山崎 週報「投機の流儀」　17 年 6 月 11 日号

[今週号の目次]

（１）「２万円」の大台は定着するか、「大底を見逃した後悔」か、やっぱりダメか
（２）今の「２万円」は一昨年６月～８月の２万円、一昨年１２月の２万円と全く違う。ジョン・テンプルトンの遺訓「今度は違う」のか
（３）「２万円」を定着させる景気指標
（４）２万円は決して割高ではない、とする理屈
（５）日経平均の最高値は来月以降か
（６）株価に歪みが生ずる場合がある
（７）北朝鮮
（８）Ｇ７の意義はほとんどなくなった
（９）フランス３９歳の大統領は世界に刺激を与えるか
マクロン仏大統領は「ベストな中道路線を実践出来るか」
（１０）トルコ、イラン、サウジアラビア
（１１）「米雇用の改善鈍化に広がる失望」
（１２）当面の市況、日本経済はトランプからどういう影響を受けるか
（１３）米国株式市場
（１４）米経済に暗雲―ロシア疑惑でトランプのレイムダック化
（１５）「長期停滞」
（１６）憲法改正（読者諸賢からの批判を巻き起こす恐れがあるが敢えて書こう）
（１７）６月４日号の（１５）「今の金融政策は『２％目標』に対して効果はない」に対する読者からの便り

[来週号の目次]

○ 投資家にとって基本的に必須な素養は何か

今は、これからの市場展開について重要なポイントだから、投資行為を為す場合に最も重要なことはファンダメンタル分析でもテクニカル上の見方でもなく、一番大切なものは、「（大袈裟に言えば）相場道」または「投資哲学」であって、本稿でいう「心得」「心構え」である、という場面に遭遇していると思う。

よって次回は、専ら、「投資家にとって基本的に必須な素養は何か」について総括的にまとめて述べることと致したい。

（1）「２万円」の大台は定着するか、「大底を見逃した後悔」か、やっぱりダメか、

１日～２日の相場付きは、本稿で「This is Japan 名柄」と言ってきた代表格のトヨタなどが主役となったし、出来高・売買代金ともに大きかったので、力強く上方にブレイクスルーしたと見ることも出来ないことはない。

そして一昨年６月の２万円台及び中間反騰の１２月１日の２０，０１２円の時のような「円安という強烈なバックアップ」が全くないまま、株価だけが大幅上昇した。だからこそ強い相場だと言えないこともない。

今回の２万円の主役は東京エレクの株価が一昨年２万円だった時代の約２倍に上昇とか、戦後東証開所以来の高値を付けた森永とか、銘柄の主役が変わった。一昨年６月に約２ケ月保った２万円台、そこから一旦押して中間反騰の１２月１日の２０，０１２円、今回３回目の２万円は前回２度と違って、円安の追い風がないまま２万円を超えた。

国内の経済環境も緩やかながら改善したし、第一に企業収益が極めて良いし、ＰＥＲが極めて低い、というレベルが下支えして、上方にシフトした形になった。現在のＥＰＳを先進国平均並みに買えば、

１，４００円×１６倍＝約２２，４００円となり、

ニューヨーク並みに買えば、

１，４００円×１９倍＝約２７，０００円となる。

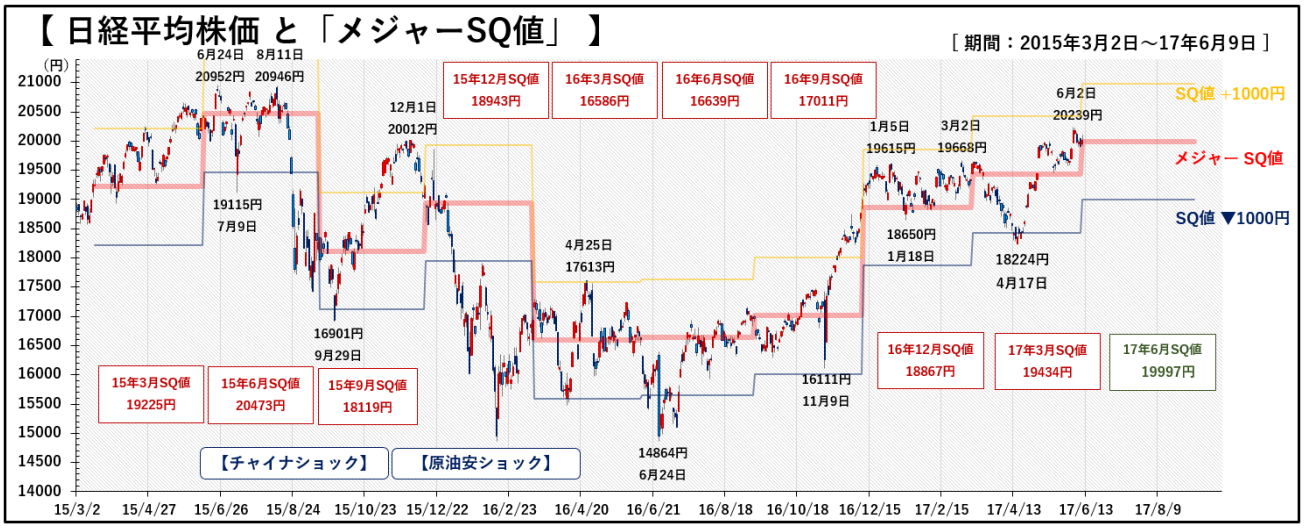
この２７，０００円という値は１９８７年のブラックマンデー寸前の高値だった。本来日本経済の実力は日経平均で言えば２７，０００円がバブル大天井としては「適温レベル」なのであって、そこから上の１万円は米国大手証券やヘッジファンドが当時の日経平均２２５種に入っていた品薄株（品川白煉瓦や帝国繊維）などを買い煽って日経平均を釣り上げた分である。よって２７，０００円が史上最高値の適温相場だったと筆者は当時から主張してきた。今、日本のＥＰＳ１，４００円をニューヨークのＰＥＲ並みに買えば、ちょうどその値に来ることになる。

そうすると昨年２月１２日と昨年６月２４日の１４，８６４円という「一文違いのWボトム」は既報で反復して触れたように、①両方ともＰＢＲ１倍、②両方ともアベノミクス始動（１２年１１月１４日の衆院解散決定日８，６６５円）から１５年６月の２０，８６８円までのほぼ正確な半値押しだった。

５桁の数字が１円違いで４ケ月半の日柄をおいて現象した。ということは「壮大なWボトム」であって、「天意、測るべからず」で、「そこが大底だったかもしれない」という後悔（ＲＥＧＲＥＴ）が後にあるのかもしれないと筆者は当時から本稿で何度か書いた。そこでＢＲＥＸＩＴは真ん中にＲＥＧＲＥＴ（後悔する）を挟んで「Britain から発した激震であって、大底だったことを見逃したという regret（後悔）を持ったＥＵからの exit」この３つの合成語でＢＲＥＧＲＥＴＸＩＴはないかと本稿で何度か書いたことがある。これは確信を持って言えるわけではない。今も確信があるわけではない。

６月満月の週末、日経平均は再び２万円台を回復して終了した。コミー前ＦＢＩ長官の議会証言はロシア疑惑を深めるには至らず、また英総選挙は与党保守党の過半数割れとなったが市場への影響は限定的となった。国内ではメジャーＳＱ（１９，９９７円）を僅かながら上回って通過した。

【 図 １ 】 17 年 6 月メジャーSQ 値は 19,997 円。

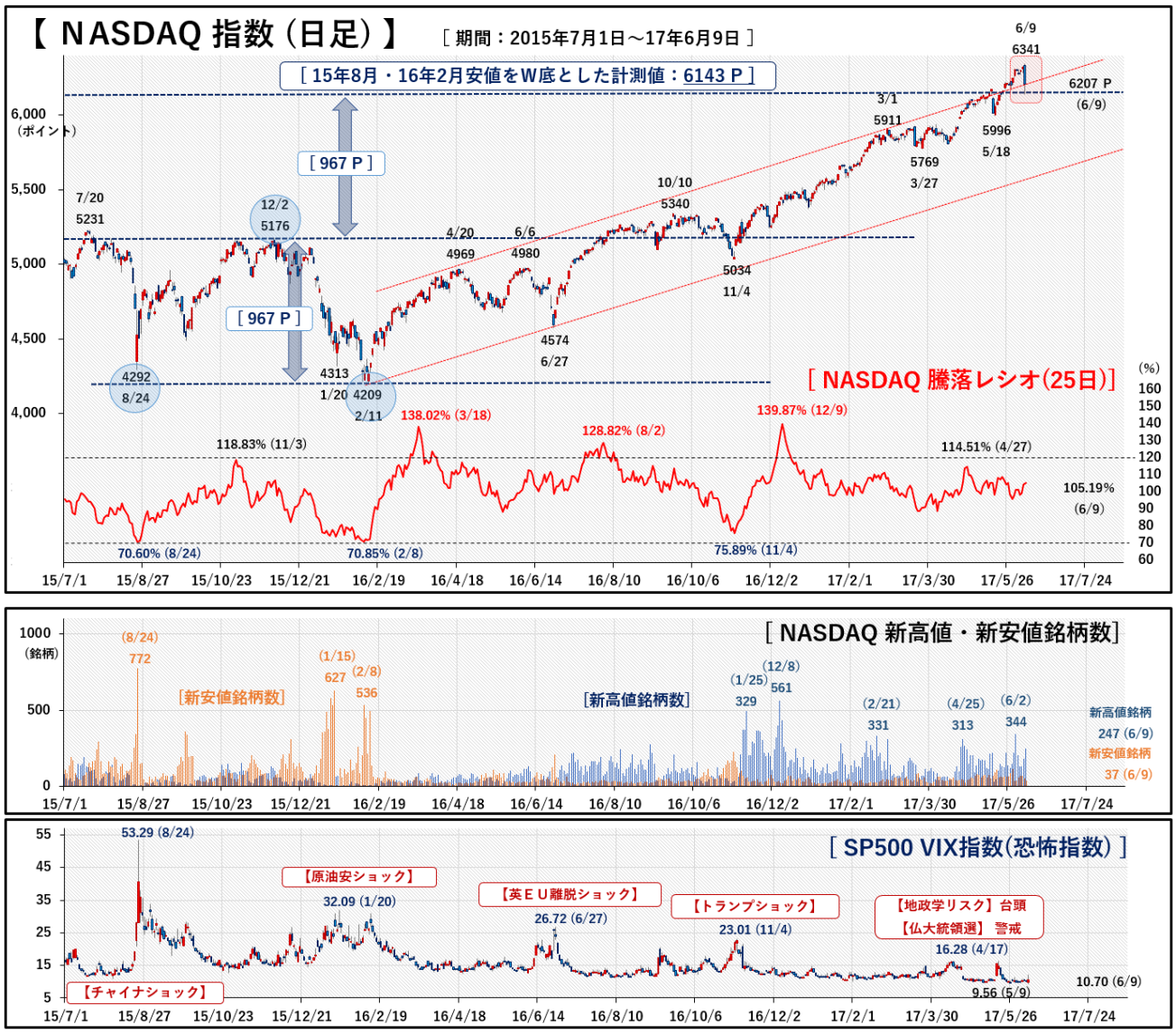


週末の米国市場は、金融規制改革法（ドッド・フランク法）見直し法案が下院で可決され、金融株が買われた。しかしこれまでの相場牽引役の主力ハイテク株（フェイスブック、アマゾン、アップル、アルファベット）は、ゴールドマン・サックスが株価の下振れリスクに言及し、軒並み３％超の下落となっている。ＮＹダウは上昇したが、ハイテク株のＮＡＳＤＡＱ指数は１．８％の下落と、まちまちの動きとなっている。

ＣＭＥ日経先物は１９，９１５円と、週初はＳＱ値と２万円を割り込んでの寄り付きとなる。

【 図 ２ 】 NASDAQ 指数は、2000 年 3 月高値時は上ヒゲの長い月足陰線を形成。
7 ヵ月連続月足陽線中で、今月の月足を注視。

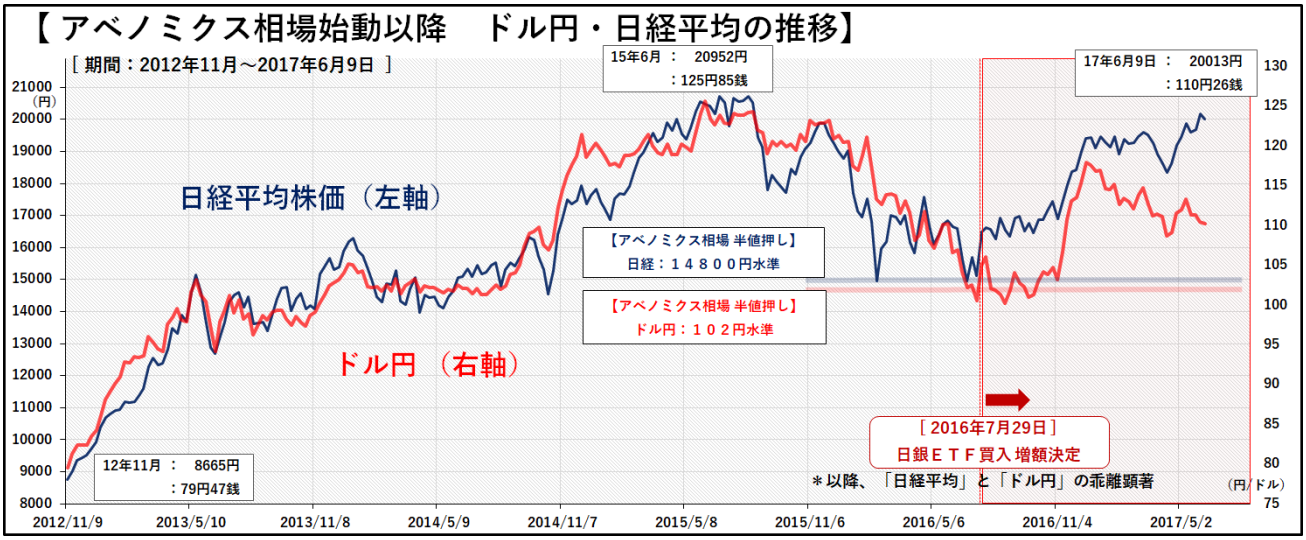
【 図 3 】 NASDAQ 指数は史上最高値更新後、高値からは▼2%で取引を終える。
日足では高値での大陰線を至現し、高値警戒感を示す動きに。



（２）今の「２万円」は一昨年６月～８月の２万円、一昨年１２月の２万円と全く違う。
　　ジョン・テンプルトンの遺訓「今度は違う」のか

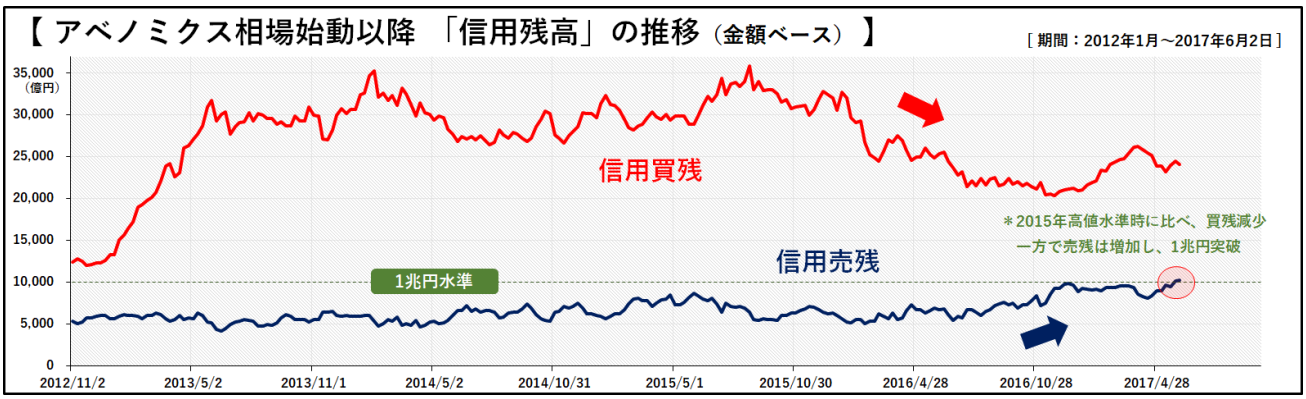
先週２万円を超えたからといっても、一昨年１２月の２万円越えの時と様相が全く違う。一昨年６月の２０，８００円台の時、円ドル相場は１２４～１２５円だった。今はその当時と１５円幅の円高である。アベノミクス以来、「円ドル１円につき日経平均２５０円の変動」としてきたが、理屈通りそれを当てはめれば、今の円ドル相場は日経平均１８，０００円程度に相当するのだが平気で２万円を超えた。

【 図 ４ 】 円安修正の動きがなければ、２万円超からの上昇継続は難しいところか。



【 図 ５ 】ジョージ・ソロスの「自己強化サイクル理論」では、
『 相場の最終局面は、高値警戒感から空売りを仕掛けた弱気派による踏み上げ相場（空売りの買戻し）で形成される 』とある。

信用売残の増加は、需給面からは当面の深押しの限定要因、またきっかけ次第では上昇のオーバーシュート要因となろう。



（３）「２万円」を定着させる景気指標

色々な景気指標がそろって強い。だからこそ「理屈は後から貨車でやってくる」のだ。有効求人倍率１．４８倍というのは１９７４年２月以来４３年ぶりの高さだそうだ。当時は列島改造バブルまたは過剰流動性バブルの月足１２本連続陽線だったという、７２年の１年強で日経平均が２倍を達した好景気の直後のことである。経済成長は数%から７、８％の時代だった。有効求人倍率がそれ以来４３年ぶりの高さだという。完全失業率は２．８％だから事実上はケインズ経済学で言うところの「完全雇用状態」を維持していることになる。今後は人材確保のためにパート従業員の正社員化が進み、賃金も上昇する可能性がある。それは日銀の「２％目標」を助けることになる。

経産相は５月３０日に発表した商業動態統計（速報）は６ケ月連続で前年実績を上回る堅調さだった。その１ヶ月前に公表された４月の消費者態度指数が悪化していたことから見ると、この好調さには意外感があった。

次に、３１日公表の鉱工業生産指数の速報値は前月比から４％上昇の１０３．８となり、消費増税の直前の駆け込み需要が急増した２０１４年１月の水準を上回った。

このように日経平均２万円台が景気指標から見ても当然視されるという面もあるが、本稿は決して手放しの楽観論を言うつもりはない。２万円を少々超えたという現状においてさえも、２万円の手前での滞空時間が長かったことで騰落レシオなどのテクニカル分析の観点から見ると「買われ過ぎ」ということになり、テクニカル指標を重視する筋は「ここからは買えない」という指標もいくつかは出ている。またファンダメンタル面から見ても日本経済自体が成長を続けていた時は輸出が中心だった。内需だけで成長を続けていくという力はまだない。世界経済が低調となり、Ｇ７が分裂し、アメリカ景気が疑問視されるようになると輸出が底荒れすれば景気後退に陥る恐れはある。このようにファンダメンタルから見ても手放しの楽観は出来ない。

（４）２万円は決して割高ではない、とする理屈

これには色々ある。①ＥＰＳ１，４００円に対するＰＥＲから見て、世界先進国に買われれば２２，４００円、ニューヨーク並みに買われれば２７，０００円というファンダメンタル。②世界の株式時価総額は今が最高レベルとなり、約８，３００兆円である。日本のそれは最高レベルに達してしているが６００兆円。この比率は、世界のＧＤＰに占める日本のＧＤＰの比率よりもかなり低い。

（５）「日経平均の最高値は来月以降」という見方か

強弱ともに見方がある中で３度目の２万円台（１度目は一昨年の６月から８月の２万円台の滞在、２度目は中間反騰で一瞬付けた一昨年の１２月１日の２０，０１２円、３度目が今回である）、

予想ＰＥＲはＥＰＳ１，４００円に対して１６倍に迫れば２２，４００円ということになるが、今現在はまだ１４．５倍である。割安と言えば言えるし、他の外部要因を考えれば企業業績だけで決められる問題ではないとも言える。２万円の先を読む上で注視されるのは米利上げの動向であろう。「２万円台が今月は定着し、来月に２２，０００円台という高値を付けるだろう」という見方が広まってきてもいるが、「当面は２万円を挟んだ値動きにまた戻るだろう」という見方もある。

本稿は強気なのか弱気なのか、一体どっちなんだ？と安易に問わないでいただきたい。安易に思考を中断することは思考停止状態を招くことになり、それは知性の放棄である。「面倒くさいから割り切る」「判らないからここで割り切る」というものであり、この「割り切り」は知性の放棄であり、思考停止状態を招くものであり、最も怪我を大きくするものである。本稿も時々言う通り、正解がないかもしれない問題に対して格闘し続ける強靭さこそが知性であり、これが本当の相場観を鍛える。筆者含めて本稿読者諸賢は、今再び、この点をわきまえて、真剣に市場に対峙しようではないかと呼びかけたい。

（６）株価に歪みが生ずる場合がある

インデックスファンドのおかげで、業務純益が前期比１９％減という上場地銀が大幅に上昇したりするような株価のパフォーマンスを見る部分がある。多様な指数ファンドがパッシブ運用を指向すると、運用資産は１０兆円を超えるから株式市場を活性化して前向きになる点もあると同時に、上記に述べたような株価の歪みを生ずる場合がある。

（７）北朝鮮

「北朝鮮対アメリカの火力を用いた戦争はあるか。それはまずないだろう」と既報で述べたことを微調整せねばならなくなった。軍事評論家の話しでは、北朝鮮のミサイルが地上最高の位置から目的物に迫る下降プロセスは迎撃しても当たらないという。上昇途中で撃破しなければ確実には当たらない、という。もっと確実なのは発射寸前の停止状態を撃つことだ、ということになる。そうすると、「先制攻撃」になってしまう。「アメリカが先に手を出した」ということになってしまう。

ところが、トランプは大統領になっても変わるという人格ではない。元々史上最低の支持率で大統領に就任した７０歳を超えた男である。支持率が急落する場面があれば、外部に敵をつくって合衆国内部を団結させ、支持率を高めるという手をとるだろう。合衆国国

民は戦う大統領が好きなのだ。トランプはそれを百も承知している。対象は北朝鮮をおいて他にない。

先述したように、ミサイルが最高位置にまで上昇してから下降して目的物に行く途中は命中しにくい。上昇していく途中が命中しやすい。もっと命中しやすいのは発射寸前の停止状態を狙うことだと述べたが、これは「専守防衛としても許される」という説さえある。

「北朝鮮が我が国に対して先制攻撃をかけるという明確な認定があれば、それを防ぐためにミサイル基地を先に攻撃する、ということは専守防衛の原則から許される」と石破茂氏などは言う。

当然トランプは支持率が落ちてくれば「合衆国と同盟国日本を守るために行った当然の正義だ」という理屈と「証拠」をつくり出すだろう。そういうことにかけてはアメリカ合衆国という国は極めて狡知に長けた国である。そしてアメリカ合衆国国民、特にトランプが票を掬い取った「プロレタリアート層」は特にそういう大統領を好む。支持率が落ちてくればそれをやらないとは限らない。その結果最も多くの被害者を出すのは日本である。

先日、２日、日経平均２万２００円の時、ロータリークラブに卓話を依頼されて話したときに、今年後半の相場はどうかという話題に及んだ際、筆者は「何が起きるか判らない」「株なんて買っている時ではない」という意味のことを言った。ロータリアンはそれを一つの笑い話として聞き流したが、筆者は、「リスク」と「不確実性」の峻別を話した。（本稿でも既報で既述した）。地学上の定義では活火山である富士山の大噴火、東京直下型Ｍ８程度の大地震、これらがあれば日経平均は１万円を割れる。

また逆に、日経平均は４万円にも５万円にもなる事態もあるとも言える、と言った。

１，７５０兆円ある個人金融資産が国民の意識の激変によって先進国並みのレベルまで証券市場に流入すれば、今まで外国投資家の買い越し金額が最高だった２０１４年の１５兆円の２０倍もの金額が流入することになる。日経平均は４万円とも５万円とも言える、と不確実性を列挙した。不確実性はリスクと違って起こり得るか否かも判らないし、それも確率的に計算出来るものではない。それに比べれば、トランプが理屈を付けて北朝鮮を先制攻撃するというほうがむしろリスクと言うに近い。予想も出来るし、確率も６～７割などという評論家も出てくる状態であるから、不確実性というよりもリスクに近い。不確実性というよりもむしろリスクの一つとなった。以上は既報で述べた「米朝の火力を用いた戦争はあるか、ない」に対する修正である。当たらなければよいが・・・と願いながら述べる修正である。だが、心の中の願いと現実のリスクと不確実性、これらは合致するものではない。それぞれ別々に動くものであろう。

（８）Ｇ７の意義はほとんどなくなった

既に過ぎ去ったＧ７のことを詳述する気はないが、今後の世界経済を考える上でひとこと付け加えたい。

洞爺湖サミット以来、Ｇ７の意義は薄くなった。Ｇ７の７か国合計の経済ウエイトは、かつては世界の７０％を占めたが、今は５０％にもならない。途上国が伸びたからであるが、ＧＤＰの世界比率が下がったというだけのことではない。Ｇ７内部の結束も崩れてきた。

今回のＧ７会議でドイツのメルケル首相は「同盟国（アメリカを指す）には頼れない」と反論し、「そこまで言っていいのか」というアドバイスに対して、「本当は“不愉快だ”と言いたい」という応酬があったという。

Ｇ７は発生史的には、第２次世界大戦のようなことは決して起こさないという不戦の誓いから世界の７割を占める７ヶ国が団結したのである。

メルケル首相は今年でＧ７は１２回目の出席だ。安倍首相は６回目だ。２番目に多い。カナダの３回目を除けばあとの４ヶ国は全部初出場である。議長国のイタリアも初出場である。トランプが出てきたことによってＧ７は意味が全くなくなった。

「トランプは大統領になっても変わらない」と本稿では述べてきた。
特別検察官が調べて、議会が弾劾裁判になった例は今までアメリカにはない。ニクソンは弾劾される前に辞任した歴史上初めての大統領である。

トランプが弾劾前に辞任すれば却ってＮＹダウは１０００ドルくらい上がる可能性がある。

ウォール街の連中は、上にでも下にでも大幅に動いてくれれば一儲けできるという好機を狙う連中だからだ。

（９）フランス３９歳の大統領は世界に刺激を与えるか

欧米は何か新しい流れを求めるときは、農耕民族のＤＮＡの流れをくむ日本国民とは全く違うことをやる。例えば超大国アメリカが４２歳の大統領（ケネディ）を生んだり、今回はトランプのような、事業に成功して７０歳になっても今から８年大統領をやるんだというような変人を求めたりする。彼は「万国のプロレタリアート」に呼びかけ票をさらった。フランスは今回３９歳の大統領を選んだ。農耕民族の日本国民とはそれぞれに違う。

フランスは市民革命をやった最初の国だから、ラテンの盟主として誇りを持っているはずだ。ドイツとフランスが手を組まなければ両者ともうまくやっていけない。両者ともそれを承知しているはずだ。

マクロン仏大統領は「ベストな中道路線を実践出来るか」

さすがにラテン国の盟主フランスだけのことはある。３９歳の大統領というのは、１９６０年に４２歳のケネディ大統領をアメリカ合衆国は選んだが、先進大国の大統領としては最若年だろう。しかもあの甘いマスクはアラン・ドロンそこのけである等々、といった軽い感嘆を世界に与えた。だが彼はまず、経済の立て直しが急務であろう。若いからいいというものではない。７０歳になって大統領になろうという変人とは少々違うというだけのことだ。

フランスは成長率がＯＥＣＤ諸国の平均の１．７％を依然下回っているし、財政についても良くない。このようにフロー、ストック両面でＥＵの定める基準よりも下である。ＥＵの定める基準というのは財政赤字をＧＤＰの３％以内、政府債務残高はＧＤＰの６０％以内と定めている（よって日本もストック面ではＥＵには入れてもらえる資格はない）。

マクロン大統領は経済政策に関する具体的な考えをまだ明らかにしていない。これは、選挙中は右派も左派も両方の支持を幅広く取り込もうとして、敢えて経済政策の詳細を示さなかったのだと思う。だがいつまでもそれで済むわけではない。

安倍首相が２０１２年１２月に就任した時に、「まず経済を取り戻す」と言って「三本の矢」を示して高い支持率をとった。それなりの副作用はあったが効果を一応は出した。

またクリントンがブッシュ・シニアの経済政策の失敗から貸し渋りで悩んでいたアメリカ経済の最中に立候補して

「俺は経済で行く！“It’s Economy!”」と叫んで当選した。

これに比べればマクロン新大統領は極右の女性候補に勝った、甘いマスクが味方した、中道路線という常識がラテンの盟主を自認する大衆に受けたというだけのことだ。これからこの若き新大統領が新風を吹き起こすか否かは見物である。そしてドイツと仲良くやらなければ彼はうまく行かない。今までは独仏がＥＵをリードしてきた。これからもそうでなければならないだろう。

（１０）トルコ、イラン、サウジアラビア

イランは人口９，０００万前後の大国である。中東の最大の大国であり、古代の超大国でさえあった。人種も中東と少々違って欧米に姿・形・顔・体形も似ているように思える。１９７８年ごろホメイニ師という妙な宗教家が出てきて国王を追放する前は、パーレビ国王の時代は親米国家であって、言動も容姿もほとんど欧米人を見るような感じだった。あれから３８～３９年を経た。イランは昔のペルシャと違って別の国になった。ブッシュ大統領は「悪の枢軸」と指定した。トルコ、イラン、サウジアラビアは今や中東の一群として見るわけにはいかない。独自の存在になっている。

１５～１６世紀まではトルコは中東の中心だった。ペルシャは古代、ギリシャまで遠征したペルシャ帝国だったし、中世のオスマントルコは超大国で、今のアメリカ合衆国のような存在だった。トルコにはそれだけの誇りもあり、能力も潜めていると思う。また地政学的にも中東と欧州との橋渡し的な場所にあり、ロシア、中東、欧州に対してそれぞれ重要な位置にある。サウジは長谷川慶太郎氏に言わせれば、「アメリカのシェールオイル革命によって単なる砂漠の国と化す」と言っているが、何と言ってもＯＰＥＣの盟主である。軽んずるわけには行かない。

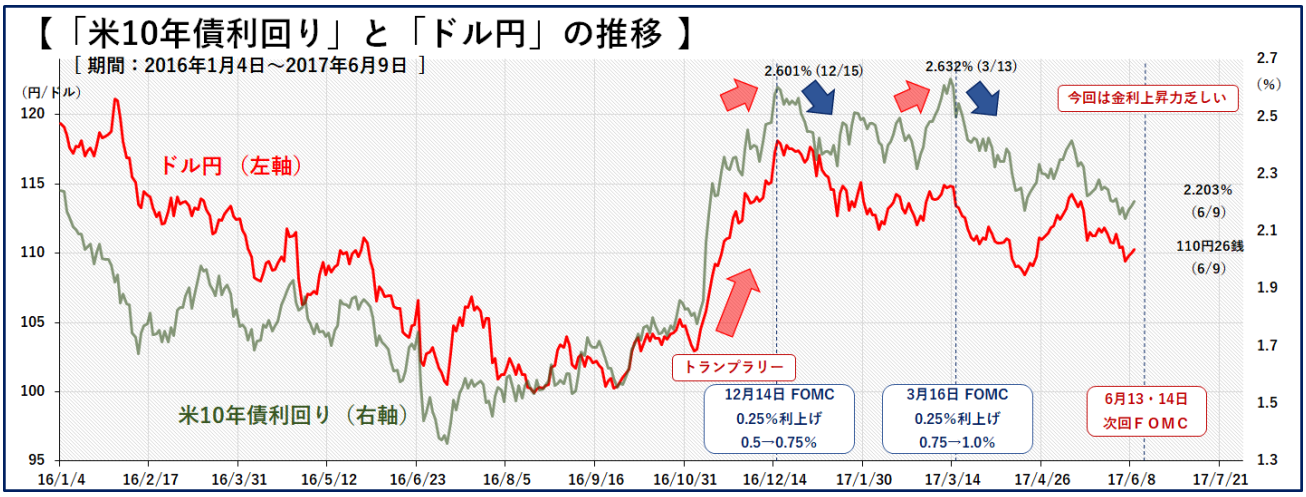
（１１）「米雇用の改善鈍化に広がる失望」

これは６月４日の日経ヴェリタスの見出しである。２日に発表された雇用者は前月比で１３８，０００人増となって、市場の事前予想１８万人をかなり下回ったがＮＹ株は僅かながら上昇した。雇用の回復基調そのものは崩れていない以上、ＦＲＢの利上げ意欲を挫くことなないだろうという見方である。

今のジャネット・イエレンＦＲＢ議長は雇用と失業を専門とする経済学者の出身である。ＦＲＢは本稿で既述した通り、日銀と違って「雇用の安定」をも目標とすることが明文化されている。

今年３回利上げの想定を達成するためには、３月に行った利上げの次に６月のＦＯＭＣでこれを決め、続いて９月の利上げを実施することにならねばならない。これがＦＲＢの金融政策の出口戦略の正常化シナリオと思われる。雇用の改善にブレーキがかかってしまえば、これが危ぶまれる。

【 図 6 】 今週最大の注目は、米 FOMC に。



（１２）当面の市況、日本経済はトランプからどういう影響を受けるか

①トランプは鉄鋼輸入の大々的調査を指示した。②中国からの輸入品に対して新たな措置が講じられているが、次には日本に対して行われるだろう。③カナダの林業製品は長らく関税問題が未確定だったが、このほど巨額な関税がかけられた。この動きは次々と実行に移るだろう。④既存の貿易協定が再交渉、規制強化の検討対象となろう。⑤日本はトランプの掲げる「アメリカ・ファースト」の主な標的にはなっていないが、間接的な影響は必ず受ける。これを見逃すようなトランプではない。彼は商売人である。

（１３）米国株式市場

米国の１～３月のＧＤＰは若干不調だったが、５月２日、３日に行われたＦＯＭＣの後に発表された声明文は「１～３月の経済成長率の低下は一時的なもの」との見方を示した（既報で既述）。個人消費は前年比率２．６％と復調し、設備投資は＋３．７％増、住宅投資は＋４．３％増となり、野村證券では４～６月期の実質ＧＤＰの成長率は前期比年率＋３．２％に回復すると予想している。ファンダメンタルが良い間に、「トランプの多少のレイムダック化は目をつむって、稼げるときに稼いでしまおう」という勢いがあるから、ＮＹ株式は上昇基調が続くと見られる。ニューヨークの上昇基調が続く限り、日経平均も悪くも深押しはない。

（１４）米経済に暗雲―ロシア疑惑でトランプのレイムダック化

トランプがイスラエルから得たＩＳ関連の極秘情報をロシア外相に伝達したことは、米国の安全保障上大問題だ。そういうことになると、ＩＳの組織に潜伏しているイスラエルのスパイの殺害につながった可能性があり、トランプはイスラエルから敵視される→ユダヤ人から敵視される→ウォール街を敵に回すことになる→ウォール街を敵に回した大統領で成功した者はいない。

また、多くの国の首脳が自国の極秘情報を米国に伝達することに警戒感を持つことになるだろう。

この結果今後生じる米国の経済に対しては、トランプの求心力の低下ということだ。早くもレイムダック化する可能性がある。元々支持率が一番低い大統領だった。今後自分の意向を議会に通せなくなる可能性がある。トランプの過激な予算案は議会で成立する見込みが全くないまま終わる可能性もある。そうなると大統領の求心力が一気に下がる。これは米経済にとっては基本的な暗雲となるが、ウォール街のプレイヤーはまた別だ。「稼げる間に稼いでしまおう」という行動パターンが彼らの特性だ。しばらくニューヨークは高いであろうが、本質的には問題を含んでいると考えたほうがいいであろう。

（１５）「長期停滞」

長期停滞という言葉は世界恐慌の最中に米ハーバード大学のハンセン教授が用いたのが最初である。そうだ、あの２０年周期とする「ハンセンの建築循環」という景気循環の周期を予想したあのハンセンだ。ハンセン教授は当時１９２９年の大恐慌突入以来９年目で、この米国の低迷は永遠に続くと考えていたようだ。ところが第２次世界大戦によって低成長はようやく終わりを告げた。第２次世界大戦勃発当時にこれを読み切って、当時１ドル以下の銘柄を１０４銘柄買いあさって持続し巨富を得たというのは、御存じのジョン・テンプルトンだった。次に「長期低迷」という言葉を使ったのは数年前のサマーズ元米財務長官である。これをノーベル経済学賞受賞学者のクルーグマンが紹介した。ここから次は、やはりノーベル経済学賞受賞学者の米イエール大学経済学部長のロバート・シラーである。そう、「シラーＰＥＲ」のシラーである。

ここから先はシラー教授の東洋経済６月１０日号のコラムから引用する。要約する。

大恐慌の低迷時代のハンセン教授の理論は米国の出生率の考察に基づいていた。しかし少子化と金融危機には特に何らの関係があるわけではない。出生率は過去１００年間の大半にわたって着実に低下を続けてきたからだ。カネを低金利のように固定しておいて良いと考えているのは将来に対して悲観的な見方が根強いことを示している。経済について漠然とした不安があれば、人々はお金を使うことに対して慎重になる。消費を促すには低金利という形の刺激策が一段と必要になることは勿論、人々を楽観的な気持ちにさせるような大規模な刺激策がなければならない。将来の不安が消えなければ、消費は抑制される。アメリカの場合ＧＤＰの７割は消費が占める（日本は６割）。消費は人々が悲観的な未来像に囚われているときにはそれに対応した政策を打たねばならない。後半はロバート・シラーのコラムの要約である。

（１６）憲法改正（読者諸賢からの批判を巻き起こす恐れがあるが敢えて書こう）

安倍内閣発足当時から本稿では「経済を取り戻すと言って経済政策から出たのは旨いやり方だが、これで支持率を高めれば憲法改正に打って出る」といきなり憲法改正について述べた。これに対して読者諸賢の一部から「いきなり憲法問題とは唐突ではないか」という批判を頂いた。

小泉内閣の後の第１次安倍内閣は発足と同時に安倍さんは「美しい国日本」などと情緒的な本を出し、憲法改正を前面に打ち出して失敗した。そこで今度は経済政策を前面に出し、株価を上げ、景気を上げ、支持率を上げてそれが安定したところで憲法改正を言い出すという旨い手に出た。民主党時代の雌伏期間に勉強したのであろう。

およそ憲法の問題になると、筆者の学生時代の親しい仲間どうしが集まって議論する場合でさえも喧嘩になる。個人の価値観や世界観が入り対立するからだ。

本稿ではそれを恐れずに筆者はこう言ってきた。

「筆者は一言一句を変えてはならないというような教条的な護憲主義者ではないつもりだが、自民党の憲法改正案を現行憲法と比較しながら逐条精読してみると非常に危険な部分があり、むしろ本質的に憲法の意味を自民党案は誤っている」と述べてきた。本稿は憲法論議を主旨とするものではないし、価値観の対決をするためのものではもちろんない。故に今回は９条にのみ絞って述べる。

①自民党が成立したのは１９５５年で所謂「５５年体制」と言われ続けた。
これは当時の鳩山一郎氏（元総理の祖父）が総理となった年であり、自衛隊の出来た翌年であって、「自衛隊を合憲にするために改憲が必要だ」ということを党是としてきた。

②竹下登首相の時はこうだった。
現行の憲法ではその文言から言えば自衛隊は戦うことが出来ない。第９条２項に国の交戦権はこれを認めない、とあるからだ。「戦えない自衛隊では意味がないのではないか」という質問に対して竹下登首相はこう答えた。「だからこそ良いのだ。だからこそ平和憲法なのだ」と。言葉としては明言であろう。

③宮沢首相の時、彼は「日本は自分で服をつくるのは下手だが、人がつくった洋服に体を合わせることは上手い」と言った。「押しつけ憲法であろうがなかろうが、良いものは良いのだ」という意味合いを込めた遠回しな護憲論である。

④中曽根首相、最も改憲を主張するであろうと思われていた中曽根さんだったが彼が首相に就くと日本国有鉄道の民営化、電電公社の民営化などの大きな仕事に取り組んだ。
「今が持論の改憲の時ではないのか」という質問に対して中曽根さんが言うには「それ

どころではない。改憲どころの話しではない。レーガンからの貿易圧力で大変だ」とかわした。

⑤小泉内閣の時に山崎拓が憲法草案をつくった。これに対して小泉首相は「今は改憲どころではない。郵政民営化が第一だ」として改憲を避けた。次の福田内閣、麻生内閣も憲法には一切触れなかった。
小泉内閣の時にブッシュがイラクに派兵するときに小泉首相は「大賛成だ」と言った。ブッシュは喜んで、「それでは貴国の自衛隊をイラクに派兵してともに戦おうではないか」と言ってきた。このブッシュの言い分に対して“言論対応の名人”である小泉さんはこう応えた。「戦いたくても貴国が難しい憲法を押し付けたから日本はそれが出来ないのだ」と言ってイラク派兵を避けた。

このように日本は憲法を旨く使ってきた。
今、共同通信社とＮＨＫの世論調査によると、改憲に対して賛成が反対を超えるという。
しかし筆者はここにポピュリズムの怖さを感じる。改憲を賛成反対といっても、どの条文のどの項目をどのような文脈で変えるのか、どこをどういう言葉で変えるのか、これを逐条賛否を問わなければ一概に「改憲」と言って、これに対して賛否を問うことは非常に乱暴である。
逐条、一条ずつ現行憲法と改憲草案との文脈・文言を比較してそれに対して賛否を問うべきだ。そうでなければ欧米に横行しているポピュリズムの波に日本が根本的にさらわれてしまうことになる。
再び念を押して言うが筆者は一言一句変えてはならないという教条的な護憲主義者ではない。だが自民党の改憲案を現行憲法と逐条読み比べてみると憲法の本質について全く間違っている。危険であると思っている。

（１７）６月４日号の（１５）「今の金融政策は『２％目標』に対して効果はない」に対する読者からの便り

原文のまま掲載する。

この読者は筆者の学生時代のゼミの友人であり、ＩＭＦ本部のある海外に駐在したバンカー出身で金融政策に一家言を持つ論客である。先週号の（１５）のバンカー出身者とは別人である。

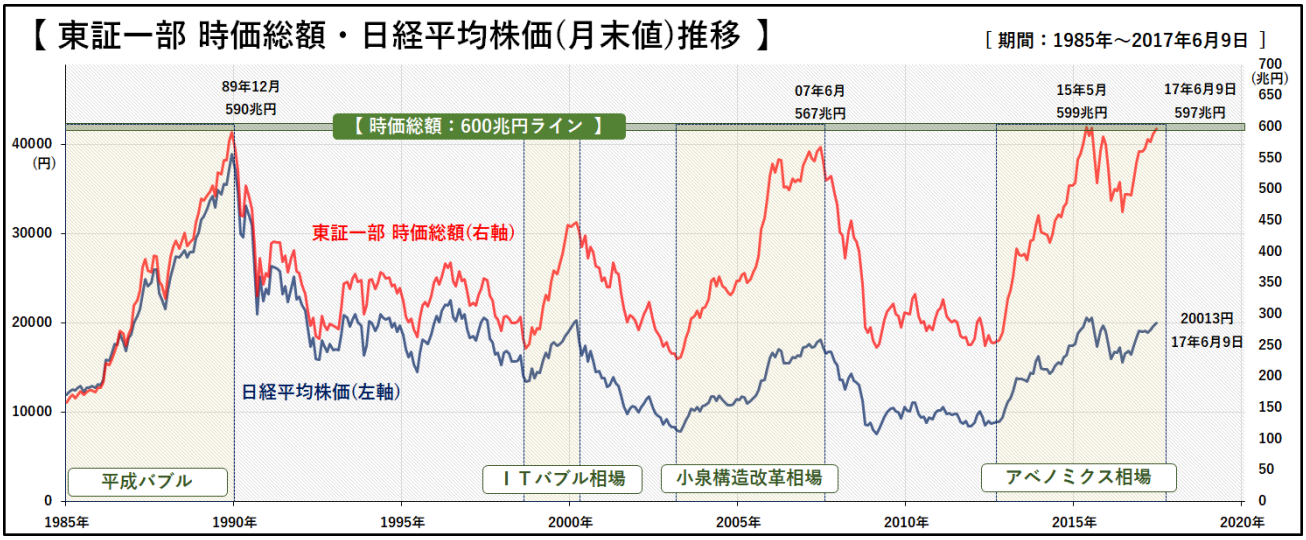
今週号では（１５）で「今の金融と２％目標」について」を拝読し、ようやく今のデフレ政策に関してご理解が分かり安堵しました。クルーグマンが言うとおり、インフレ目標とは、インフが高進して２％になったら、中銀は皆の嫌う金融引き締めをやってもよいという政治的合意であり、物価を２％に引き上げるという目標ではありません。金融は締めることはできても、押すことはできない、は金融学者の常識でした。

愚見を追加すれば、サプライズ論に通じるのですが、現在取られている目標金利は、為替介入の相場と同じで「国策としての水準」という意味合いを感じます。為替介入は相場激変時に認められていますが、当局の「指示する相場」で介入民間銀行が代行します。それと似たような感覚に思われ、一時的にはともかく、このような方法を長く続けると市場の相場形成の力を失わせます。これはもっとも基本的な「市場対話」の喪失ではないでしょうか。

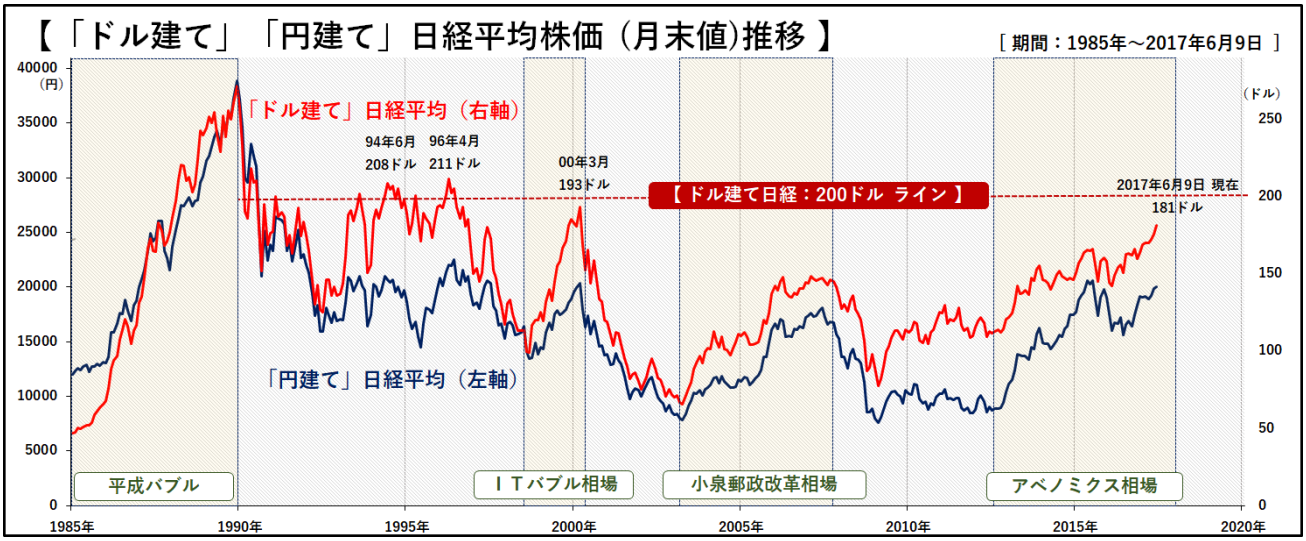
［ 以下、定型 罫線資料 ］

［ 大局観 ］

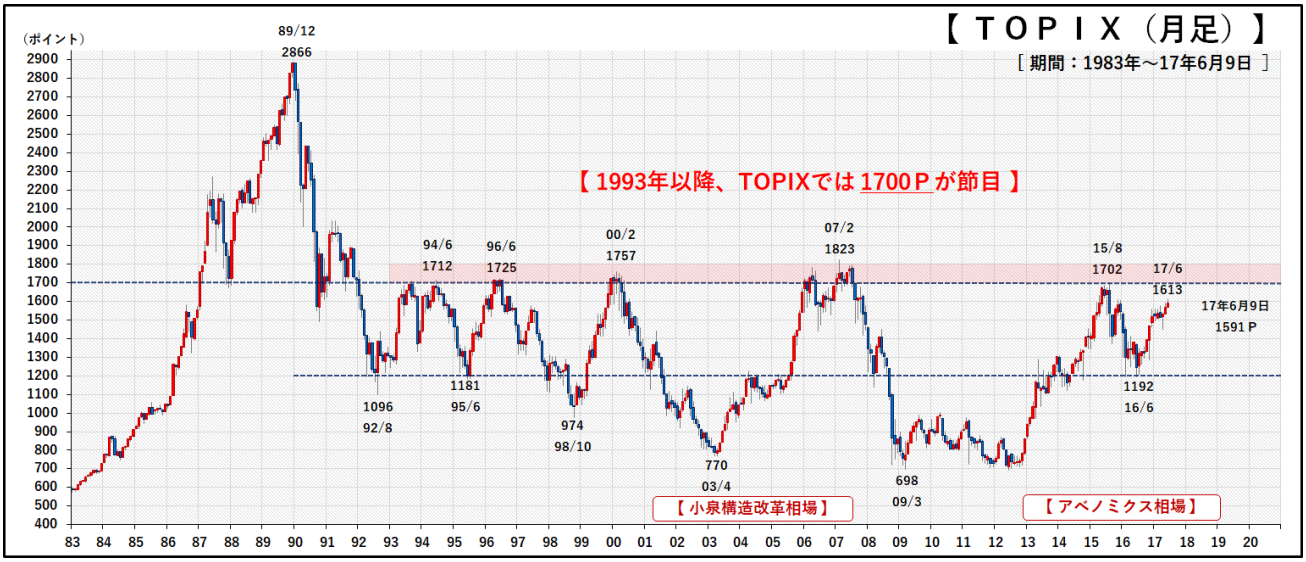
【 参考資料 1 】 東証一部時価総額は 600 兆円の節目を意識する動き。



【 参考資料 2 】 外国人投資家の指標となる「ドル建て日経平均」では、200 ドル水準が長期の上値の節目に。



【 参考資料 3 】 日経平均・TOPIX の長期節目の確認



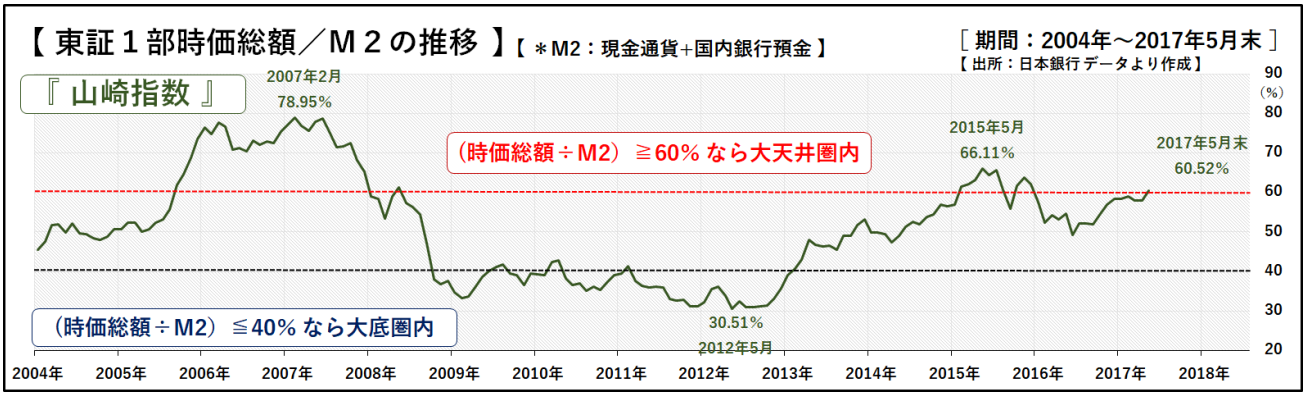
【 参考資料 4 】 マクロ指標で相場を測る

＊「バフェット指数」「山崎指数」共に過熱圏となる。

目先の下落を示唆するものではないが、同指標の水準を考慮した投資姿勢が必要に。

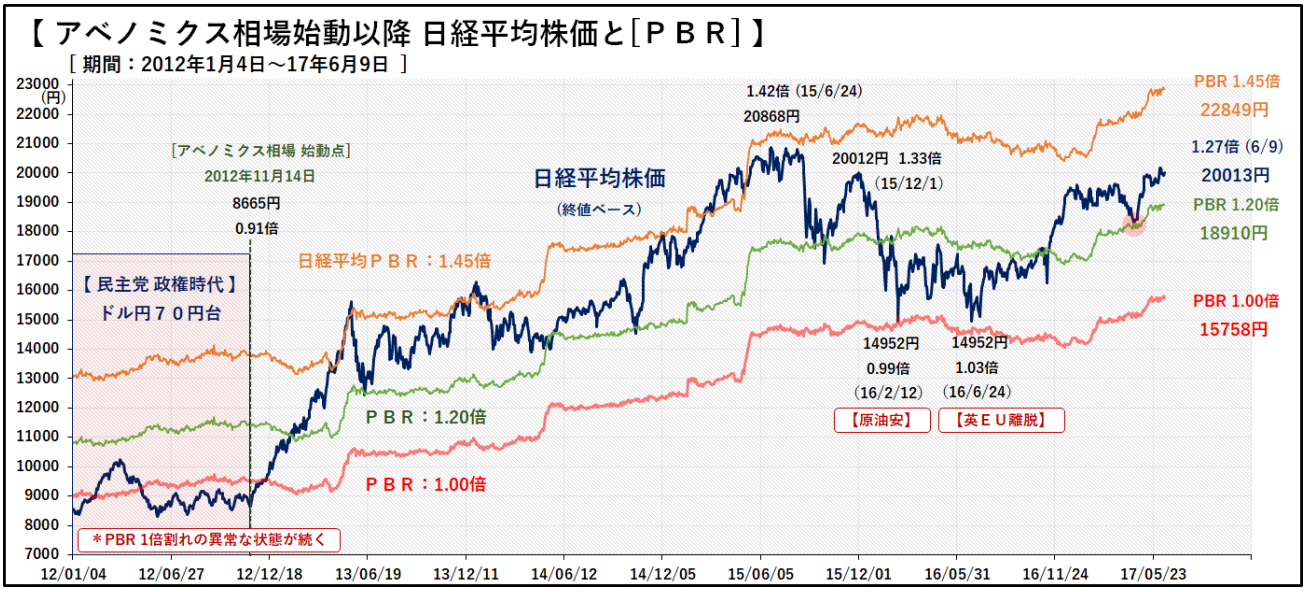
［ 名目 GDP から相場を測る ］　　「バフェット指標」では過熱圏での推移が続く

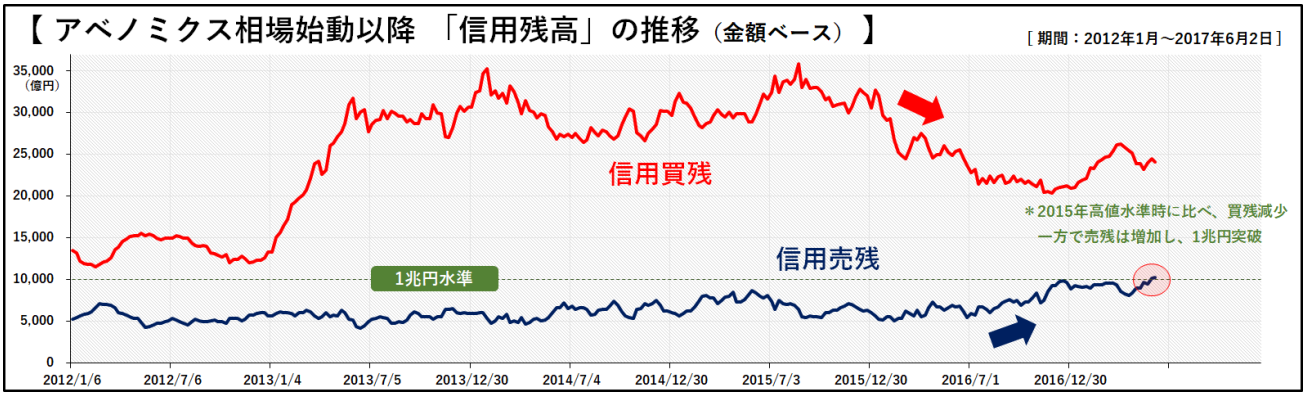
［ マネーストックから相場を測る ］　「山崎指数」は 2017 年 5 月末時点で 60%を超える

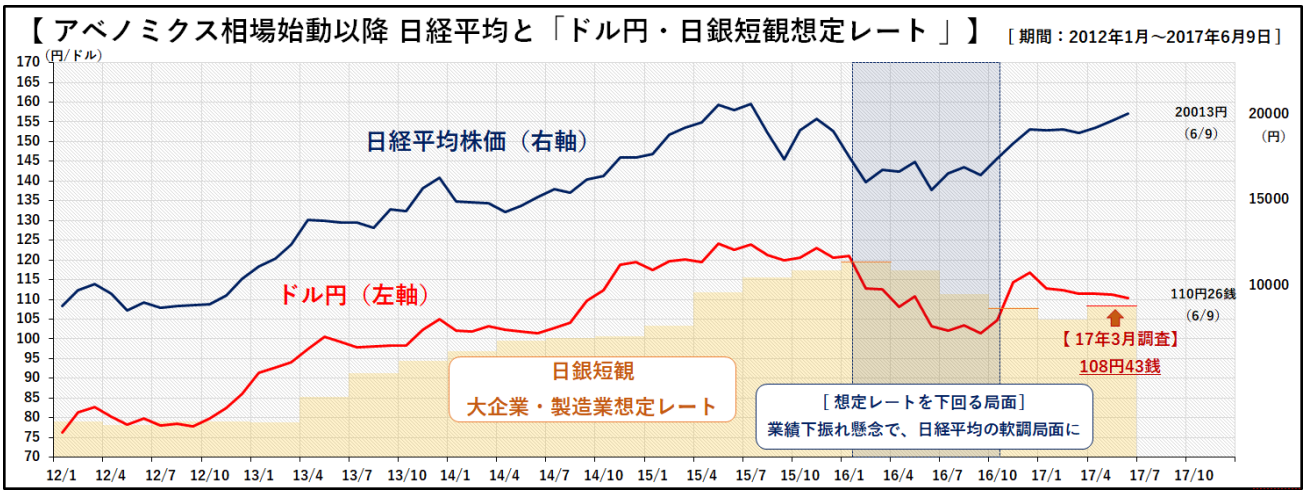


［ 中期視点：アベノミクス相場の日経平均、信用需給、ドル円推移 ］

【 参考資料 5 】　ドル円と日経平均の乖離は、需給面からは信用買残の減少・信用売残の増加による好需給が挙げられる。しかし、引き続き 108 円を超える円高には注意。



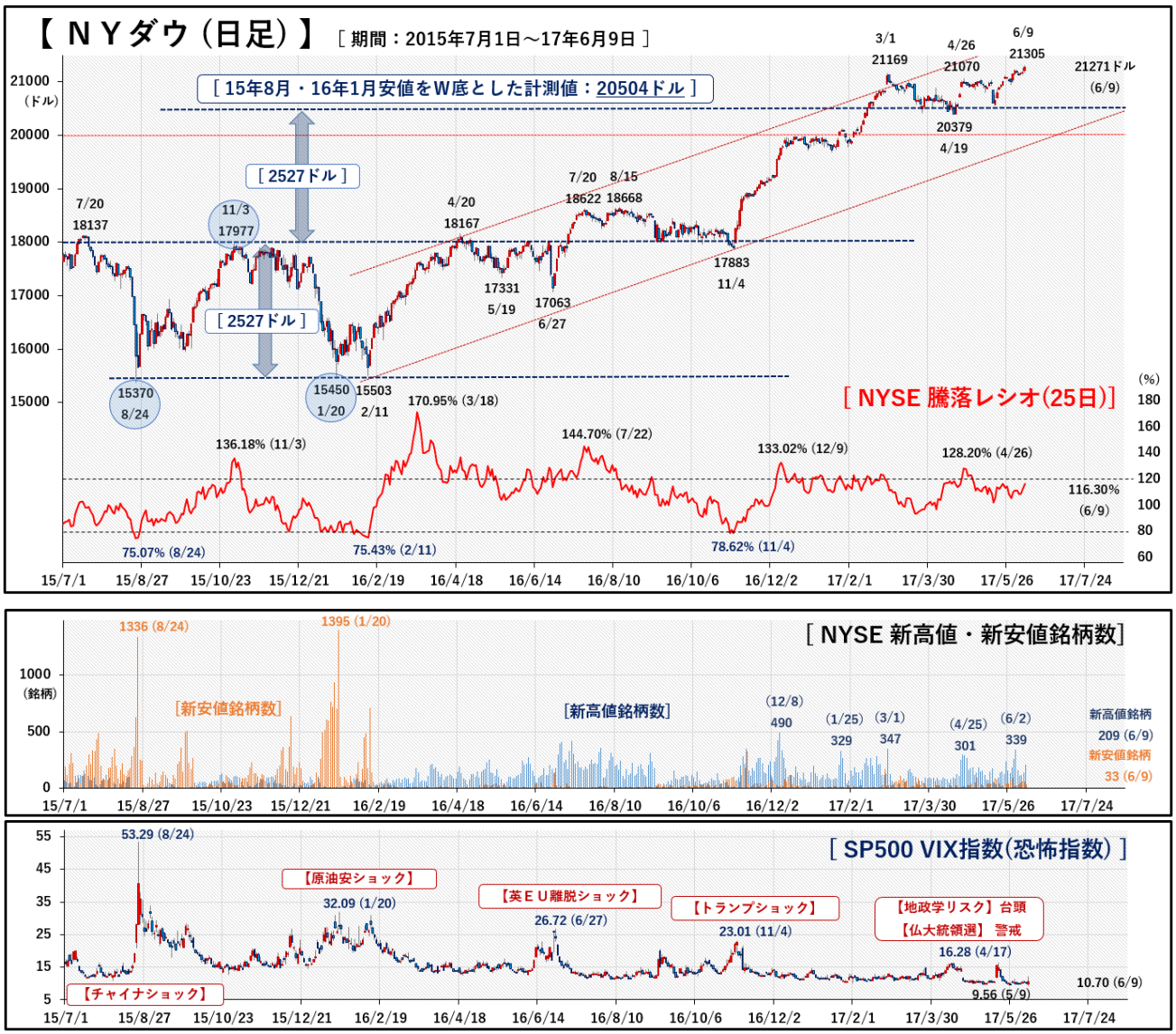




［ 短期視点：各短期テクニカル指標 ］

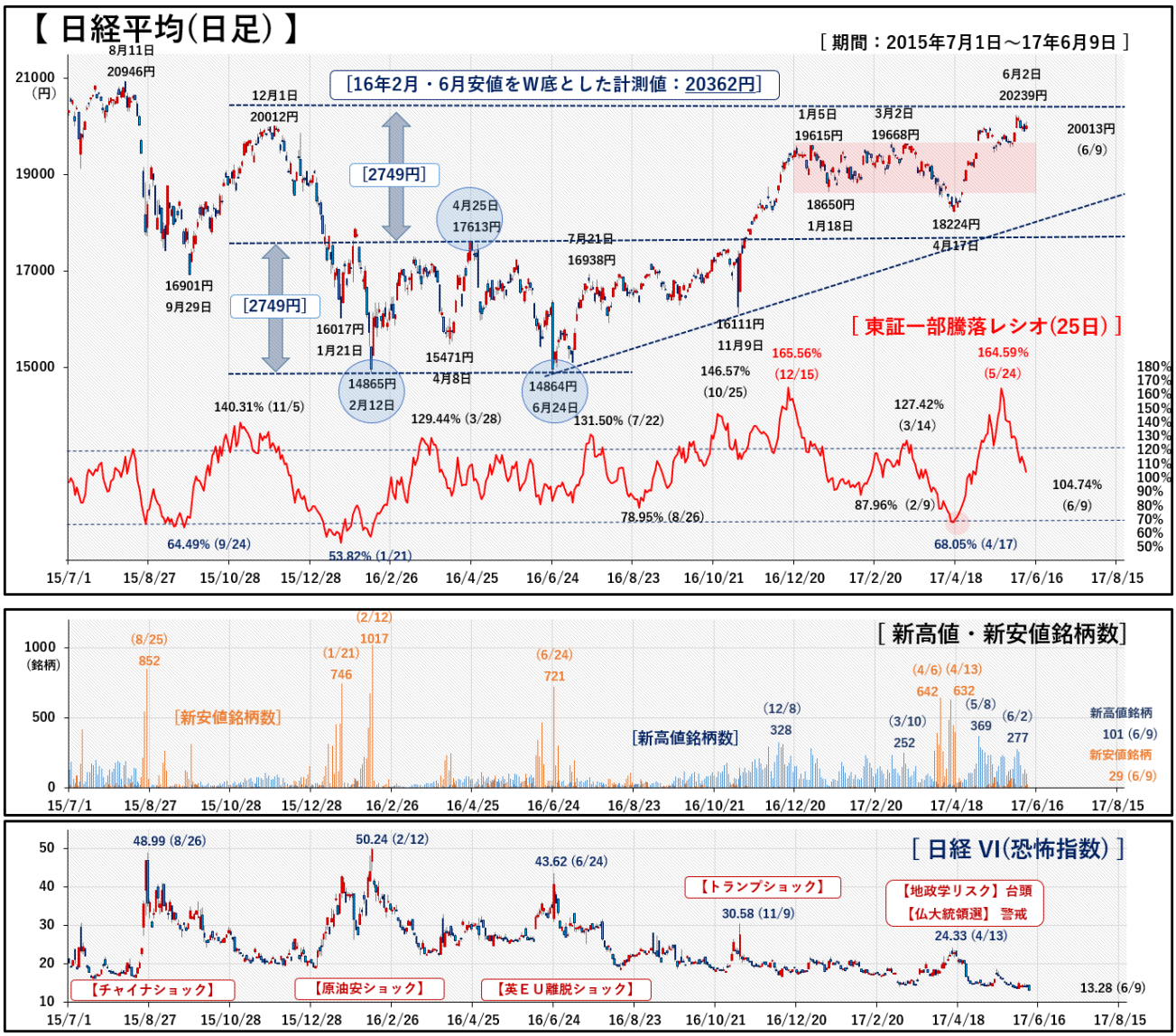
＊米国市場

【 参考資料 ６ 】 ＮＹダウは金融株の上昇により、史上最高値更新。



＊東京市場

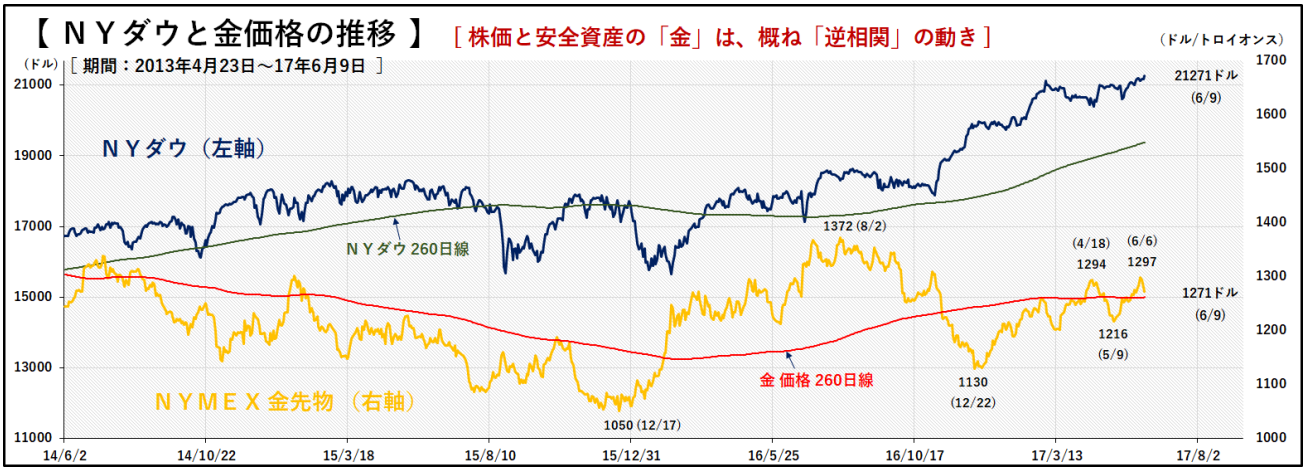
【 参考資料 7 】 W底計測値は 20362 円。



＊商品市場

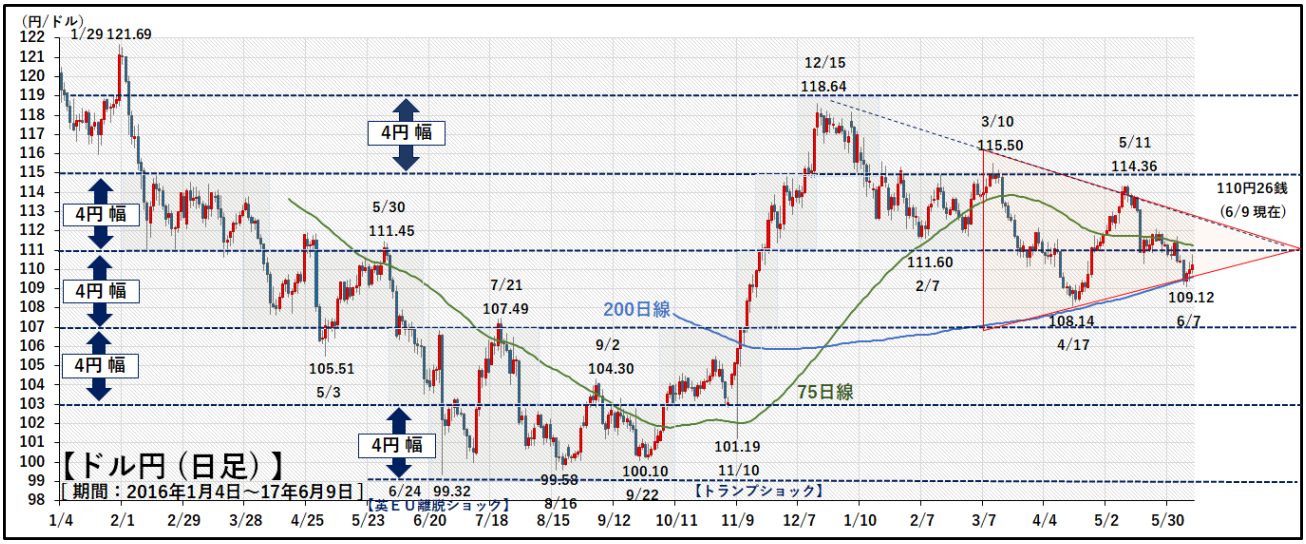
【 参考資料 8 】シェールオイル採算ラインを挟んで±5 ドル幅（45-55 ドル）の推移。下落基調が続く場合には、日本株の買い主体であるオイルマネーの動向に注意が必要に。

【 参考資料 9 】金価格は 260 線水準での推移。

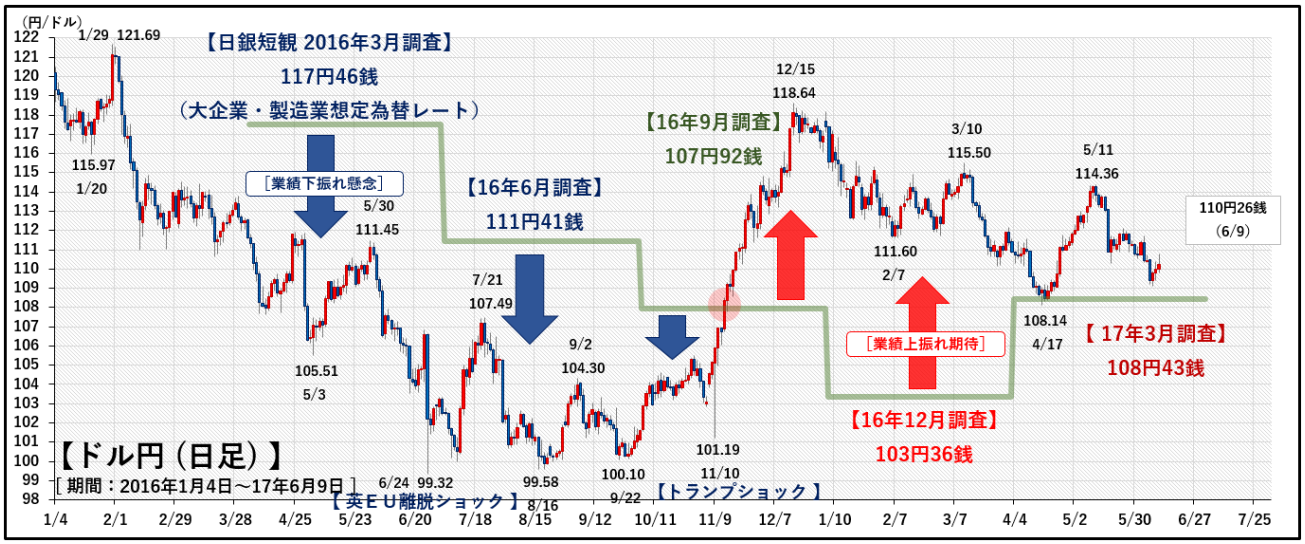


＊為替市場

【 参考資料 10 】 ドル円は「三角保合い」形成の動きが続く。
方向性の出るきっかけは、6 月 13・14 日 FOMC 後か。



【 参考資料 11 】 ドル円は 108 円 43 銭の想定レートに接近。



【本文】山崎　和邦
【罫線・資料作成】石原　健一（大和証券・投資情報部出身）

『 ご質問・ご意見等、お問合せ先 』
Ｍａｉｌ： info@yamazakikazukuni.com
『山崎和邦オフィシャルサイト　YAMAZAKI KAZUKUNI Official site』
ＵＲＬ　： http://yamazakikazukuni.com/