

Contents *****

特集：株安の連鎖と米国経済の死角	1p
<最近の”The Atlantic”誌から>	
”Is Trump Preparing for War With North Korea?” 「対北朝鮮戦争を準備中？」	7p
<From the Editor> 平昌五輪と一般教書演説	8p

特集：株安の連鎖と米国経済の死角

今週の NY 市場は、ダウ平均が 1 日に 1000 ドル以上の下げを 2 度も体験しました。絶対額で言えば、史上第 1 位と 2 位の下落が中 2 日で到来したことになります。これまで米国経済は好調で、トランプ大統領も株高を自らの業績として誇っていただけに、「なぜ今、株安なのか？」は気になるところです。

市場の波乱は、好調な実体経済に対して何らかのメッセージを発しているのでしょうか。われわれはそこからどんな意図を読み取ることができるのか。「好調な米国経済」の死角についてを考えてみました。

●今回の株安にはどんな「戒名」がつくのか？

2月5日（月）の NY ダウ平均は 1175 ドルも下落した。1日の下げとしては、これは史上最大の金額である。このことを伝える報道には、さっそく”Wild Monday”なる呼び方が登場した。1987年10月19日の”Black Monday”を髣髴とさせる物言いである。

その前の営業日2月2日（金）には、朝方に公表された雇用統計で平均時給が前年比2.9%増となったことを受け、1日に666ドル下げている。いかにも縁起悪く感じられる数字であり、今週は冒頭から波乱含みであったと言える。

さらに2月8日（木）、ダウ平均は再び1000ドル以上も下げた。本稿執筆時点では、これがどんな名で呼ばれるかはまだ分からない。今度は”Wild Thursday”なのか、それとも”Double Dip”（二重の下落）なのか、あるいは先週金曜分と併せて”Triple Plunge”（三つ子の暴落）と呼ぶべきなのか。こういう命名は少し時間がたってみないと、どれが定着するかは分からないものである。

歴代のダウ下落記録を探してみると、今週の2つの下げはもの見事に第1位と第2位を占める。さらに先週金曜日分を合わせると、合計で2,873ドルも下げたことになる¹。

○歴代のダウ下落記録

1.	2018/2/5	-1,175	(-4.6%)	* Wild Monday
2.	2018/2/8	-1,032	(-4.2%)	* Wild Thursday?
3.	2008/9/29	-778	(-7.0%)	* Lehman shock② (下院が TARP を否決)
4.	2008/10/15	-733	(-7.9%)	* Lehman shock③
5.	2001/9/17	-685	(-7.1%)	* 9/11 テロ事件後の月曜日
6.	2008/9/17	-680	(-7.7%)	* Lehman shock①
7.	2008/12/1	-679	(-7.3%)	* Lehman shock④
8.	2018/2/2	-666	(-2.5%)	* 雇用統計ショック
9.	2011/8/8	-635	(-5.5%)	* 米国価格下げショック
10.	2000/4/14	-618	(-5.7%)	* ハイテクバブル崩壊
11.	2016/6/24	-610	(-3.4%)	* Brexit

もっとも下落率でみると、3 回合計で $4.6\% + 4.2\% + 2.5\% = 11.3\%$ とそれほど目立たない。何しろダウ平均はこの1年間で25%も上昇し、一時は2万6616ドル(1/26終値)という高値圏にあった²。ゆえに実額で1日に4ケタ下落しても、比率的には5%以下なのである。ちなみに31年前のブラックマンデーにおいては、1日の下げ幅は508ドルに過ぎなかったが、下落率は22.6%という衝撃的なものであった。

さらに下げ幅の歴代トップテンを振り返ってみると、3位、4位、6位、7位が全部2008年秋のリーマンショックの直後に生じている。下げ比率は揃って7%台で、全部足すとこれだけで30%も下げたことになる。今さらながら、10年前の「国際金融危機」の傷口の深さが思い起こされる。

こうしてみると、1日に大きく下げるときには何かしら理由がついているものだ。「戒名がつくと、市場心理が落ち着く」とも言う。今回の下落にも既にいろんな名称が飛び交っているが、以下にいくつかの候補を挙げておこう。

- * **雇用統計ショック**：米国経済にようやく「賃上げ」がやってきた。労働者の立場から見れば歓迎だが、投資家にとっては「適温経済」の終焉を意味する。
- * **パウエル相場**：イエレンFRB議長の任期が2月4日に切れて、パウエル新議長が就任するその日が狙い撃ちされた。議長交代期の株安は過去にも例がある。
- * **VIX ショック**：シカゴオプション取引所のVIX指数(恐怖指数)が、コンピュータのアルゴリズム取引で急上昇し、世界的な株安の連鎖を招いたという見方。
- * **トランプ崩れ**：1月30日には初の一般教書演説で、「株式市場は何度も最高額を更新し、時価総額を8兆ドルも増やした」と株価上昇を誇ったばかり。

¹ 下げが3日おきに起きているので、「リャン・ウー・パー暴落」という命名も面白い。

² この日はトランプ大統領のダボス演説当日である。

●株安の真犯人は「トランプ減税」では？

「相場が恐怖に支配される」とか、「損失を埋めるための売りが売りを呼ぶ」といった声が聴かれるのは毎度のことである。そして株価の下落後には、いつも「犯人探し」が始まる。今回は、「アルゴリズム取引」が容疑者となっている。VIX 指数を使って保有資産全体のリスクを調整しているファンドが、相場のボラティリティが上がったと判断して自動売買で売り注文を膨らませ、相場が崩れる原因となった、という見方である。

もっともブラックマンデーの際に、「コンピュータのプログラム取引」が非難されたことを思い出せば、これまためずらしいことではない。1987 年当時のコンピュータはまだまだ原始的なものであったが、「嫌なことがあったら、よく分からない、新しいものを疑う」のは人間心理として自然なものであろう。ゆえに筆者は、「VIX ショック」という解釈には懐疑的である。あまりにもありがちな説明だからだ。

それでは「1 週間に 3 回」も訪れた株安の原因は何だろう。あるいは市場は実体経済に対して、どんなメッセージを届けようとしているのか。

第 1 に今回の株安は、先月来ビットコイン相場下落が前触れとなっていることを想起すべきである。コインチェック社の事件などは、文字通り「炭鉱のカナリア」であったと見ることができよう。だいたい「仮想通貨の価値が 1 年で 20 倍になる」という昨年の現象は、自己矛盾もいいところである。そんなに値動きの激しい単位が、通貨足り得るわけがない。ゆえにビットコイン・バブルの崩壊には何の不思議もない。

今回の株安は、ビットコイン相場をプロローグとする物語の第 2 幕であって、かなり大がかりなものとするべきであろう。一応、トランプ政権下で 25% も株価が上げた後の下落であるから、投資家が受ける実損はそれほど大きなものではあるまい。それでも市場のメッセージは受け止めなければならないし、タイミングから言っても 1 週間やそこらで今の混乱が収束するとは考えにくい。

第 2 に株安の理由は、それまでの株高の理由の裏返しであることが多いものである。そうだとすれば、この 1 年の株高をもたらしてきた最大の理由＝トランプ減税を疑うべきではないか。「向こう 10 年間で 1.5 兆ドル」という大規模なトランプ減税は、以下の 3 つのルートで株安を招いたと見るのできるのである。

- ① 短期的には景気過熱をもたらす。そのことはインフレ懸念に通じる。2 月 2 日の雇用統計で「賃金上昇」が確認されたことが、最初の株安の原因となった。
- ② 中長期的には財政の悪化をもたらす。2 月 5 日と 8 日はともに、長期金利（10 年物国債の利回り）が徐々に 2.8% まで上昇している。
- ③ 投資家の利益確定売りを促進する。昨年末の減税法案成立まで、投資家は「売るに売れない」状態が続いていた。今年 1 月 1 日以降は納税額が減少したので、いつでも「期待で買って現実で売る」チャンスが訪れていた。

●米国の「適温経済」はなぜ長期化するのか？

株価が少し落ち着きを見せた2月7日、トランプ大統領はこんなツイートを発している。

In the “old days,” when good news was reported, the Stock Market would go up. Today, when good news is reported, the Stock Market goes down. Big mistake, and we have so much good (great) news about the economy!

お気持ちはよく分かる。経済に関するグッドニュースはいくらでもある。トランプ大統領は一般教書演説の中で、以下のように米国の現状（States of the Union）を誇っている。

- * 選挙以降、240万人の雇用が生まれ、その中には20万人の製造業の職が含まれている。
- * 長らく続いた停滞のあと、とうとう賃金は上昇しつつある。
- * 失業率は45年ぶりの低さ。黒人、ヒスパニック系の失業率も史上最低を記録。
- * 中小企業の信頼感も史上最高。
- * 株式市場は最高値を何度も更新し、時価総額で8兆ドル増加。これは401kや退職者、年金、大学基金などにとってすばらしいニュースだ。

正直なところ、今の米国経済は AC（After the Crisis＝リーマンショック以降）の10年間では一番良い状態 と言っていいたいだろう。いや、21世紀に入ってから一番と評して良いかもしれない（さすがに90年代後半のクリントン時代ほどではない）。

ただし、今回の雇用統計で確認された 賃金上昇は、実は「錯覚」である恐れがある。2月2日に発表された1月の平均時給は、前月比+0.3%、前年同期比+2.9%となったことが驚きを持って受け止められた。しかし、この間に週平均労働時間は微減している。つまり折からの悪天候によって労働時間が短くなり、結果として賃金が押し上げられた可能性がある。つまりは単なる季節要因であって、雇用者から見れば「ぬか喜び」、投資家から見れば「杞憂」であったかもしれないのだ。

「なぜ賃上げが起きないのか」は、日本のみならず世界的な課題 となっている。内閣府が年2回刊行する『世界経済の潮流』の最新号も、「欧米先進国における賃金伸び悩み要因の検証」がテーマとなっている³。

この分析の結論では、賃金伸び悩みは「複合的な要因」によるもので、各国共通の要因としては「労働生産性上昇率の鈍化」「予想インフレ率の低下」を挙げている。また、米国固有の原因としては、労働者の賃金交渉力の低下（組合の組織率低下）や非競争契約（ライバル社への転職を一定期間禁止する制度）が存在することを指摘している。

だが上記は日本経済の現状と同じで、とてもではないが「腹落ち」する説明とは言い難い。原因がよく分からないから、治療法も見当たらない、というもどかしさがある。結果として、賃金も物価も停滞が続いている。

³ http://www5.cao.go.jp/j-j/sekai_chouryuu/sa17-02/index-pdf.html

「賃金の上昇が株を売る理由になる」というのは、素朴な感覚として受け入れにくいかもしれない。だが、景気がいいのにインフレも賃上げも起きず、金利も低いままで資金調達できる、というのは投資家にとっては夢のような状況である。これを「適温経済」とか「スーパー・ゴルディロックス」と呼ぶわけだが、そんな中で株価は上昇を続けてきた。

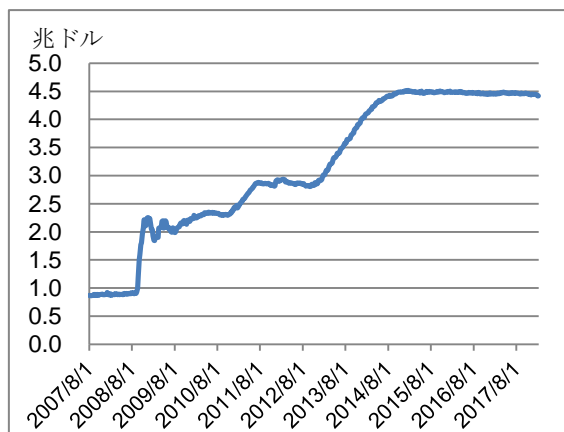
●金融「出口」政策は遅く、財政「刺激」政策は早く？

しかし、楽しい事にはいつかかならず終わりが来る。

「適温経済」の裏側には、これまで米連銀が行ってきた超金融緩和政策がある。量的緩和政策を3次にわたって実行し、人為的に長期金利を下げた結果、低インフレ下の景気回復が実現した。それではお役目御免と言って、すぐ元に戻せるかといえばそんなに簡単なことではない。QE というドーピングはさすがに不要になったが、資産圧縮というダイエットに励めるほどの健康体というわけではない。

今や米連銀の保有資産は 4.5 兆ドルにまで膨れ上がっている。昨年にはとうとう「満期になった資産の買い替えを縮小する」という形で、まことにゆっくりとしたペースではあるが、バランスシートの縮小に着手したところである。

○Fed's Total Assets⁴



<量的緩和策>

- QE ('08/11-'10/6) 資産買い入れ 1.7 兆ドル
- QE2 ('10/11-'11/6) 資産買い入れ 6000 億ドル
- OT ('11/9-'12/6) 長期買いと短期売りによるオペレーションツイスト
- QE3 ('12/9-'14/10) 月額 850 億ドルの無期限買い入れ

<出口政策>

- '13/9 からテーパリング開始
- '14/10、資産買い入れ額がゼロに
- '15/12、初の 0.25% 利上げを実施
- '17/10 から資産圧縮開始

それでは仮に全体の 3 分の 1 に当たる 1.5 兆ドル分の米国債、もしくは MBS（住宅担保債券）が売りに出された場合、果たして市場は吸収しきれのだろうか。たちどころに長期金利が上昇して、大混乱が生じてしまうのではないだろうか。

それが恐ろしいから、米連銀は出口政策に時間をかけざるを得ない。自分の首を絞めかねないロープは、なるべくゆっくり引きたいものである。そしてその間にも、「適温経済」下の株高が延々と続いていたわけである。

⁴ <https://fred.stlouisfed.org/series/WALCL> セントルイス連銀のデータから。

市場参加者も分かってはいるのである。パーティーの終わりはいずれかならずやってくる。しかし音楽が流れている間は、ダンスを止めるわけにはいかない。せいぜい出口に近いところで踊るように心がけるくらいである。

こんな状況に飛び込んできたのが、トランプ政権による大胆な経済政策であった。まずは減税を向こう 10 年間で 1.5 兆ドル。それを決めたうえで、今度はインフラ投資を 10 年間で 1.7 兆ドルと言っている。さすがに長期金利が上昇しそうに思える。

金融政策が引き締めに向かう時期に、財政政策を緩めるという組み合わせは合理的な判断である。特に交通インフラの劣化がはなはだしい米国経済では、適度な公共投資は望ましいことだと言える。しかし、それも程度問題である。

今年は秋の中間選挙を控え、共和党は防衛費の増額を目指し、民主党は大型のインフラ投資を望んでいる。政治家が具体的な成果を目指すほど、財政赤字は拡大することになる。勢い米国債は大量増発時代を迎えることになる。

このような経済政策は、実体経済にはプラスであるかもしれない。景気が改善し、完全雇用近づいている中で財政アクセルをふかした場合、さすがに賃金も上がるだろうし、物価も上昇するだろう。ことによると、トランプ大統領が念頭に置いている「忘れられた人々」に大なる恩恵をもたらすかもしれない。

ただし、「良いニュースで売り、悪いニュースで買う」投資家たちにとっては不本意な展開である。彼らはもっと「適温経済」をエンジョイしたい。株高を望むトランプ大統領自身の手によって、相場が崩されていると言ったら気の毒だろうか。

●日本が読み取るべき「教訓」とは何か？

現在の米国経済では、壮大な実験が進行中である。バーナンキ、イエレン両議長の下で行われてきた量的緩和政策は、それ自体が非伝統的な手法であった。そこからの出口政策もまた、前例のない実験ということになる。

そこへ大規模な財政政策を組み合わせるとどんな結果をもたらすのか。答えは誰も持ち合わせていないが、今のところ「好調な米国経済と大幅な株安」の共存となっている。

さて、この間に日本では日銀総裁人事に注目が集まりつつある。黒田総裁の任期は4月8日までだが、それによりも一足早く3月20日に2人の副総裁の任期が切れる。人事は3人セットで示されるだろうから、新メンバーの公表時期は近いはずである。

たとえ日銀執行部の陣容が変わったとしても、すぐに政策が変わるとは思えない。現在の超金融緩和路線は当面、続けられるであろう。ただし次の5年間のどこかで、「出口政策」が始まることは想像に難くない。現在の米国経済は、その貴重な先行指標ということになる。果たして我々は、どんな教訓を読み取ることができるのか。先行する米国経済の方が日本経済よりはるかに規模が大きい、というのがなんとも悩ましいところである。

<最近の”The Atlantic”誌から>

”Is Trump preparing for War With North Korea?”

「対北朝鮮戦争を準備中？」

January 31st 2017

*トランプ大統領は一般教書演説の中で、北朝鮮問題を大きく取り上げました。早くも以下のような論説が飛び交い始めています。いちいちもっともなご意見です。

<抄訳>

一般教書演説におけるドナルド・トランプの北朝鮮関連コメントを読めば読むほど、戦争の準備をしているとしか思えなくなる。

第1にこの問題は強調されている。演説中で、ロシアと中国に関する部分は1行ずつであった。イスラエルに23語、アフガニスタンに34語、イランには48語を費やしている。初年度外交の主要な成果と位置付ける対ISIS戦争も302語だ。北朝鮮は475語である。

第2にトランプは、10日後に始まる韓国での五輪大会や南北共同チームについて何も言っていない。そもそも外交について言及していない。さらに衝撃的なことに、制裁や中国についても触れていない。国連制裁が強化されたことは称賛した。だが中国に対して、金正恩体制の孤立化を求めなかった。代わりに軍事力も含む「最大限の圧力」という言葉を使った。制裁には忍耐が必要だが、トランプは過去の政権の「怠慢」を責めている。

北朝鮮がどうすれば米国が納得するかの説明もない。演説は核兵器よりも体制そのものに焦点を当てた。北朝鮮で逮捕され、死んだ米国人学生オットー・ウォームピア君について語った。そして演説に招いたご両親に敬意を表した。米国民を紹介するのは一般教書演説の伝統である。だが米国民でない脱北者、池成鎬氏を紹介したことには違和感がある。

もしもトランプが金正恩と核に関する取引を目指しているのなら、これらの部分は非生産的である。北朝鮮が核兵器を開発する核心的理由は、米国がリビアやイラクで試みたレジームチェンジを防ぐためである。トランプが北朝鮮体制の腐敗ぶりを強調するのであれば、核を諦めないという金一族の論理をかえって正当化することになりはしないか。

しかしトランプの真の目的が、軍事攻撃への国民的支持を集めることであれば、ウォームピアや池成鎬を語るのは理にかなっている。それらは道徳的な義憤を書きたてるだろう。特にウォームピア家の事件は、軍事行動が米国の自衛手段であるように見える。

演説の準備中に、ヴィクター・チャの韓国大使指名が撤回された。FT紙によれば、チャは韓国からの米国市民の撤退作戦(NEO)に反対した。それは軍事行動の前触れとなりかねず、いかなる軍事手段も留保すべきだと。それが指名撤回の理由であったという。

FTの報道は間違いかもしれない。トランプは、一部の観測にあるような「ブラッディーノーズ」作戦に真剣ではないかもしれない。だが一般教書演説を見る限り、議会は戦争リスクを討議すべきである。「北朝鮮の核ミサイル追究は、すぐにわが本土の脅威になる」とトランプは宣言した。トランプの軍事行動も危険極まりない。議会は止めるべきである。

<From the Editor> 平昌五輪と一般教書演説

いよいよこの週末から平昌冬季五輪が開幕します。平和の祭典はまことに結構なことでありますが、前頁の The Atlantic 誌論説のように、「トランプ大統領は対北朝鮮先制攻撃に出るのではないか」との観測が飛び交っております。1月30日の一般教書演説を聞いて、筆者も同様に感じました。

一般教書演説には13人のゲストが招かれました。著名人は誰一人おらず、トランプ氏が「忘れられた人々」と呼ぶような市井の人たちばかり。ホワイトハウスのHPには、当日のゲスト紹介のページがありますが、彼らの顔を見ているだけで「時代は変わった」ことを実感します⁵。オバマやクリントン大統領の時代には、セレブを呼んで演説を派手に盛り上げることが多かったものです。いつも注目しているラスムッセン社の世論調査では、トランプ政権支持率が急上昇（1月30日：43%→2月2日：49%）しています。

ゲストの中でも異彩を放ったのが、「北朝鮮で17か月間も抑留されて死んだ学生otto・ウォームピア君のご両親」と、「脱北の際に片足を失ったが、今は韓国で人道活動に従事している池成鎬氏」です。「北朝鮮は核開発をしている怖い国」ではなく、「こんなに残虐で非道な国」とアピールしている。平昌オリ・パラが終了した後に、軍事オプションを実施する布石なのではないでしょうか。

2002年の一般教書演説で、ブッシュ・ジュニア大統領がイラク・イラン・北朝鮮を「悪の枢軸」と呼んだことは有名です。しかし、あそこまで微に入り細にわたって悪行を述べ立てるようなことはしていません。「悪の枢軸」演説の該当部分は以下の通り。

われわれの第2の目標は、アメリカとその友邦、同盟国を大量破壊兵器で脅すテロを支援する体制（Regime）から防ぐことである。これらの体制のうちいくつかは、9月11日以後はおとなしくしている。しかしわれわれは彼ら本性を知っている。

北朝鮮は自国の市民を飢えさせながら、ミサイルと大量破壊兵器で武装している。

イランは熱心に武装を追い求めテロを輸出しながら、自由を求めるイラン国民を選挙で選ばれたわけでもない少数者が抑圧している。

イラクはアメリカへの敵意を誇示し、テロを支援している。イラクの体制は、炭疽菌を、神経ガスを、そして核兵器を過去十年にわたって開発してきた。この体制こそは、何千という自国の市民を殺害するために毒ガスを使い、死んだ子供たちの上にその母たちの死体を放置したのである。そして国際査察に合意しながら査察官を追い出し、文明世界から何かを隠している。

これらの国は、テロリストの仲間たちとともに悪の枢軸を構成し、世界の平和を脅かしている。大量破壊兵器を求めることで、これらの体制は深甚かつ増大する危険をもたらしている。彼らは兵器をテロリストに提供することで、憎悪にかなった手段を与えるかもしれない。いつなんどきわれわれの同盟国を攻撃し、あるいは合衆国を脅迫しようとするかもしれない。いずれにせよ、無関心でいればその代償は悲劇的な規模になるだろう。

⁵ <https://www.whitehouse.gov/articles/special-guests-state-union-address/>

たったこれだけです。しかし当時の金正日委員長は、この「悪の枢軸」発言に恐れをなしました。同年 9 月には、小泉純一郎首相の訪朝と平壤宣言が実現し、5 人の拉致被害者が帰国することができました。それも遠い昔のこととなった今、2018 年の一般教書演説を果たしてどう読むべきなのでしょうか。

今週は、マイク・ペンス副大統領が 2 月 6 日夜に来日しました。平昌五輪の開会式出席前の立ち寄りとのことですが、安倍首相との会談はあったものの、麻生副総理との間で「日米経済対話」は行われていません。株価や為替がこれだけ動いている時期に、日米の経済ツートップが形だけでも会合を持ち、「市場の動きを注視している」とでも言ってくれば、ずいぶん市場の安心感は違うはずなのですが。

それが行われないということは、日米の首脳間に「今はそれどころじゃない！」という認識があるからではないでしょうか。それを考えると落ち着かない気分になってしまいます。でも、五輪期間中は何事もないでしょう。問題はそれが終わってから。

明日は開会式。日本選手団の健闘を祈りたいと思います。

* 次号は 2018 年 2 月 23 日（金）にお送りします。

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、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