフレ率は確かに低いものの、これだけの緩和策によってどんな副作用があるか、中央銀行としての不安は小さくないはずである。

それと同時に、米連銀のバランスシートも「年に 1 兆ドル」のペースで膨らんでいくことになる³。2008 年までの米連銀の資産は、概ね 8000 億ドル台で推移していた。それが度重なる QE の実施により、現在は 3.66 兆ドル (9 月 11 日時点) となっている。**2014 年の 3 月までには、4 兆ドル台を突破する**だろう。今すぐブレーキを踏んだとしても、止まるのは相当先のことになってしまうのだ。

ハイマンさんによれば、金融政策のタカ派は次のように考えるらしい。

「連銀のバランスシートの適正規模は、米国経済の GDP の半分、せいぜい 7 兆ドルまでだろう。もしも 7 兆ドルが限界だとしたら、それを越えないようにするには 4 兆ドルで止まらなければならない」

間違えやすいところだが、**Tapering はブレーキではなく、せいぜいアクセルを弱めることに過ぎない**。米連銀が毎月の買入額を徐々に減らしていったら、かなり先に買入額はゼロになるだろうが、それまでは資産の増加が続く計算になる。

米連銀のバランスシートの圧縮は、現在行われている「国債や MBS の償還資金の再投資を止める」ことによって初めて可能になる。さらに非常に遠い将来には、米連銀が保有する資産を市場で売却して、バランスシートをスリム化する日が来るかもしれない。もちろん市場を動揺させないように、細心の注意を必要とするだろうが。

それ以前に金利の上昇などもあるだろうし、**思えば「出口政策」は相当に息の長い取り組みになる**ことは間違いない。米国経済の「中期悲観」が終わったとしても、その後に来るのは即「長期楽観」の日々であるとは限らず、「長い出口政策」の道のりということになるのかもしれない。

³ FRB のバランスシートを見るには下記のサイトが好適である。
<http://blogs.wsj.com/economics/2011/06/21/a-look-inside-the-feds-balance-sheet-11/tab/interactive/>

<今週の”The Economist”誌から>

”Holding on for tomorrow”

「明日に向かって待て」

Finance and economics

November 16th 2013

* 「先行き不透明」は最近の決まり文句ですが、そのために企業の投資が減っている。どういう理屈でそうなるのか、最近の研究を **The Economist** 誌が紹介しています。

<抄訳>

投資には冴えた頭が必要だ。設備投資も研究投資も、報われるのは未来であっても、支払いは今日である。ゆえに投資は、石油価格や政治の不透明性に影響される。特に先進国では大企業が現金を積み上げている。最近の研究によれば、将来への不安が原因らしい。

常識的に考えても、将来不安は投資にマイナスだろう。1996年の研究（Bar-Ilan/William Strange）によれば、不透明性が投資を加速することもある。例えば住宅投資では、建設期間が長引くと、その間に不動産価格が上昇した場合は早く建てた者だけが得をする。建築中に売却もできるので、損のリスクは限定的である。不透明下でも投資は合理的になる。

ただし、投資と不透明性の関係を計算することはややこしい。ド派手な広告宣伝やライバル企業の買収といった投資は、自ら不透明性を生み出してしまう。逆に巨額投資により、会社の方向性が明らかになることもある。投資と不透明性の関係は双方向なのである。

2007年の論文（Nick Bloom/Stephen Bond/John Van Reenen）は、「逆の因果関係」を避ける手法を示した。1972～91年の英国製造業 672社のデータを使い、株価の変動率で不透明性を測る。その結果、歴史的な株価変動率は企業の投資決断に影響を受けていなかった。また不透明性が高まると、企業は投資を減らし、チャンスに反応しにくくなると分かった。

今年発表された論文（Luke Stein/Elizabeth Stone）は、よりタイムリーな 1996～2011年の米 3965社データを使っている。ここでは株のオプション価格を使い、企業の将来価格への期待を織り込んだ。こうすれば、「暗黙の不透明性」を調べることができる。

正確さを求めるには、企業にとって管理不能な不透明性（為替など）を測らねばならない。例えば石油価格高騰は、石油会社には良く、航空会社に悪く、流通にはややマイナスだ。それぞれの会社の不透明性は、どんな経済上の不透明性に根差しているかを調べた。

その結果、明日への疑念は今日に大いに影響があると分かった。不透明性が 10p 上がると投資は 1%減る。2008年の金融危機では、暗黙の不透明性は 4割上昇した。投資は 4%減ったことになる。全体の投資減少の約半分の原因が不透明性ということになる。さらに設備投資のみならず、他の長期的な支出——採用や広告費も落ちることが分かった。

財政や金融政策の担当者は、この研究を拳拳服膺すべきだ。戦争などの不透明性はこの限りではないが、不透明性が高いと企業は政策的な刺激策にも反応しにくくなる。企業が手をこまねいているとき、危機対策は寛大なものにする必要がある。中央銀行はこのことを既に学習済みだろう。G7国はいずれも長期にわたる低金利にコミットしている。

ただし政府は、なおも未来への恐怖を振りまいている。特に財政政策だ。ユーロ圏では、

キャッシュ不足の国が破綻処理を求める。銀行同盟や預金保険の話が出ると、まともな経営者は様子見に出る。米国では与野党対立の駆け引きで、政府のデフォルトが議論されている。まさに自業自得の不透明性だ。かかる不透明性が少しでも減れば、投資も産出も増え、財政も良くなるはずなのだが。負債を減らすためには、まず不安を消すべきであろう。

<From the Editor> Sweet Caroline

本日 11 月 22 日は、あの「ダラスの暑い日」からちょうど 50 周年。あの日、銃撃されたジョン・F・ケネディ大統領の棺の傍らに立っていたのは、まだ幼かった長女キャロラインと長男のジョン・Jr.でありました。それから半世紀後、このキャロライン・ケネディ氏が、今では駐日米国大使として東京に居るのだから、まことに隔世の感があります。

それは 1960 年選挙で JFK が大統領に当選し、長女のキャロライン（当時 3 歳）もホワイトハウスの住人となった頃の話。ローズガーデンで、「マカロニ」という名の仔馬に乗って遊んでいた彼女の写真が、当時の米国ではしばしば公開されたのだそうです。それを見た歌手・作曲家のニール・ダイヤモンドは、「か、可愛い…」と思ったかどうか、とにかくいたく詩心を刺激されて、それが”Sweet Caroline”という 1960 年代の名曲誕生のきっかけになった由。

ただしそのことはずっと内緒にされてきた。キャロライン・ケネディが長じて 50 歳の誕生日を迎え、その日のパーティーに呼ばれてこの曲を歌うことになったときに、ニール・ダイヤモンドが初めて「実はこの曲は…」と明かしたという話が、ウィキペディア（英語版）に乗っています。いい話ですねえ。

さて、Sweet Caroline 大使は、1 週間前の着任当日から日本国内では大人気となっております。これまで、リチャード・アーミテージ元国務副長官に代表されるように、「体育会系」が幅を利かせてきた日米関係に、新たなカードが加わった感があります。

それでは、新大使と友情を育むような日本人女性というといった誰なのでしょう。ちなみに来週水曜日がお誕生日だそうですよ。

* 次号は 12 月 6 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