

山崎和邦 週報「投機の流儀」 — 罫線資料版 —

— 2022年6月19日号 —

※それぞれの項目が「独立」して「読み切り」になっていますから、ご関心ある部分だけお読みくださるという方法もあります。

【今週号の目次】

■ 第1部；当面の市況

本稿の基本原則一本格的に「自分のお金に働いてもらう」時期は、今ではない。

- (1) 先週末の市況
- (2) 世界的な利上げの波が一段と広がった。
- (3) 当面の市況
- (4) 個人投資家、先々週15億円の売り越し（東証16日発表）
- (5) 間違いなくFRBは手遅れだが、一応は霧が晴れた感じ
- (6) インフレを完全に読み違えたFRB
- (7) 明らかにFRBは後手に回った。したがって、ソフトランディングは難しい。

■ 第2部；中長期の見方

- (1) 今年の円相場の下落幅は約20円幅に達したが、円下落が理論値よりも大幅安
- (2) 卑近な見方だが、円安で魅力増すコロナ後の有望業種は・・・
- (3) ウクライナ侵攻について、欧米の違いを簡単にまとめる。
- (4) 日米株価の格差が縮む。

■ 第3部；日本財政破綻論とMMT

■ 第4部；ふたたび「悪い円安」論

■ 第5部；岸田首相の「新しい資本主義」

- (1) 岸田首相の新しい資本主義について一徐々に「転向」したが、ミエミエだ。
- (2) 「全く新しくない岸田首相の新しい資本主義」
- (3) 「新しい資本主義」の「資産所得倍増計画」は、論理的に破綻している。
- (4) 企業の内部留保に課税するという考え方について
- (5) 資本市場に疎い岸田さんは、現象面を見て勉強せよ。
- (6) 「言葉遊びより改革断行を」

■ 第6部；読者との交信蘭

[来週号] — 参院選が終われば出てくる問題の一つ、原発再稼働の話

■ 第1部；当面の市況

[本稿の基本原則]——本格的に「自分のお金に働いてもらう」時期は、今ではない。

「お金に働いてもらう」「時間に稼がせる」

こういうことが中長期投資の本分だと思うが、そのために主力部隊を稼働させるのは、今ではないだろう。主力戦力はキャッシュポジションを高めに堅持して、今後景気が「後退期」から

「収縮期」に入って「谷」を迎える前に、（後の先）を取って「収縮期」の入り口半ばぐらいで主力部隊を出動させ、ここから先はお金に働いてもらう。

そこから先は、本稿で言うところの所謂青春相場であり、木佐森吉太郎の言う「理想買いの相場」である。現実には暗くても先に光明が見えれば厳しい現実の中で大量に買う。「吹雪の中で雪の中から一輪だけ芽を出した雪割草の一輪を見て人は春爛漫を想定する。そこは厳しい現実ではなくて豊富なる可能の世界である。人はこれに夢を鼓舞され全力投球して買う。故に、何でも上がる。これが青春相場の本質だ。」

これは原文の文言と正確には少々異なるかもしれないが、木佐森吉太郎の「新株式実戦論」（★註）で言う青春相場（理想買い相場）の本質である。この本に青春相場の本質を述べた文言がある。この時にこそ、主力資金を投入しようと呼びかけたい。しかし、それは一昨年3月（16500円）で既に過ぎた。次の時期を待つべきだと思う。今はそれを待っている間に、次の間合いを外さないために「一足一刀の間境（まざかい）」（一足踏み込めば我が太刀が相手に届く、その間合い）を保って相場と対峙する時期だと思う。

基本的には、難しい時には本気では手を出さない。しかし、一足一刀の間境を保つためには、相場から離れてしまっても機を逸する。そのためにグリラ部隊を少し（少しと言っても、人によって資金の2割の人もいれば5割の人もいる、そこに原則論はない）を動かしておくことが、次の青春相場を狙う者の言わば「嗜み」である。これを最初に言いたい。今後、中長期の見方・当面の市況の見方などを述べる場合は、以上述べたことを前提として述べている。

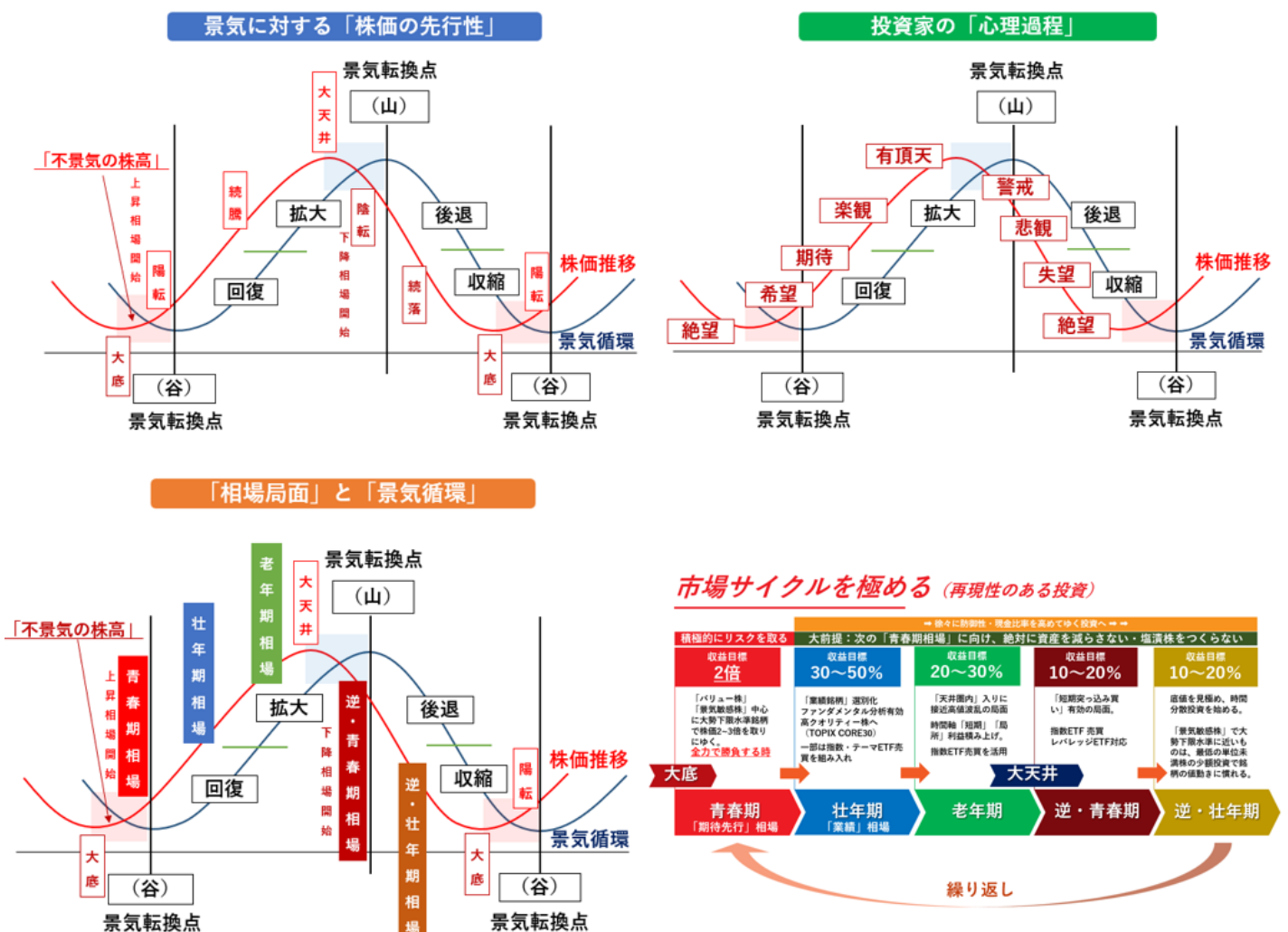
投資家として見る場合は、短期売買と中長期投資の峻別が必要であると思う。短期売買の機会はいくらでもある。趨勢的に下落する株価でも、景気後退期でも、収縮期でも、必ず中間反騰は何回もあるからである。しかも中間反騰こそ、上昇局面においては力強く見える。いずれは中間反騰だから、全体としては前の高値は抜けない。「命短し 恋せよ乙女」ということで、短期間だからこそ燃焼する。これを本格反騰の走りと見てはならないであろう。その区別は、やはり景気動向である。景気は循環する。この循環の中において、今が「回復」「拡大」「山」「後退」「収縮」「谷」のいずれにあるか、中長期的な投資から言うと、これの見分け方が一番の基本である。

(★註) 1960年代に新版が出る前に、旧版が絶版になっていたものを京都大学の大哲学者西田幾多郎博士が「哲学の本として読める」と言い、都留重人博士が「市場経済の深奥を判りやすく述べている本として読める」と評したので、東洋経済新報社が「新株式実戦論」として再版されたもの。筆者が読んだのは1962年だが、再版後の第8版だった。野村証券入社2年目の筆者は繰り返し精読した。

＊【本稿において最も重要な概念図】

市場サイクルの中で、今どの局面に位置し、どういった投資姿勢で臨むのが重要である。

「勝ち易きに勝つ」青春期相場を捉え、そこで全力投球することに、本稿では最も重きを置く。これを、どの局面においても、いつもまっすぐに貫く行動倫理とした時、各局面での相場との対峙は自ずと変化する。



*局面ごとの収益目標は参考値

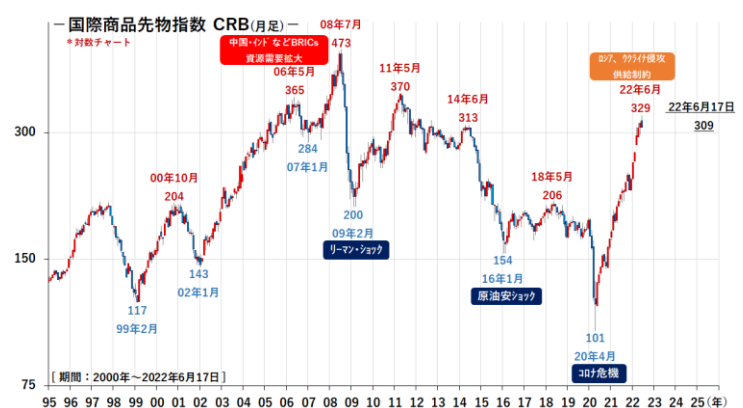
(1) 先週末の市況

先週の米国市場では「CPIショック」による利上げ加速、そして景気後退懸念への流れで、各指数は5月下旬安値を割り込んで年初来安値更新の動きとなった。NYダウの3万ドルの大台割れは、1年5カ月ぶりとなる。

そして先週末の米国市場は、景気後退懸念でWTI原油価格が110ドルと▲6%の急落となった。これを受けてダウ構成銘柄のエネルギー株シェブロンなどの急落が重しとなりNYダウは終値29888ドル、▲38ドルの小幅続落となった。

一方、原油価格の下落でインフレ懸念はやや後退、ナスダック指数は10798ポイント+152(+1.4%)と反発した。CME日経先物は25965円、現物の週末値とほぼ同じ水準で取引を終えている。

*景気後退懸念で、原油価格は急落。原油・CRB指数ともに、6月の月足ローソク足は久々の陰線となつてきている。インフレ懸念後退に繋がり、株価の短期的な反発のきっかけとなる可能性もある動きと捉えられる。



(各種データから作成)

先週の日経平均はザラ場安値では25720円まで下落、再度26000円割れとなり、短期的な視点では目先の下値を探る動きとなる。

日経平均の3月9日安値(24681円)、5月12日安値(25688円)時の騰落レシオ(25日)はともに80%水準のボトム圏にあったが、今回は週末の時点で92%と、騰落レシオの下支えはまだ強く効きにくい水準にある。

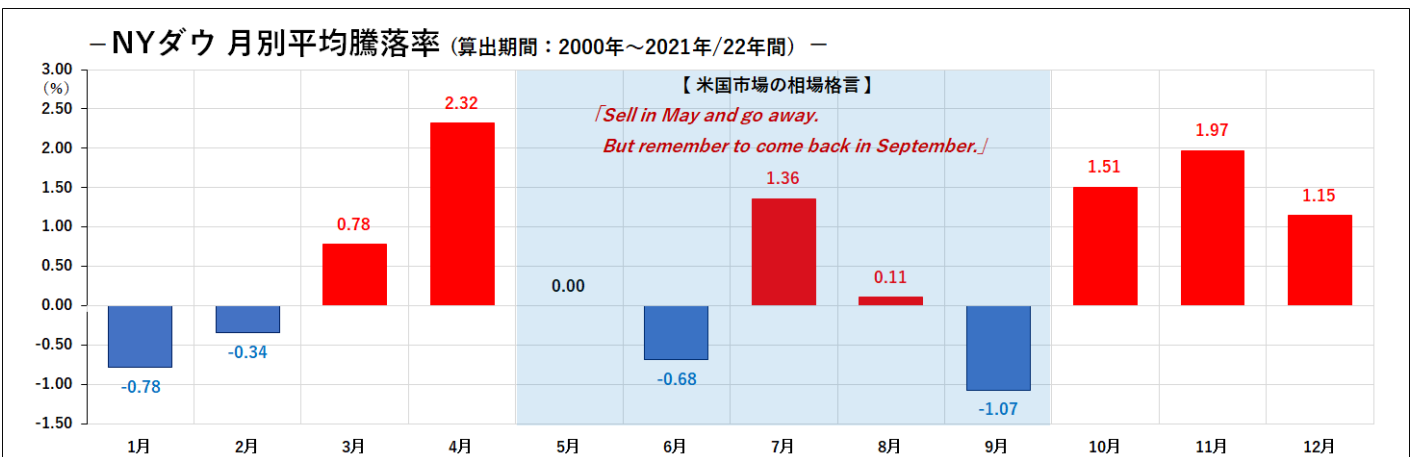
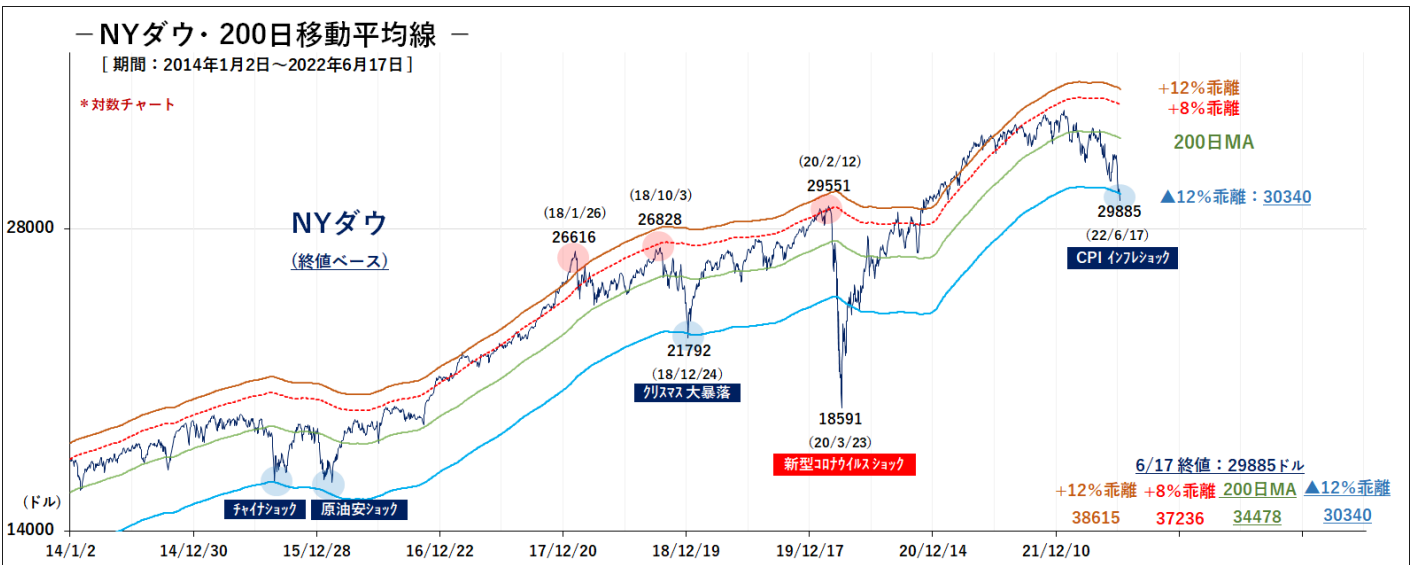
目先の下値余地はまだ考えておきたいところだが、6月は約7兆円の配当金の支払いが行われている中で、特に来週27日、30日は単日で1兆円を超える支払い日となり、需給の下支えはある。

一方、戻りの場合では、日経平均株価は200日移動平均線(27921円、6月17日時点)、「幻のSQ」となった6月メジャーSQ(SQ値=28122円)で需給の壁が作られ、28000円水準の節目が強く意識される。

*短期のリバウンドは、騰落レシオ（25日）のボトム圏での下支えが効くまでは慎重に臨みたい。



*CPI ショックを受け、NY ダウの経験的な下値支持水準となる 200 日移動平均線の▲12%下方乖離水準（30340ドル、6/17時点）水準を割り込む。支持が効かない動きは、中期トレンド転換を示唆する可能性がある。



(各種データから作成)

(2) 世界的な利上げの波が一段と広がった。

SQ日に向って高い、あるいはSQ日に向って安いということはよくあるジンクスであったが、今回は先々週末のSQ日から先週週末まで約2300円幅を下げ、1000円の大台を3回変わった（28000円台から25000円台へ）。週末の売買代金は久しぶりに4兆円を超えた。週末は終値こそ468円安の25900円台だったが、ザラ場では700円安を超える場面もあって、出来高が4兆円を超えた。

下ヒゲの長い十字線に近い日足となり、超目先で言えば、一旦は陰の極と見受けられる。25日線との乖離はマイナス4%、騰落レシオは90%であるから「売られ過ぎ」のメドは出てはないが、週末の終値は一番安い90日移動平均と75日移動平均と100日移動平均の全てを下回り、この100日以内、つまり半年以内で買った人も、1年以内で買った人も、終値で計算すれば全てが評価損を抱えたことになる。

F RBの大幅利上げは織り込んだが、16日に英中央銀行が利上げを発表、スイス中央銀行も利上げを発表、これは市場予想に反し、約10年ぶりの利上げに踏み切った。ここで世界的に金融引き締めが加速するという見方が再燃し、投資家心理の弱気に火をつけた。40年前に「伝説のF RB議長ポール・ボルカー」がインフレを抑える代償として大きな景気後退をつくり、その後NYダウは30倍になった。今も、米国市場では「インフレは容易に抑えられず、景気を犠牲にしてまでも利上げを長期化する可能性が高い」といった見方も出てきたと思う。

国内では東証プライムの値下がり銘柄数は全体の約80%を占めた。米F RBパウエル議長はF OMCの後の記者会見で「F RBの犯す最大の過ちはインフレの抑制に失敗することだ」と述べて、景気後退を犠牲にしてまでもインフレ抑制を優先する姿勢を示した。この背景には、昨年サマーズ元財務長官のインフレのアドバイスを無視して、「インフレは一時的なものだ」と突っぱねたのが原因だと思う。ただ、米の消費者物価指数は5月が前年同月比で8.6%という約40年ぶり（ポール・ボルカーの頃）の水準を更新し、インフレはさらに加速する懸念が強まった。F RBの年内の残り4回の会合で、合計1.75%の利上げが必要になるだろう。7月の利上げも当然0.75%になる可能性が強いと見ている。

スイス銀行はマイナス0.75%からマイナス0.25%に引き上げると決めた。利上げは10年ぶりだ。さらに必要になると追加利上げを示唆した。英イングランド銀行は5回連続利上げを行い、世界的な利上げの波が一段と広がった。

(3) 当面の市況

6月10日（金）のSQ日から400円安、800円安、400円安と3日続いた。13日（月）の800円安は、5日間の連騰相場の上昇分を一日で帳消しにした勘定になった。この下

げは売買金額が2兆円台であるから、本格的な下げ相場に向かったとは言えない。その間に日経平均が三つの窓を開けた。所謂「三空に向かえ」と言うから、超目先で言えば中間反騰を狙うところであったろう。

NYも各指数が全部二つの窓を開け、二空を形成した。NYでは金利の上限が見えなくなったという感情を持ち始めたと思う。「株を下げてでもインフレを抑える」とバイデン政権もFRBも考えているのかもしれない。今は各国の中央銀行が政権の子会社化しているので、バイデンがそう思えば、パウエル議長もそういうことになる。言い換えれば「暴落させないとインフレは収まらない」というつもりなのかもしれない。

たまたま14日(火)の3日目の下げは満月の日だ。しかも14日と15日はFOMCの日だった。しかも先々週、3月の高値をクリアしたところで下げが始まった。当面の市況はこういうところであろう。

26週線(理屈で言えば、半年間の買い年の平均になる)は先週末現在を割り込んだ。その結果、下値はやや判りにくくなった。5月安値が25688円、そこから6月上旬まで2700円幅を上昇し、その上昇分も半値押しは既に素通りして割り込み、黄金分割比の大なる(61.8%)も割り込んだ。超目先の下値の計測が難しくなった。

しかし「どんな下げ相場でも中間反騰は必ずある」というジンクスには例外がない。世界恐慌の際もそうだし、「失われた13年」で日経平均が5分の1になった過程でもそうだったし、リーマンショックでもそうだった。

(4) 個人投資家、先々週15億円の売り越し(東証16日発表)

個人投資家が4週間連続の売り越しとなった。4週間連続売り越しは5ヶ月ぶりである。FRBの利上げ加速で景気の減速懸念が強まり、利益確定売りが多くなったものと思われる。個人投資家が最もシタタカである。誰に相談することもなく、会議を開く必要もなく、自分の意思一つで実行できる。

一方、海外投資家は3週間連続の買い越しであった。個人投資家の売りを海外投資家が肩代わりした形になった。海外から見れば、円安によって日本株が割安に見える。円ドル相場110円で見えていた時の日本株は、今は2割弱の割安に見えるはずである。

NYは日本時間で6月18日がSQ日であるから、日本と同じでSQ日に向って高い、または安いという現象が起こりがちである。日本株の先週週末の朝は、それを予知してのダメ押しの場ではなかっただろうか。日本市場の先々週10日はSQ値をクリアできず「幻のSQ」として終

わり、「これは（買い方にとって）不吉な現象である」とされていたが、やはりジンクス通りに動いた。

（５）間違いなくFRBは手遅れだが、一応は霧が晴れた感じ

0.75%の利上げを決め、来回も0.75%と決め、これでその次からは0.5%か0.25%になるのではないかという感じになったので、「一応は霧が晴れた」感じになった。今回0.5%ならば、却って先行き不安の種を残すことになったと思う。

（６）インフレを完全に読み違えたFRB

歴史的なインフレを許容してしまったのはFRBの政策転換の完全な遅れである。1年前からサマーズ元財務長官はインフレを警告していた。これに対して、パウエルFRB議長は「インフレは一時的なものだ」と言い張った。パウエル議長は物価が6%の上昇を超えた昨年11月になってから、初めてインフレが一時的ではないと認めた。今年3月に利上げを始め、5月に22年ぶりの0.5%の大幅利上げに踏み切った。3ヶ月で1.5%以上の利上げは「伝説のFRB議長ポール・ボルカー」以来例がないが、それでもインフレが収まる気配はない。

FRBは「株は死んだ」時代の1965年～1985年の間に未曾有のインフレに直面したことがある。当時のポール・ボルカー議長はインフレが長引くほど景気後退はリスクが高まると言って、金融引き締めを迷わず断行した。そして米短期金利は20%（ミスプリントではない。20%だ）に跳ね上がり、厳しい景気後退に陥った。それが、NYダウが30倍になるために一挙にインフレを片付けた代償となった。

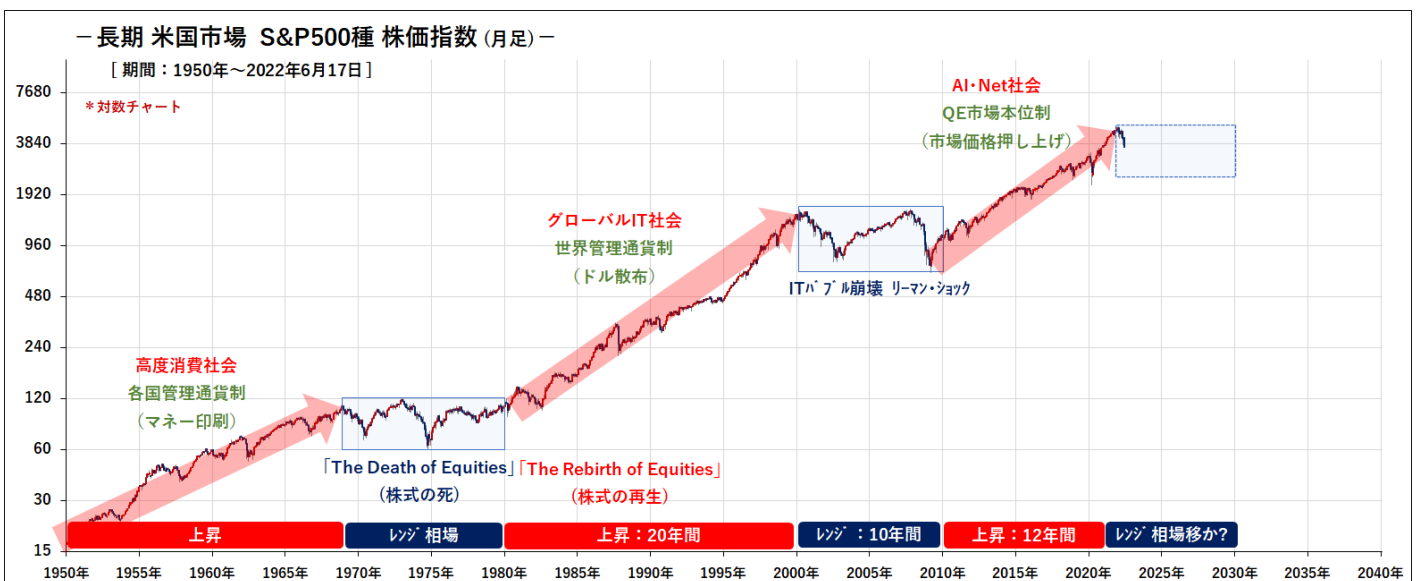
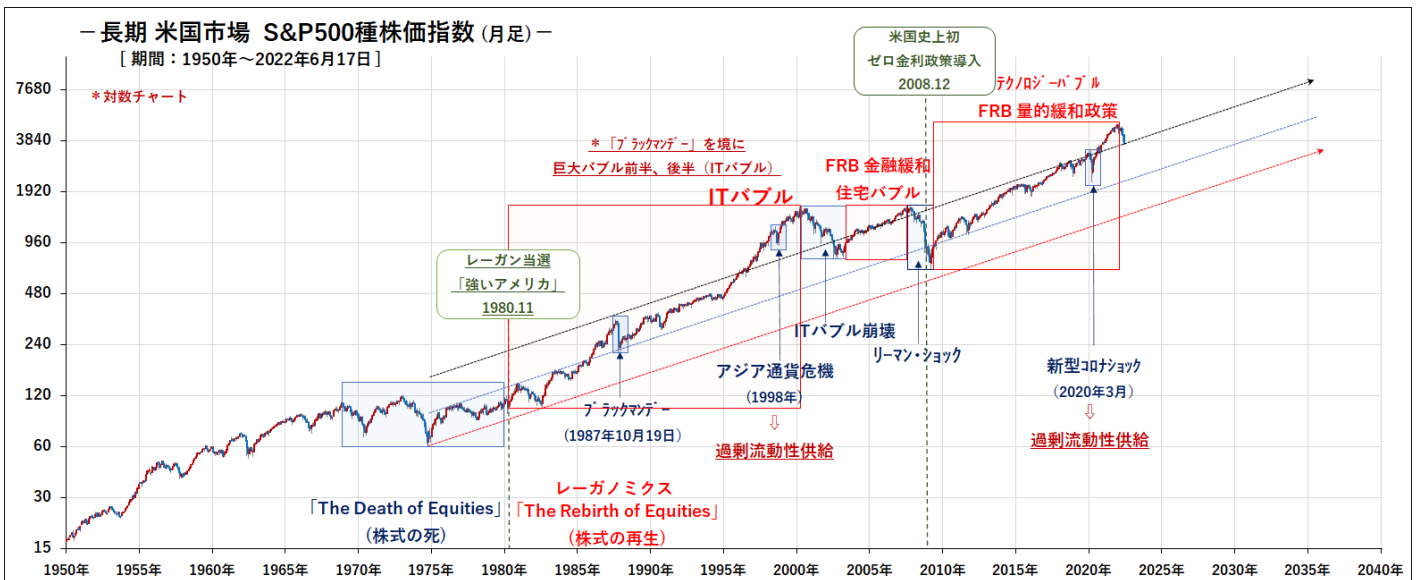
本稿で何度も述べた「バフェット指数」（時価総額とGDPの比率）は、今では途上国まで入れて株式時価総額がGDPの100%を上回っている。ウォーレン・バフェットの言う警戒ラインを世界中で越えている。今までアメリカは、株価が下がればFRBがその方策を対処してくれた。ところが、今回は「株価を下げてでもインフレを阻止する」という方法になってくるだろう。ECB（欧州中央銀行）も7月と9月の連続利上げを総裁が予告した。世界的な景気減速と市場の波乱はもちろん日本にも押し寄せる。日本の市場はこのことは相当程度、織り込んではいらぬと思う。

(7) 明らかにFRBは後手に回った。したがって、ソフトランディングは難しい。

FRBは今年3月にゼロ金利を解除して、利上げを急いでいる。0.5%幅の利上げは22年ぶりとなる。つまり、異例なことである。この5月に実施したばかりだが、6月にもまた0.5%の利上げを行うと見られている。

サマーズ元財務長官が1年前からインフレを警戒していたが、FRB議長がインフレは一時的なものだと無視した。一旦、金融引き締めが後手に回ると、厳しい利上げでインフレを防ぐ選択肢しかなくなる。

1980年代、レーガン大統領時代の初期、「伝説のFRB議長ポール・ボルカー」は後手に回った金融引き締めを訂正するために決定的な引き締めを行って、劇的なインフレを劇的に収めた。そしてNYダウの30倍高をもたらせたが、その代償には一時的に劇的な景気後退をもたらした。身長2mを超える巨体であったが、「伝説のFRB議長」であったからこそできた荒業ではあった。



■ 第2部；中長期の見方

(1) 今年の円相場の下落幅は約20円幅に達したが、円下落が理論値よりも大幅安

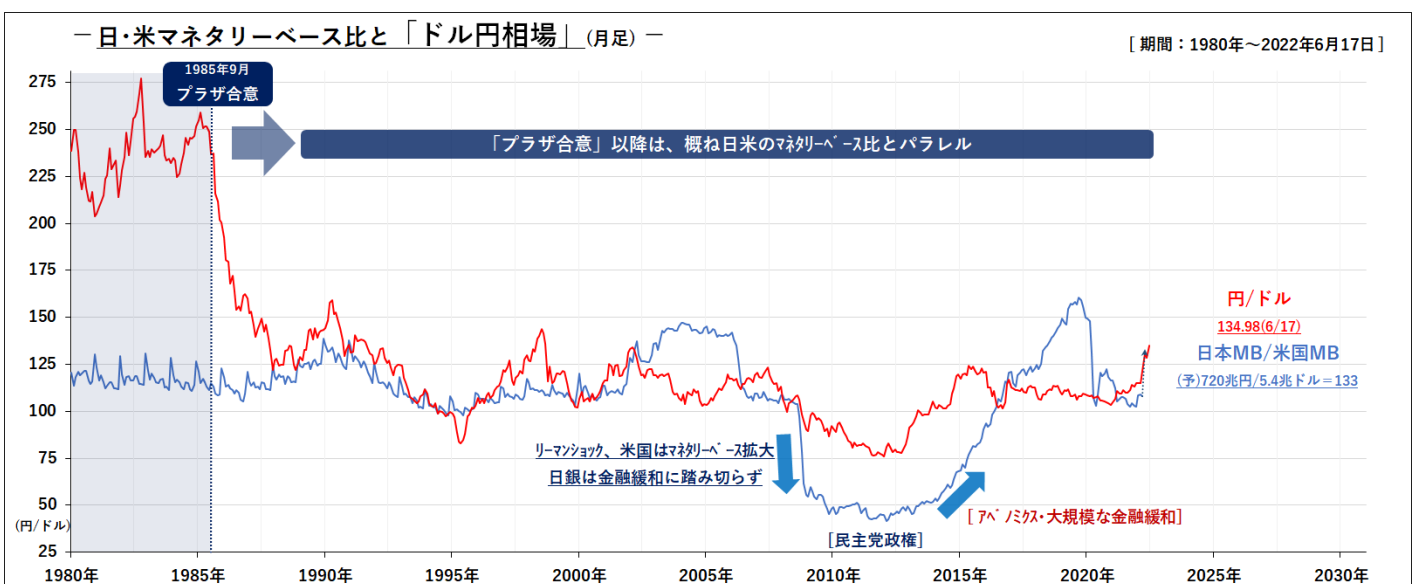
日米金利差の拡大を手がかりに、主として世界で唯一利上げに遅れた日本を標的に円が売られるという投機的理由での円高が主力だと思う。「過去、CPIベースで円相場が購買力平価よりも割安になったのは1982年と1985年の二度のみだった」（大和証券）

これはレーガン大統領がアメリカを被追尾国として日本を追尾国と想定し、日本を弱体化させようとして「強いドル」を標榜し、1985年にプラザ合意という悪巧みを行って、国際的に協力して極端な円高に追い込み日本の輸出力を弱めた。同時に「ゆとり教育」というものを始めて、祭日・休日を多くして、教科書を薄くして、日本国民を中期的に弱体化させようと企んだ（尤も、上位10%の学生は「ゆとり」に無関係だったが）。

この二つの悪巧みに日本はやすやすと引っ掛かった。ゆとり教育は途中で気が付いて修正したし、プラザ合意の悪巧みは10年後に250円が79円になってしまった時に、大蔵省外金局がアメリカの了解を得たうえで、歴史上最大の円売り介入を施して140円台にまで戻した。その時の大蔵省の執行者が今の日銀総裁黒田さんだったが、表に出た者は「ミスター円」こと榊原英資氏の時代だった。

日本経済新聞社と日本経済研究センター（★註）は2022年1月～3月の貿易収支や経常収支を反映した国力による円ドル相場は115.6円が妥当とされ、現状よりも20円近く高い水準を理論値として適正としている。したがって、今の130円台は明らかに日本の国力の弱さを売った2002年の130円台と違って、日米金利差による円売りが主力であろう。

*現在の予測値ベースでのマネタリーベース比では133円水準が適正水準となる。



(FRB・日本銀行データから作成)

(★註) 日本経済研究センター＝日本経済の発展に寄与することを目的に1963年に事業を開始した公益社法人の研究機関。学界、官界、産業界との幅広いネットワークを持つ。

(2) 卑近な見方だが、円安で魅力増すコロナ後の有望業種は・・・

入国規制が解消されれば、外国人観光客は円安の現在、急速に日本に流入すると見られる。アベ・スガノミクス時代に、特に菅時代に大きく増やしたのは観光客の流入だった。上限を失くした欧米に比べると日本の場合は出遅れているが、1年後には倍増～3倍増する可能性があると思う。そうなると、仮に入国者5万人と想定すれば、入国者が国内で消費する金は数兆円以上に及ぶであろう。それだけでGDPの1%上を超える。株式市場もそれを期待しているように思う。

例えば、ANA株(9202)が原油高の逆風に最もさらされる業種であるはずだが、下がらない。これは当然、ドル高に対してヘッジ売りをかけているはずだからそれを防いでいる面もあるだろうが、これの底堅さは一つの象徴であろう。

あるいは、三越伊勢丹(3099)の株が1000円を割らない。土曜日の銀座通りは歩行者天国になるが、3年前は行き交う人々の会話の8～9割は中国語だった。今はそういう姿は見られない。日本人の会話ばかりである。しかし、これがやがて変わるであろう。

ANA(9202)、JAL(9201)、三越伊勢丹(3099)などが底堅いのは「インバウンド銘柄」としての期待かもしれない。ちなみに日経ヴェリタス紙6月12日号の特集は「復活インバウンドを狙え」だった。

(3) ウクライナ侵攻について、欧米の違いを簡単にまとめる。

米国は戦争継続を希望している。それが国益に叶うからだ。欧州主力は早期停戦を希望している。こういうふうに分けても、あまり大きな間違いはないと思う。米国は大統領も国防長官も国務長官も「ウクライナは勝てる」と言って、ロシアを軍事的に打ち負かすことを目標と明言している。

ところが、ドイツ・フランス両国はこれには反対している。まずは停戦して、それから交渉する手順を考えている。隣接国であり、燃料も小麦も大量にロシアに頼っているからでもあろうが、国柄の違いもある。

一方、中国は最後までプーチン支援を貫く。独裁者同士の仲であり、絶対主義の国柄である。別稿で述べた通り、ロシアの軍隊は戦争に勝った経験がない。弱い軍隊である。中国はそれを承

知しながら、自分がロシアに比べれば比較にならないほど小さいが、一応は核保有国だ。その威嚇力は一応ある。この中国は、あくまでもプーチン支援を貫くであろう。

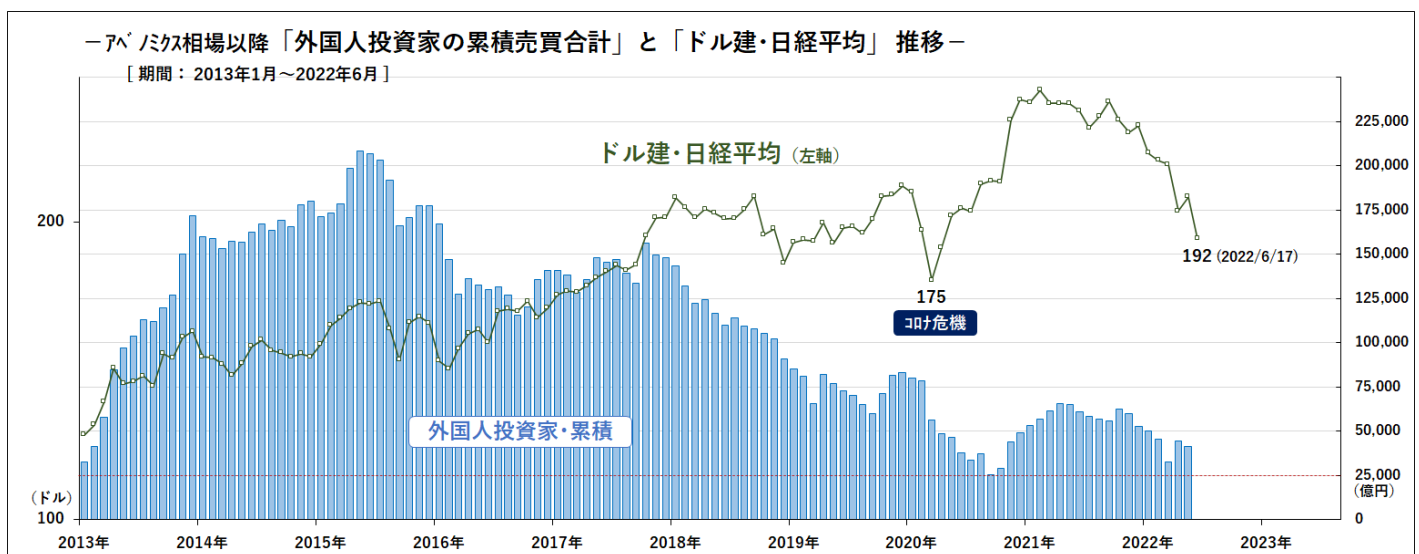
ドイツ・フランス両国はロシアと真っ向から対立することを避け、早期停戦を期待するが、先週末の国連理事会の様子をテレビで見ていると、EU大使が「ロシアが黒海を封鎖しているからウクライナの小麦が地中海へ出られない。そのために5億人から10億人が飢えている。これはロシアの罪である」とロシア名指しで言った後、「ロシア大使はこの場から退席しても結構です。真実を聞かされるのは辛いでしょうから」と云った。ロシア大使は直ちに黙って退席した場面までテレビは写した。EUは改めてロシアに対して喧嘩を売ったことになる。

(4) 日米株価の格差が縮む。

日本株は割安でPBR・PER・利回りから見て、割安株として長い間住み着いてきた。しかし、海外勢が日本株を買い始めた傾向はある。したがって、NY株との株価の差が縮小している。それはND倍率（日経平均÷NYダウ平均の比率）が「1.0」に近づいてきたからだ。しかし、まだまだ0.8倍台だ。

1ドル130円台から見れば、海外から見た割安感がかなり強まる。日経の方が下がり方もNYよりは比率としては少ないだろう。今までは、ドル建ての日経平均で言えば昨年比で17%安、NYダウは11%安ということで、日本株は下落率が大きかった。日本株の保有比率が下がった分だけ、海外の年金が日本株シェアを保つために買い直し始めている。5月末日～6月初旬にかけての海外投資家部門の買いが6000億円（買い金額－売り金額の純買い越し）を買い越した。

*ドル建て日経平均株価と外国人投資家の累積売買合計の推移



(日本取引所データから作成)

■ 第3部；日本財政破綻論とMMT

「GDPの2.3倍もの国債を発行し、バランスシートは完全に狂っている。日本国はいずれ財政破綻する」。これに対して「国債はGDPの2倍や3倍や4倍発行しても、自国で通貨を発行している国には財政破綻はないとする理論『MMT』(Modern Monetary Theory)」が流行っている。これについて私見を述べる

わが国の国債発行は財政法で厳格に規定されてはいる。それによると公共事業等の財源に限り建設国債は発行できるとしているが、経常的経費の財源には原則として国債発行できないとなっている。但し「特例公債法」を別途に制定し、赤字国債を発行することになっている。

自国で通貨を発行しない国は世界にたくさんある。例えば、リヒテンシュタインという豊かな小国は自国通貨を発行しないでスイスフランを使っているし、ブルネイという小国だが豊かな国(IPEF一員でもある)も、自国で通貨を発行しないでマレーシア・リンギットを使っている。このように自国で通貨を発行しない国はいろいろあるが、自国で通貨を発行する国はバランスシートがいくらアンバランスになっても財政破綻はない。通貨を発行すれば済むからだという言い分である。

結論を先に言うと、筆者はこの意見は大いに一理あると思う。少し説明を加える。

財政政策の教科書的な考え方から言えば、次のようになる。

景気が1サイクル終わるごとに、赤字と黒字がバランスするように財政政策を行うことが健全な財政政策の基本だった。これをオートマティック・スタビライザーとしてやれるのか、または裁量政策で行うかは議論が別れるところがあるが、財政政策の教科書的な考え方は以上である。

ところが「自国で通貨を発行できる国は決して財政破綻することはない。だから景気が下がった時には財政刺激を躊躇すべきではない。健全完全雇用を達成するまで、あるいは2%インフレを達成するまで財政出動を思い切って行うべきだ」という主張がMMTである。

この「財政破綻の定義」についてであるが、何事も法律や数学と同様に定義がなければ物事は正確に考えられない。家計の破綻と言えば、明日の生活・来月の生活ができず、子どもの授業料も払えず、食費も払えず、電気料金も払えないことを家計の破綻と言う。同じく財政の破綻と言えば、今年度と来年度の一般会計予算が立てられないことを言う。そして国債が債務不履行になることを言う。このように定義しておけば、国債の債務不履行さえなければ、多少のインフレはあっても(ハイパーインフレは別とする)国債をどんどん発行して財政刺激しても良いのだというのがMMTの主張である。一見無茶に聞こえる。それでは債務不履行さえなければ、ナチスドイツ誕生の背景になったようなハイパーインフレが起こってもいいのかということになるが、そうまでは言わない。数パーセントのインフレまでを言う。では、何パーセントまでいいのかということについては、マクロ計量経済学的にこれを決められない。最大の問題は債務不履行が起きないこと。次にハイパーインフレが起きないこと。これさえ守れば、財政破綻とは言えない。

日本こそMMTの理論を実行している先進国だということになるが、日本の場合は財政危機になっていないのは

- 1：国内に個人貯蓄が充分にある
- 2：それが銀行経由で国債保有に回っている
- 3：国内に国有資産が充分ある
- 4：日銀がどんどん国債を買う

こういう状況がそろっていてこそ、MMTの先進国で模範国となる。

古典的で教科書的な財政政策については財務官僚が喜ぶところであり、財務省の報告書などによく引用される通称「ワニの口」グラフは、一般会計歳出はどんどん上昇し、一般会計税収は横ばい、したがって時系列的に両方の線が開いてく。これを「ワニの口」と言い、財務官僚が喜んで描きたがるグラフである。

昨年人騒がせした「文藝春秋」の矢野論文なるものは

- 1：論理的に成立していない。国家のバランスシートを家計のバランスシートに例えることは非常識である。
- 2：家計でローンを組むものは有限であり、家主は死亡する。したがって、死亡保険がかかってローンが返還される。年収の10倍ものローンを組んでも平気である。国家は死亡しない。
- 3：家庭は紙幣を増刷することはできない。国家はいつでも自由にやれる。家計は年収の250%どころではない。1000%もの住宅ローンを組んでも平気である。国家財政を家計に例えるならば、そういう点も引用しなければならない。

矢野論文は論理的に破綻していると同時に二番目の問題として、財務官僚がああいう支離滅裂なことを言って人騒がせことをやることの常識的な感覚の破綻であり、不見識さである。

元内閣官房参与の浜田宏一博士はMMTについて「一理ある」と言い、「250%は気にすることはなく、300%でも500%でも大丈夫だと思う。但し、1000%で大丈夫かと問われると私も自信を持ってそうとは言えない」という意味のことを言っている（文藝春秋2021年12月号）。海外債務とインフレ懸念の二点を除けば、財政赤字はほとんど心配することはないと浜田宏一博士はあっさり言い切っている。筆者もそう思う。

財務官僚は、将来の増税に備えて国民を狼狽させるのが好きだ。昨年秋の矢野論文のようなことを言いたがるものだ。問題はMMTが白か黒かという問題ではなく、望ましい水準はどのレベルかということであり、それは財政均衡が望ましいに決まっている。では、それを破れば直ちに破綻かということとそんなことはない。それを言いたい。したがって「日本の財政が破綻するから、その国の弱さを売るために円安は無限に続く。250円にも300円にも500円にもなる」という理論が今、一部にある。こういう極端で大袈裟なことは珍しがって本が売れるから言うのかもしれないが、あまり人騒がせな理論にびっくりすることだけは慎んでおきたいと思う。

■ 第4部；ふたたび「悪い円安」論

このテーマは5月29日号第1部（5）で述べた。円安が良いか悪いかについては、それを主張する人の立場によって異なる。しかし、日本国にとって良いか悪いかと言えば、円安は日本のGDPにとっては有利である。

そのことは計量経済学的にマクロ経済で客観的に示される。「動画」でもそれを強調した。

ここで考えたいのは「善悪二元論」の罫である。日経ヴェリタス紙6月5日号のトップ記事とその特集は「円安の常識を疑う」というものである。ここで意識しておきたいのは、善か悪かの二項対立に陥ってしまっただけで思考停止になることを、禅語で「二見に墮す」として戒めるべきことであることは本稿で時々述べてきた。それを承知の上で、再び悪い円安論について述べたい。

結論から言えば「動画」で話したように、円安は日本経済そのものにとっては、客観的に見ればプラスである。これが客観的な日銀の統計から言っても、客観的な旧経済企画庁（現在の内閣府内の経済社会総合研究所）の統計から言っても、マクロ経済学の計量経済学の集計から言っても事実である。マクロ計量モデルから言うと、旧経企庁のモデルは10%の円安が進むと3年後にGDPは約1%弱（0.96%）伸びるとしている。

立場によって有利か不利かは違うが、輸出立国の日本にとって円安は有利とされてきた。例えば、卑近な例で言えば、ソニー（6758）は円安で為替差益を大きく膨らませた。それで初めて経常利益が1兆円の大台を超えた。ダイキン（6367）は1円当たりの円安で利益が18億円動くという。本稿でも時々書いてきたが、トヨタは1円の円安で100億円の売上利益が増えると述べたが、前掲誌では1ドルで115円伸びると書いている。日本電産（6594）は1ドルで110円伸びると書いている。このような立場から言えば、輸出立国の日本にとって円安は有利に決まっている。

ところが、食料品の70%が輸入、エネルギーは100%近く輸入。この輸入大国日本にとっては、円安は不利に働く。そして家計を圧迫する。これもまた事実である。だから立場によって言い分は違う。

そこで岸田首相は「生活者には物価の引き上げでマイナスになる」とも言い、「円安は輸出企業や海外に資産を持つ企業にとっては追い風になる」とも言っている。彼は元々「新しい資本主義」で見ても判る通り、はっきりした具体的な政策というものを持たない。理念だけで云々する。だからその意見は少々脇に置いておいて、本稿を進める。

従来、日本政府は（家計への影響は考慮しつつ）円安は善であるという考え方に基づいている。現にアベノミクス相場があれだけ大きな相場を出し、7期も続けて創業以来の連続増益を出し、時価総額は何百兆円も増え、企業の利益剰余金は内閣創始時の200兆円が終わりの頃には480兆円に増え、とにかくある意味では豊かになった。円安は日本経済にプラスということは昭和から平成にかけて製造業の輸出促進に寄与したということが大きい。ところが、企業が海外

生産比率を高めた結果、円安が輸出に有利に動く効果は小さくなった。そして「円安こそ国益だ」という意見が流行り出した。90年代に米国と協調して史上最大の為替介入をした「ミスター円」こと榊原英資元財務官（実際に史上最大の介入を執行したのはその下にいた黒田現日銀総裁だったが）も海外に拠点を移した結果で、円安の効果が薄れたという構造変化は認めている。

実業界で円安をアテにして増益計画を立てる会社は、少なくとも大手企業には無い。ところで、ニトリ（9843）の似鳥会長は「円安巧者」として知られ、円安についての予測は当たり前続けてきた。相場の世界では「当たり屋につけ」と言う。ちなみに彼の意見を聞くと、10月～来年3月にかけては円高基調に変わると見通しを語っている。そのために9月分まで1ドル114.9円で想定相場を組んでいるという。「当たり屋につけ」と言う相場格言は「曲がり屋に向かえ」ともいう。故に「円は50円になる」と主張していた同志社大学大学院教授の浜矩子や「50円どころか10円にさえなる」と書いていた副島隆彦のような大曲がり屋に向かえば、円は135円になった。

この流れは、昨年1月には110円だった→昨年末115円前後になった→今年4月末には131円になった→6月には135円になったという経緯をたどった。円安円高論にはそれぞれに根拠があり、それぞれに理論もあり理屈もある。そしてそれぞれの立場によって違う。

しかし、二元論の思考停止に陥ることなく、現象面から観察するというのが科学の態度だ。誰々がこう言った、誰々曰くという訓詁の学からは科学は発達しなかった。観察から発達した。よってここで観察から言えば、企業卸売物価の10年移動平均グラフと円ドル相場の10年移動平均との乖離が40%になった時に大天井か大底だという筆者の50年来の見方と、日米のマネタリーベースの比率から見る見方（ジョージ・ソロスはこの見方でアベノミクスの70円台後半～125円までに間に10億ドルを儲けたという）など現象面から見るのが一番いいと思う。「当たり屋につけ」「曲がり屋に向かえ」という当たり屋や曲がり屋の発言も一種の現象である。その一種の現象として見れば「ミスター円」こと元大蔵省財務官榊原英資氏は「年内に140円がある、介入はない」と言っている（日経ヴェリタス紙6月2日号）。

ちなみに言えば、彼は円安相場を当てたわけではない。プラザ合意の悪巧みのために250円が79円になってしまった後、140円台まで史上最大の介入をして円安を実現させたその時に「円安になる、円安になる」と言って、実際にそうなったということであって、相場観から当てたわけではない。円安への介入の執行者だったから判っていたというに過ぎない。

「動画」で話したことであるが、1980年代にアメリカは日本を追尾国と見なし、自国を被追尾国と想定し、日本を仮想敵国として近年中に日本に追い越されると恐れた。そこでアメリカが考えた悪巧みが二つあり、一つは「ゆとり教育」で日本人を長期的に見て馬鹿にする、骨抜きにする方法であり、日本人はまさしくそれに引っかかった。

もう一つは1985年に始めたプラザ合意である。これは250円だった円ドル相場を10年の後には79円まで持っていった。これではさすがに行き過ぎたということで、日本はアメリカと相談の上で（時後に榊原英資氏が話したところによれば、乱数表を用いた暗号で打ち合わせた

とのことだが) 史上最大の介入をして140円まで持っていった。榊原氏は「年内に140円はある、介入はない」と言っている(前掲誌で前述)。6月17日のテレビ番組では、彼が「150年はあり得る」と言っていた。

■ 第5部；岸田首相の「新しい資本主義」

(1) 岸田首相の新しい資本主義について——徐々に「転向」したが、ミエミエだ。

まずは理念倒れになった理念から挙げたい。岸田首相の「転向」は目立たないように行なわれたが、完全に逆風に向かっていていると察知した時に転向開始した。

1. 「分配問題が重要」と述べていたが、2. 「分配も成長も」という発言に変わり、3. その次は「まずは成長」に変化した。この3番は前任のアベノミクスの政策と変わらない。もっとも、アベノミクスの方が明確で、結果はともかくとして、理念としても政策としても明確だった。

アベノミクス時代は「成長という経済全体のパイを拡大することを通して、労働者への分配を増やす」としたのだが、政権担当時代に二度にわたる消費増税を行ったために、GDPは政権担当時代を通して1. 1%しかないという戦後最悪水準に陥って、成長はしなかった。これは政権担当時代に二度連続して消費税を上げたことも大いに関係ある。5%から8%へ、8%から10%へということであったから、政権担当時の5%から任期中に消費税を2倍に上げたことになる。この影響もある。結果的に、日本は世界最悪の賃金減少国に転落した。

(2) 「全く新しくない岸田首相の新しい資本主義」

岸田首相の言う資産所得倍増という「転向」は、端的に言うと1%の富裕者に益することを追求することになる。1%の富裕者が所得と富を蓄積して、99%は置き去りにされる可能性がある。1%の資産所得の富裕者を応援する資本主義であって、99%の人民の幸福を追求するものではないということを言い換えている感じになる。したがって、別稿で述べるようにトマ・ピケティの「21世紀の資本」を論破するだけの理念が必要になる。今のままでは「全く新しくない資本主義」を述べているに過ぎない。

(3) 「新しい資本主義」の「資産所得倍増計画」は、論理的に破綻している。

去年9月に岸田首相が総裁に決まった途端に日経平均は3000円下がった。株価は知っていたのだ。彼が本質的には資本市場に対して逆風であったことを。しかし、その後何度も少しずつ「転向」し、今は資本市場に対して「言わば中立の立場」になった感じである。

彼は4月初めにシティ（★註）での演説の中で「資産所得倍増計画」を掲げた。我が国の個人金融資産は2000兆円を超えた。「失われた20年」と言うが、この期間に日本の金融資産は5

割増えた。一方、この20年間で米国では3倍になり、英国では約2倍半になった。この点でも日本の金融資産は遅れた。これは2000兆円のうち1000兆円は現預金だからだ。現預金だったという強い保守性があるからだ。但し、この20年間のデフレ期間は現預金で持つということは「或る意味で正解」ではあった。大局的な趨勢を見れば、株は39000円弱から20年間で7000円になり、米ドルは250円から20年で75円になり、130円まで戻ったものの100円と130円の間往来である。ジャンク債でも買うか、投資不適格の格付けの通貨で投機的なものを買うことさえしなければ、このデフレ期間に現金で置いておくのは、ある意味では正解ではあった。

岸田内閣の「資産所得倍増計画」というのは、この保守的な個人金融資産をNISAの抜本的拡充や投資に運用する新たな仕組みの政策を総動員するとしているが、これは彼が最も尊敬している人と言って挙げた池田勇人の所得倍増計画とは違って、金融資産保有者を対象としたものであり、池田勇人の所得倍増政策ではない。

ところで、金融資産を持っている家計の現預金の1000兆円の多くは国債などの形で保有されている。家計が直接国債を保有しているわけではないが、金融機関が家計から預かったカネで国債を購入する、あるいは日銀への預け金に回して日銀が国債購入に当てている。これが現状である。したがって、現在の国債残高は1000兆円を超えているが、これを国の借金と言うのは財務省の詭弁であって、本筋から言えば国民が国に金を貸していることになり、国民の「貯蓄」である。国民が国に貯蓄していることになり、結局は貯蓄である。デフレによる家計の余剰資金は国債の安定的な消化を支えてきたことは事実である。このように、国債は間接的に家計の資産となってきた。ところが、国民は国債の実質的な保有者であるとともに納税者でもある。

「貯蓄から投資へ」は貯蓄というのは国債のことではない。貯蓄はGDPの流れの中からの「漏出」であり、これが投資に回って、初めてGDPの流れの中に戻る。貯蓄と投資の額が等しくならなければ均衡しない。これは「^{アイエス}I S バランス」（I = 投資、S = 貯蓄）と言って、経済学の基本であるということは本稿でも何度か述べたし、「動画」でも詳しく説明した。大企業は320兆円の現預金を抱えているが、これを賃上げに向けるのか、設備投資に向けるのか、研究費に向けるのか、これを明確にしていかなければならないだろう。

我が国は長年、特にアメリカに比べて産業の新陳代謝が乏しい。GAFAMは平成になってから起きた企業である。日本に新陳代謝が乏しい理由は既得権益を守ることばかり考えているからだというのが俗説として通論になっていて、確かにそれも事実であろうが、一番はそれを突き破るアニマル・スピリット（英：animal spirits）はケインズが1936年の著作「雇用・利子および貨幣の一般理論」で用いた用語で、経済活動にしばしば見られる主観的で非合理的な動機や行動を指す。教科書的には、経済活動の多くは合理的動機に基づいて行われるとされるが、その一方で将来の収益を期待して事業を拡大しようとする合理的には説明できない不確定な心理によって左右されるとし、その心理を言ったものである（「血気」「野心的意欲」「動物的な衝動」などと訳される）。

日本の産業界の新陳代謝が遅れているのは、既得権益の破壊が進まないことだが、それはこのアニマル・スピリットへの政策の応援がないということでもあろう。この面を応援しないからである。一つは、研究開発を含めた支援策であろう。

大袈裟な話しを持ち出すが、「資産所得倍増計画」はマルクスが150年以上前に説いた「窮乏化法則」（貧富の差の拡大を言う）を後押しする結果になる。もう少々詳しく言えば、アベノミクス相場の前半2014年後半にフランスの経済学者トマ・ピケティが「21世紀の資本」を著して主張したことである。ピケティの「21世紀の資本」は翌年1月に大增刊するほどよく売れた本であり、「現代のマルクス理論」の様相を呈した。

簡単に言うと、ピケティは世界20ヶ国以上の国のデータを200年以上集計して、次のように結論した。

「 $r > g$ 」というのである。

r = 株や不動産投資などストックの収益率 g = 経済成長率であるという。

世界20ヶ国の200年に及ぶ歴史の中で常に「 r が g よりも大きかった」ことを実証し、今後もその状況が続くと予測した。

これは、百数十年前にマルクスが言った「窮乏化法則」を別の形で表現していると筆者には見えた。マルクスの言い分は「一方の側における富の蓄積は、他方の側における貧困・労働苦・奴隷状態・疲労及び無知の蓄積に他ならない」という命題で示され、「窮乏化法則」として60年安保時代の左翼学生の合言葉になっていた。その時、一方で筆者はケインズ発の経済成長論に没入し、ケインズの後継者であるヒックスの景気循環論に傾注した（それが筆者の180度「転向」した原因になった。その講義をした若き助教授は学者として大成し、96歳の今も90分の講演を立ち通して語る）。

富裕者は再投資によって富をますます増やす一方、非富裕者は経済成長並みの所得の伸びしか期待できず、双方の格差は21世紀を通じて継続的に拡大するとピケティは予言した。そして、これを放置しておく社会が分断されると警告を発した。この状況は日本においても当てはまる。資本ストックの収益率が経済成長率よりも上回ることを是正するには、資産所得への課税では充分とは決して言えない。仮に資産が年3%の収益を生み出すと想定して40%の所得税をかけたとしても、富は $(1 - 0.40) \% \times 3 \% = 1.8 \%$ ずつ増えるということになる。したがって、岸田首相の「新しい資本主義」を突き詰めて正確に言うなら「資産を時価評価して、その資産に累進課税する」ということしかない。これをやったら資本主義経済は崩壊する。

ピケティはフランスの経済学者であるが、所得や資産の格差の大きい米国に通用する考えなのか、世界の先進国のどこでも通用するものなのか、これについての論証もないし、論争も2016年以降、筆者の知る限りでは盛んには行われていない。岸田首相が本気で資産所得倍増と言うならば、ピケティを論破するだけの実証と論証が要るであろう。

その岸田首相は、NISAの拡大などとママゴトめいたことを言い出して、失笑を買った。

(★註) シティ=ご承知の通りロンドンのウォール街である。ここでケインズが大儲けし、また、ロスチャイルドが英国対ナポレオンの戦いで英国が大勝する早耳筋で朝から売ると見せかけて市場を大暴落に誘導し大底で大量に買い取って一日で巨富を成した、その証券取引所がある場所である。

ちなみに、ナポレオン戦の情報はどうやってつかんだかについては今もなお謎とされているが、もちろん携帯電話もないしモース信号もない時代である。その時代にどうしたか。ロスチャイルド家は暴風雨の中でも走り抜ける命知らずの前科者出身者たちを集めた情報船を駆使していたという説がありこれは事実だと思うが、立会時間に英国の大勝を知ったということは伝書鳩ではないかと推測される。ロスチャイルド家はドイツのフランクフルトから起きたが、フランクフルト、ロンドン、パリ、ナポリに一族を住ませ、常に情報戦に先んじた。

(4) 企業の内部留保に課税するという考え方について

これは「共産党五つの提案」の中の重要な項目になっている。志位さんの街頭演説を聞いていると「結党以来100年、財界献金をビター文受け取らない。我が党は財界権益にズバリ、メスを入れる党である。これを伸ばすことが暮らしを良くする力になる」と力説するが、「共産党五つの提案」をよく読むと、筆者に言わせればこれはなかなかいいことを言っている。

しかし「社会的価値」（例えばジェンダー平等など）と「経済的価値」（大企業の内部留保課税で賃上げ促進）などを一緒に列挙しているので情緒的には判りやすいが、これ本気で推進していく岸田政権の「新しい資本主義」と同じぐらいに具体性がない。大企業の内部留保に課税するという考えは、筆者も非常に良い発想だと思う。税金で持っていかれるくらいなら、人件費アップと設備投資・開発投資に向かわせることになるからだ。

安倍政権が成立した時は、利益剰余金の金額は200兆円強だったと筆者は記憶している。今は480兆円ある。安倍政権の間に2倍以上になった。これは設備投資にも使わず、賃上げにも使わない。これに対して課税をして、賃上げを促すことは一つの発想ではある。内部留保に課税することは、実際には最低賃金引き上げのための基金として内部留保を使うことだから、企業側も反対しにくいだろう。

ところが、理論的にはこれは二重課題になると思う。これに対して、小池書記長の参院予算委員会の追求で鈴木財務相は「二重課税の法律上の定義はない。禁止する法的規定もない」と答弁して、内部留保課税は二重課税の可能性もあると否定する岸田首相の答弁は崩壊した。

(5) 資本市場に疎い岸田さんは、現象面を見て勉強せよ。

日本の個人資産が海外株に「殺到している」。このカギカッコの言葉は日本経済新聞6月6日号の一般記事で用いられている文言である。投資信託を経由して、海外へ日本の個人資金が日本株への投資資金の300倍にのぼる8.3兆円になったという。資本効率で優れている海外資金を選択するためだ。岸田さんはそういうことを判っているのだろうか。世界経済は成長が続いているから長期的に積み立てるつもりだという、地味で真剣な個人投資家がたくさんいるということだ。

「貯蓄から投資へ」と口先だけで叫んでみても、そこに魂が入って、そこに具体策が出てこなければ「ただの標語」に過ぎない。安倍元首相はウォール街へ行って、大袈裟な手振りで“Buy my Abenomics!”と叫んでいたし、小泉首相の「貯蓄から投資へ」は筆者がアラビア半島を旅行している時にアラビアのペルシャ湾側のドバイだったかバハレーンであったか忘れたが、小泉首相がテレビに映っていて「日本は法律も整っているし、治安もいい。投資条件は絶好です。だから日本株に投資しましょう」と日本語でアラビア人に向けて説いていた。オイルダラーを呼び込むためだろう。字幕でアラビア語が出てきて、もちろん筆者は一字も読めないが、小泉さんは日本語で言っていたのでよく判った。安倍さんも小泉さんもこれぐらい熱心だった。岸田さんのように理念だけで説いても駄目だ。

今、日本の個人マネーは海外に向かっている。それはROE（自己資本比率）が日本よりずっと高いからだ。海外の方がずっと高いからだ。ROEは過去20年間のTOPIX平均は5%~10%の間だったが、米国のSP500は10%台で推移してきた。自分が出資したカネに対していくら報いられるかということを示すROEは、投資家にとって重大な問題だ。岸田さんはこういうことに気が付かなければいけない。個人資金も企業資金もトクする方に動く。これがカネの流れである。

日本企業は新陳代謝が遅れている。これも重大な問題だ。米国のGAFAMを始めとするIT企業の手は、全て平成になってから生まれたものだ。日本にはそういう企業はほとんどない。あっても将来の夢を追うのみの小型ベンチャー企業であって、大型企業でGAFAMのようなものが平成になって育ったことは日本電産とファストリぐらいだろう。いや、まだ他にもあると言われるかもしれないが、筆者が知らないだけかもしれない。

とにかく、5月31日に政府は「新しい資本主義」という経済政策の実行計画案を発表した。しかし、これも抽象論に過ぎない。

(6) 「言葉遊びより改革断行を」

この標題は、日本経済新聞6月8日版の論説委員長の記名入り記事の4段抜きの見出しの文言である。筆者は「言葉遊び」とまでは言わなかったが、岸田首相の「新しい資本主義」論は理念だけが先行して中身がないと本稿で何度も述べた。「動画」でも詳しく述べた。国民の負担を伴う改革や、既得権益の抵抗がある改革については全く触れていない。選挙が終われば、こういう難題にも取り組むつもりかもしれない。取り敢えず選挙が終わるまでは静かにしていようという考えなのだろうが、「岸田内閣はまだ何もやっていない」という意見は段々多くなって来る。

それに反して岸田内閣の支持率の高さの理由は外交にある。一番難しいとされる外務大臣を4年以上も無事に務めたことだけのことはある。しかし、外交は内政をうまく運ぶためにこそある。

■ 第6部；読者との交信欄

メルマガ読者との交信欄—Y様との交信（6月12日）

山崎和邦様

時下山崎様におかれましては益々ご健勝にてご活躍のこととお慶び申し上げます。相場の羅針盤として毎回週報を楽しみに拝読いたしております。

（山崎）：有り難うございます。

さて今回は少々視点を変えて山崎様のお考えをお聞かせいただければと存じます。

新型コロナ禍、若年層の投資が拡大して口座開設も増えているようです。動機は様々だと思えますが、若い頃から投資に関心を持つことは自分で将来の資産形成を行うことの大切さを学ぶ意味でとても意義があることだと思います。

（山崎）：若年層の投資口座が急増したという話題は大変喜ばしいことであり、日本国の将来にとって誠に良いことだと思っています。自分で確かめたわけではないが聞くところによると、アメリカでは中学校の家庭科の時間に投資の初歩を教えるとの話しです。

そして誰もが信仰の自由を求めてという名目であるが、実際には新大陸で一旗揚げようというアンビシャスな人々が有限責任法に基づいた株式会社制度で船団を組織して大西洋を渡った。それがアメリカの資本主義経済の元になった。そして最初の投機の対象はその船団とその組織を自分たちの金で買い取ることであり、今で言うところのM&Aであったわけです。これがアメリカの資本主義経済の源であったことを中学の時代に教えるそうです。

日本では、中学時代は、「メイフラワー号という船に乗って信仰の自由を求めてヨーロッパからアメリカに渡った」と教えるが、船の名称なんてどうでもいいことで、当時大西洋を横断するための大型の船を誰が作ったか、その資金はどうしたのか、その資金の回収はどうしたのか、アメリカインディアン交易との利益はどう配分したのか、などということを教える方が先決でありましょう。アメリカではそこから教えるそうです。（株式市場、市場経済、資本主義体制というものに対する小中学校からの基本的な教えが必要だと思います。）

少し飛躍しますが、貯め込むだけの日本企業のこれまでの在り方にも一石を投じてくれればと思っています。

一方で政府は増え続ける国民の金融資産を投資に振り向けるための政策を打ち出そうとしています。唯金融資産を多く持っているのは高齢者であり、中には株式投資に二の足を踏む人も少なくありません。従い高齢者に対しては相続税の大幅な優遇制度を導入し保有者の若返りを図ります。

一方で若年層に対して損失を繰り越しできる期間を3年ではなく5年、10年先まで認める制度改革をしていただきたいと思います。現行制度は確か民主党の藤井裕久財務大臣の時代だったと思います。

(山崎) : 本稿でも書いたし「動画」でも時々話しますが、J. Pモルガンが若い時に「この国においてビジネスで成功しようと思うならば、この国の将来を明るく見なければならぬ」と父親に言われたそうです。私たちは恐るべきものには正しく恐れるべきではありますが、国の将来を明るく考え、そのために常に政治家や官僚を冷静な目で見て、正当な判断をしていく必要があると思います。

岸田内閣の「新しい資本主義」は別稿で述べた通り、論理的に破綻しているし、「『貯蓄から投資へ』の手段としてNISAを拡大する」などというママゴトのようなことは失笑を買うだけです。おっしゃるように税制を変えることを考えたい。おっしゃるように民主党時代にできた損失繰越期間の税制を3年でなく10年に変えるなどという方が現実的でしょう。

そのためには資本主義経済体制、市場経済体制、ひいては株式市場関係、為替相場関係に疎い人や無関心だった人（例えば岸田首相のような人）が政権をとった場合、しっかりした者がブレインにつかなければならないと思います。

1960年代のことだが、日本の高度成長期に所得倍増計画を打ち出した池田勇人首相は「GDPを10年間で2倍」という具体的な目標を出して（実際には7年間で達成したが）、自分でも大蔵官僚時代から京都大学時代の盟友奥村綱雄（当時野村証券社長）と組んでGHQに通って投資信託を認めさせたなどという経歴を持ち、証券市場に大いに関心を持っていたが、同時に下村治という大蔵官僚出身の経済学博士をブレインにつけて反対派を理論的に論破して誰にも判りやすくケインズ理論を説明しました。

岸田首相は、尊敬する政治家は宏池会の最初の総理池田勇人だと就任時に言っていたので私は安心していましたが、岸田さんは最初の頃は株式市場に逆風の考えだった人が、今は何度も「転向」して中立の立場に戻った、元々そういうことには疎いし無関心だし、貯蓄が投資とイコールにならなければGDPの流れに還流しないことを知らないようだが、今のブレインの副官房長官は当然財務官僚時代にケインズを学んでいるはずだし、ヒックスの成長理論と景気循環理論を学んでいるはずだから、市場音痴の首相を説得する力はあるはずだと期待しています。但し、彼の能力がどの程度のものであるかは判りません。

利益が出れば即座に2割の徴収、損すれば僅か3年の取り返期間しか与えない。多額の投資で短期間に回収する機関投資家と違い、投資金額の少ない若年層には、使い勝手が悪いと言わざるを得ません。

株取引は失敗を重ねてこそリスクを学ぶことができます。損した人には取り返すチャンスを与えてあげて欲しい。そうすることにより、市場から退場する若者を少しでも引き留めることが出来るのではと思うのですが、山崎様のお考えをお聞かせ願えれば幸いです。

(山崎) : 確かに投資家は失敗から多くを学ぶと私は思っています。「成功は毒にさえなることがある」と私は言ったり書いたりしています。そして誰にもあるビギナーズラック（プーチンもそうだった）は最も毒になり、早くどこかで改めなければ致命傷になることも投資の初段階で学ばなければならぬと思います。そのためには制度上も税制上もそれだけの時間を与える必要があると思います。お説の通りだと思います。

筆者の返信に対するY様からの返信（6月14日）

山崎和邦様

添付有難く拝読いたしました。

アメリカの資本主義の原点やそれが今も学校教育に連綿と生かされていること、J. P.モルガンの父の言葉、成功は毒にもなるお話など知らないことばかりで高齢で固くなった私の頭にグイグイと入ってくる、とても印象的なお話でした。

学生時代に斯様な講義を受けておきたかったと思う反面、若い人には技術だけではなく山崎様が日頃から説かれている投資の心構えを身に着けて欲しいと願っております。私の薄っぺらな考えに実例を挙げて投資の奥深さを学ばせて頂きました。本当に有難うございました。今後も変わらぬご指導を心からお願い申し上げます。

■ 各・客観的指標の確認 (200MA 乖離・PER・PBR)

【レベラー-200MA 乖離】

*3月の反発局面でも頭を押さえられた200日移動平均線の明確な突破にはならず。

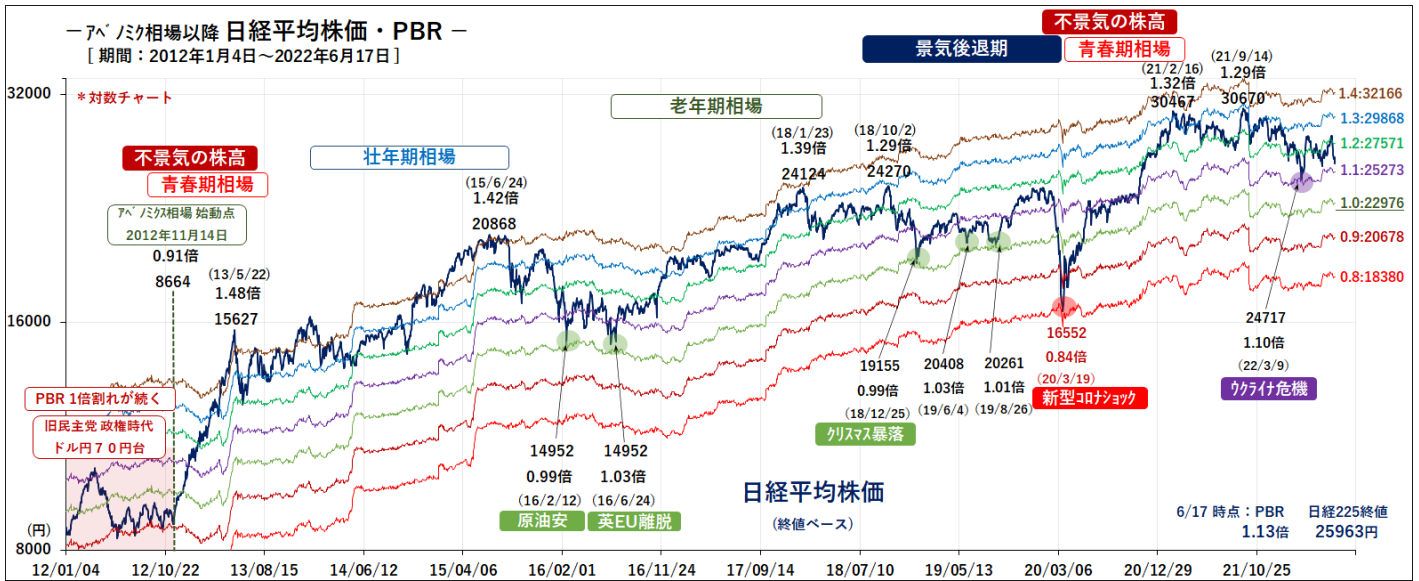


【レベラー-PER】



(日本取引所、日本経済新聞社データから作成)

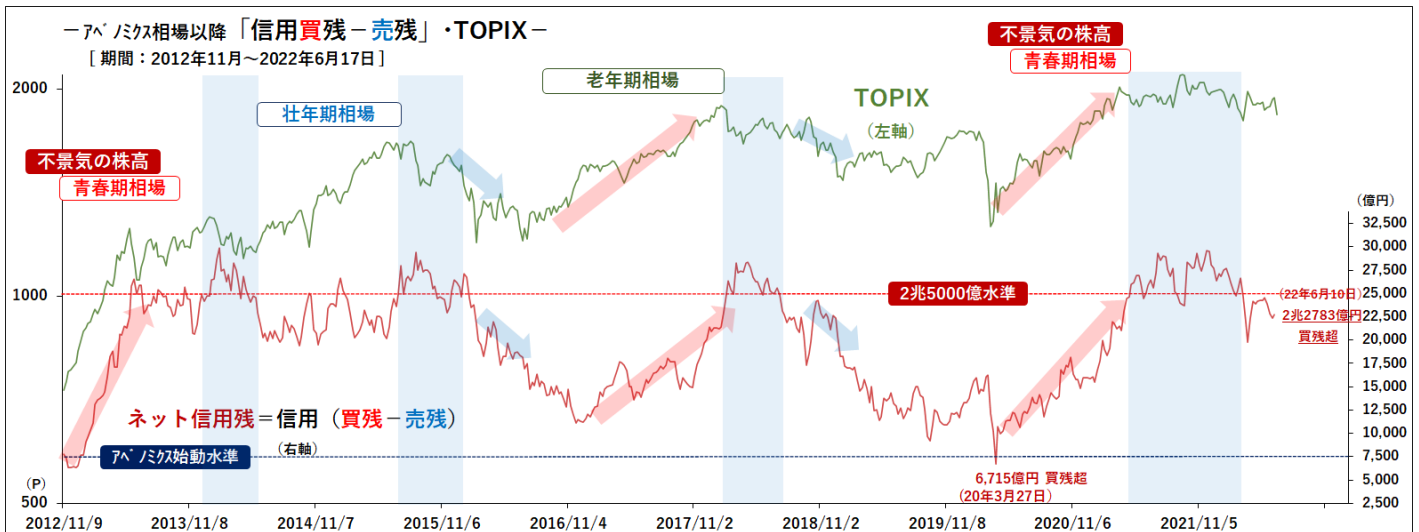
【レベール-PBR】



(日本取引所、日本経済新聞社データから作成)

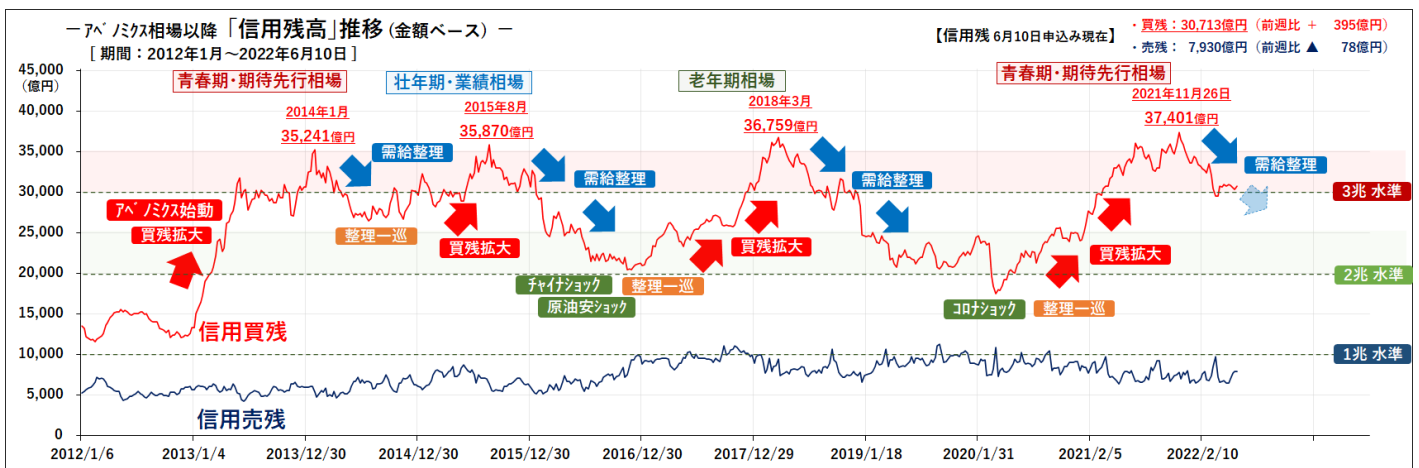
■ 各・客観的指標の確認（需給）

* ネットの信用残は 2 兆 5000 億円水準割れ。まだまだ先ではあるが需給整理は徐々に進捗している。



* まだまだ時間経過が必要だが、3 兆 7000 億円まで積み上がった信用買残の整理は着実に進捗している。
 信用買残は約 1 年ぶりに一時 3 兆円水準を下回った。

* 誰もが儲かる大相場は「買残拡大」傾向の局面。



* 信用「買残」の評価損益比率は▲11%水準。ショック安が起こると信用の投げ売りが出やすい状況。



(日本取引所、日本経済新聞社データから作成)

■ 「政治」と「株価」

*これまでの「株式市場重視の政権」から「株式市場軽視の政権」への見方は、良い方向へ修正されるか。

今はまだ「中立水準」に戻った程度、今後の具体案と実行を注視、特に参院選以降の動き（金融所得課税強化の動き）を注目し判断してゆきたい。



*「Invest in Kishida」発言後、主力株は上昇も、新興銘柄は下落。今のところは岸田内閣の「規制改革の後退」の見方の修正期待は低いとの市場反応。直近安値で二番底形成となるか。



(日本取引所、日本経済新聞社データから作成)

【 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 テクニカルリスト班 出身）

『 ご質問・ご意見等、お問合せ先 』

▶ M a i l : info@yamazakikazukuni.com

『 山崎和邦オフィシャルサイト YAMAZAKI KAZUKUNI Official site 』

▶ U R L : <https://yamazakikazukuni.com>

『週報』をご高覧頂き、誠に有り難うございます。ご質問やご要望等ございましたら、お問合せ下さい。