

日本株「師走相場」は北朝鮮の地政学リスクに「ロシアゲート」疑惑の米政治リスク、米税制改革法案の進展等の好悪材料「ヘッドライン」の錯綜に波乱含みの様相を呈すも未だリーマンショック後の未曾有 QE(量的緩和)長期化による過剰流動性の「金融相場」と世界経済拡大による「業績相場」の車輪の両輪に支えられ2万1500-4000円で波乱含みながらも上昇トレンドが続くそう。

HFT「アルゴ相場」に翻弄される師走相場

ある米系投資家が「米国株はバブルと喧伝した著名投資家 G・ソロス氏は膨大な損失を被って止むを得ず米国株ショート戦略から撤退した」と打ち明ける。

大規模な金融緩和とその長期化が、次のバブルの萌芽となるが、未だ未曾有 QE(量的緩和)長期化による過剰流動性の「金融相場」と世界経済拡大による「業績相場」の車輪の両輪が顕在である。

しかも、バブルは時代によってその姿を変えるから、結局、バブルは壊れるまで判然としない。「山が高ければ、谷深し」の格言にあるように、資産バブルと見なせば、その崩壊を避けるべく当局が予防的なバブル抑制策に動けば良いというが、「そこには政治力学が立ち上がるばかり容易にバブルを抑制する引締め政策は採り得ない」(同米系投資家)。

トランプ大統領は一時、来年2月に任期を終えるイエレン議長の再任を考えたが、結局、金融政策ハト派かつ金融規制緩和派の政権にとって都合がいい共和党員ジェローム・パウエル理事を議長に選んだ。むろん、「パウエル氏はトランプ政権の政治的な圧力に屈しやすい」(同米系投資家)。

日本はといえば、黒田日銀総裁による異次元緩和により物価目標こそ未達だが、デフレ脱却と経済再生では大成功を収めて久しい。だが、景気拡大は「いざなぎ」超え、株価はバブル崩壊後の高値を更新してなお日銀は年6兆円ものETF(上場投信)を買っている。

前人未踏の長期金利ゼロ YLC(イールドカーブコントロール)とオーバーシュートコミットは長期化の予想を呈し、安倍政権はこうした日銀の大規模緩和の長期化を歓迎して止まない。

むろん、日銀がETF購入を中止した途端にすわ「出口」となって猛烈な円高・株安の嵐が吹き荒れよう。株安や景気減速はデフレ脱却宣言を遅延させ憲法改正スケジュールに支障を来す。政治的な異次元緩和の長期化に日本経済及び日本株は支援される構図は少なくとも2019年消費税引き

上げまでは不変とみたい。

一方、日本株「師走相場」は、北朝鮮の地政学リスクに「ロシアゲート」疑惑の米政治リスク、米税制改革法案の進展等の好悪材料の「ヘッドライン」ニュースの錯綜に波乱含みの様相を呈しそうだ。

先週末2日NY外為市場、米ABCニュースがトランプ大統領の元フリン補佐官がロシア疑惑で虚偽証言を認め「選挙期間中にトランプ氏からロシア側と接触するよう指示された」と証言する用意がある」と報じて「ロシアゲート」疑惑再燃による米政治混乱を警戒しNYダウ平均が一時350ドル超下落、米10年債利回りが急低下しリスク回避の円買いに日本時間3日1:20頃に111.40円まで円高が進んだ。僅か20分間の1.4円もの円急騰劇だった。

その後、ABCニュースが「(トランプ氏による)指示は選挙中ではなく選挙後の政権移行の期間中だった」と訂正し同日3:30頃にドル/円は112.30円水準へ反発。

ところが、週明け4日東京外為市場の朝方、「米上院が2日35%の法人税率を19年から20%に下げる税制改革法案を僅差で可決」と伝わりレーガン政権以来約30年ぶり大型減税期待に海外投機筋がリスク選好の円売りに大挙しドル/円は112.18円近辺から「窓」を開けて7:00頃には112.92円近辺へと一気に急伸した。

こうした波乱相場の背景に「ヘッドライン」ニュースに呼応したIT(情報技術)駆使の「1000分の1秒」単位で売買する「HFT」(超高速取引)アルゴリズム取引がある。今回は米トランプ政権の「ロシアゲート」を巡る誤報「ヘッドライン」に円が急騰、米税制改革の進展期待に週明けドル買いが強まった。

もっとも「米税制改革法案が可決」と「ヘッドライン」ニュースに出れば自動的にリスク選好となるが、下院案と上院案の内容が異なり今後一本化する必要があり、そうした事情は往々にしてアルゴ相場には反映されず、上下両院協議会での年内成立の行方は予断を許さない。

「生産性革命」と賃金上昇に強固な日本経済

一方、米税制改革法案の審議は未だ紆余曲折が予想されるが、パウエル次期FRB議長は低インフレへの警戒とともに忠実に「イエレンなきイエレン路線」を踏襲するとされる。

むろん、米国株の大崩れがない以上、日本株「師走相場」も安泰である。そもそも、イエレン路線とは、2015年末から金融「正常化」利上げに踏み込んだが、フィリップス曲線を信奉しつつ利上げペース

は至って緩慢、実質的な超金融緩和の継続に他ならない。

しかし、英エコノミスト誌（11月1日号）が「フィリップス曲線は永遠に壊れてしまったかもしれない」と題する記事を掲げ、フィラデルフィア連銀は「フィリップス曲線はインフレ予知道具として有効ではない」との報告書をまとめた。

ある在NY金融筋は、「過去数十年にわたってインフレを予想する上で用いてきた『2つ』の前提条件、一つは中央銀行のマネタリーベース拡大と消費者物価上昇との因果関係、もう一つは失業率低下とインフレ上昇という『フィリップス曲線』という2つの前提条件が崩れつつある」と断じる。実際、インフレの仕組みに関する中銀関係者の理論的帰結で、その中心にあるのがフィリップス曲線である。つまり、失業率が均衡水準を上回るとインフレが鈍化し、物価や賃金に下落圧力がかかる。均衡水準を下回れば、言い換えれば完全雇用の状況に達すれば、インフレ率は加速するというものだ。

元来、これら「2つ」の前提に立てばインフレ率は、とうに2%に上昇しているはずだがそうはなっていない。つまり、労働組合の衰退や非正規労働への移行が労働者の賃金交渉力を低減させ賃上げ力を損ない、生産性向上に帰する「デジタル革命」進化が招く低インフレ時代の本格到来だ。FRBのトランプ化により「金融相場」がなかなか崩れそうにない。

「東の野にかざろひの立つ見えてかえり見すれば月かたぶきぬ」（柿本人麻呂）一。日銀の中曽副総裁は「日本経済の底力と構造改革」と題する10月5日ロンドン講演を8世紀の日本を代表する和歌で締めくくった。

夜明け間近に東の空が紫色に明るくなり月が西に沈む情景を、朝日が差し込み長い夜の後に日がまた昇ろうとしている日本経済に喩えたのだ。

中曽副総裁のロンドン講演の真骨頂は、構造改革とりわけ労働市場改革に焦点を当て日本経済の底力、「強固かつ持続的で均整のとれた成長（strong, sustainable and balanced growth）」実現を改めて

評価している点である。

フィリップス曲線で日本のインフレ率を分析すると、明確な特徴として、1) インフレ率が粘着的、2) 需給ギャップにかかる係数が小さい—等の2点が浮かび上がるという。

インフレ率が粘着的とは、過去のインフレ率にかかる係数が大きい一方、フoward・ルッキングなインフレ予想にかかる係数が小さい、つまり「適合的予想形成」による影響が強いことを意味する。

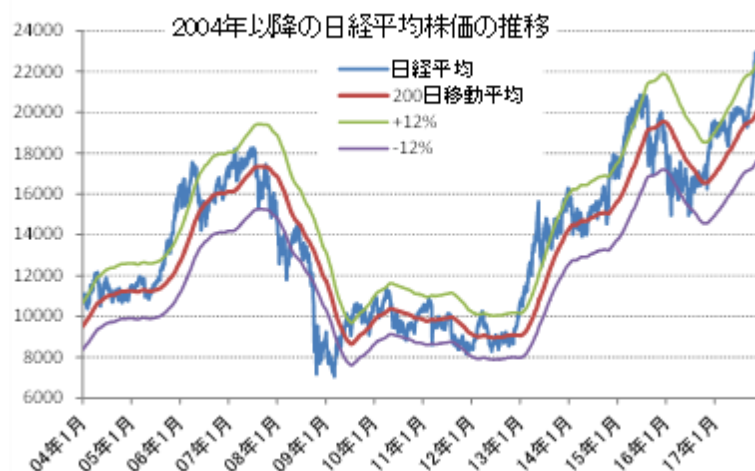
一方、小さい需給ギャップ係数とは、インフレ率が経済スラックにあまり反応しない傾向を意味する。これら2つの特徴は、労働市場の分断、つまり正規社員の賃金が労働需給に反応しない特徴を有す。それは春闘ベアの決定が労働市場逼迫より過去のインフレ率が重視される傾向からも見受けられる。

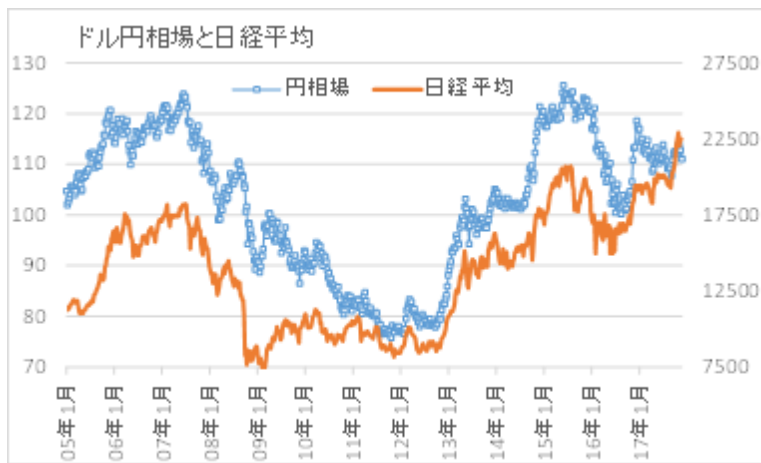
だが、中曽副総裁は、「労働市場改革によって労働市場の流動性が高まればこうした特徴に変化が生じる」と語る。労働市場の流動性が高まれば、正規社員と非正規社員の分断が弱まる可能性があるからだ。結果、賃金は労働需給に反応しやすく粘着性が低下、景気回復による需給ギャップ改善が賃金上昇を通じてインフレ率を押し上げるという。

さらに、中曽副総裁は、日本経済の強固かつ持続的成長を生産性上昇が後押しと予想する。米国が技術進歩の最先端（フロンティア）と仮定すれば日本の労働生産性は未だにフロンティアの6-7割程度にとどまるが、生産性がフロンティア国より低い国ほど生産性の伸びが高くなる傾向がある。

日本は「生産性の罠」に陥り英国やドイツと比べ低い生産性に甘んじてきたが、ここに来て生産性改善余地が相応に残っているというのだ。加えて、フロンティア企業の生産性が頭打ちとなった今、日本の先端企業が世界レベルの先端企業にキャッチアップする余地がある。

生産性革命による賃金上昇を予見した中曽副総裁のロンドン講演はまさに日本株「師走相場」はむろん2018年の上昇トレンドを予見するものに他ならない。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。