

# 山崎和邦 週報「投機の流儀」 — 罫線資料版 —

— 2022年6月5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

- (1) 週明けの市況
- (2) 5月の国内市況は、このように終わった。  
1：個人投資家動向 2：自社株買いの動きが急増 3：海外債券動向
- (3) 5月末～6月3日までの週末
- (4) コロナ禍への対応、緩和マネー、約26兆円を吸収する。
- (5) QT（量的引き締め）に構える市場
- (6) 東証プライム市場の売買低調、5週ぶりの低水準
- (7) 目先的には3月高値の28252円、次に200日線だが、あまり細部は見ないで大局を見る方がいいと思う。
- (8) 日経平均は強まり、アメリカが安い間に日柄整理が進んだ。
- (9) 米利上げと株式相場について考える。
- (10) 内閣支持率66%、発足後で最高

### ■ 第2部；中長期の見方

- (1) 日経平均、高値更新する可能性はあるのか？
- (2) 「悪い円安」論の誤り
- (3) 「相場追認型」円安論
- (4) 米FRB、引き締め倍速、この先はどうなる？
- (5) 日本の貿易の24%を占める中国（対米比率よりもずっと大きい）の成長率の下げが相次ぐ。
- (6) 中国共産党組織の日本への侵攻があれば、日本国を守れるか？
- (7) ウクライナに関するロシアと旧ソ連について
- (8) ロシア・ウクライナ戦について
- (9) 米のアジア関与は日本に重責がかかる。
- (10) 結党以来の「党是」たる改憲を出すか？
- (11) トルコの金融政策難航

【来週号】 — 「GDPの2.3倍もの国債を発行した日本財政の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」という意見、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。

## ■ 第1部；当面の市況

### (1) 週明けの市況

週明けは穏健ながら小安く始まろう。

先週末の米国市場では、NYダウは終値3万2899ドルで▲348ドル（▲1.0%）の下落となった。市場予想を上回った米雇用統計の結果を受け、金融引き締めへの警戒が再び台頭（雇用統計順調は金融引き締めへの警戒感となり、景気上昇中の現象とは逆になる）、ハイテク株中心のナスダック指数は▲2.5%とNYダウに比べて下落率は高くなっている。尚、CME日経先物は27565円、週末値より200円程度安い水準で取引を終えている。

NY相場の趨勢が下落基調の中でも、一方的に下がり続けることはなく、短期的な戻りを繰り返しながらも下落トレンドを形成する。先週の日経平均株価は週間で+979円（+3.6%）と、徐々に値幅を伴った戻りとなったが、まだ短期的な戻りの範囲を超えてはいない。

基調転換の最初の関門となる200日移動平均線（27940円、6/3現在）を目前に、今週末10日発表の5月米CPI、翌週14～15日のFOMCを控え、目先の分岐点を迎える局面となってくる。

\*2022年6月相場

#### ■6月アノマリー・傾向

- ・「月末」の勝率高い一株価上昇(1976年以降で勝率70%)
- ・「七夕天井」(7月初旬に天井)が7月近くから意識される

#### \*「6月月末高」の需給要因

国家公務員のボーナス支給  
：毎年6月30日・12月10日（法律で定められている）

#### \*「七夕天井」の需給要因

- ・民間企業のボーナス支給は、6月中旬～7月上旬。
- ・7月は国内ETFの決算シーズン  
分配金支払い基準日（株式配当でいう権利付き最終日）が7月前半にある。

—事前の警戒事項—

■ 6/10(水) 米国5月CPI⇒前回4月：8.3%

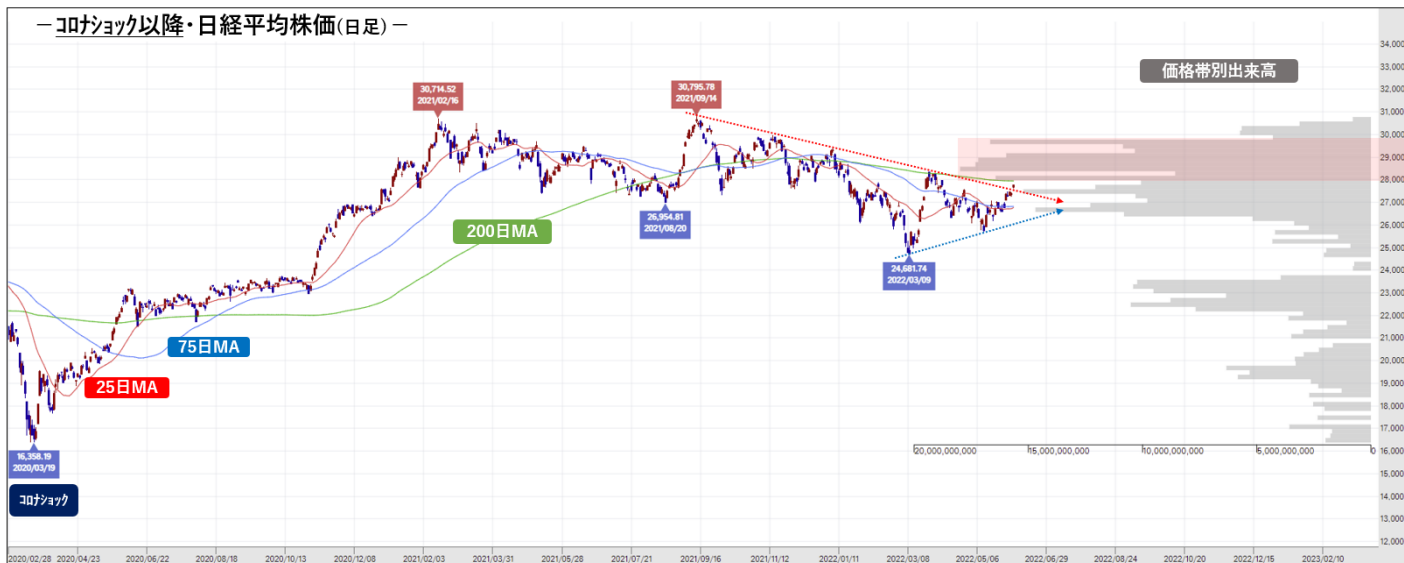
■ 6/15(水) FOMC  
⇒前回：0.5%利上げ・QTは6月から実施

2022.5							2022.7						
日	月	火	水	木	金	土	日	月	火	水	木	金	土
1	2	3	4	5	6	7	3	4	5	6	7	8	9
8	9	10	11	12	13	14	10	11	12	13	14	15	16
15	16	17	18	19	20	21	17	18	19	20	21	22	23
22	23	24	25	26	27	28	24	25	26	27	28	29	30
29	30	31					31						

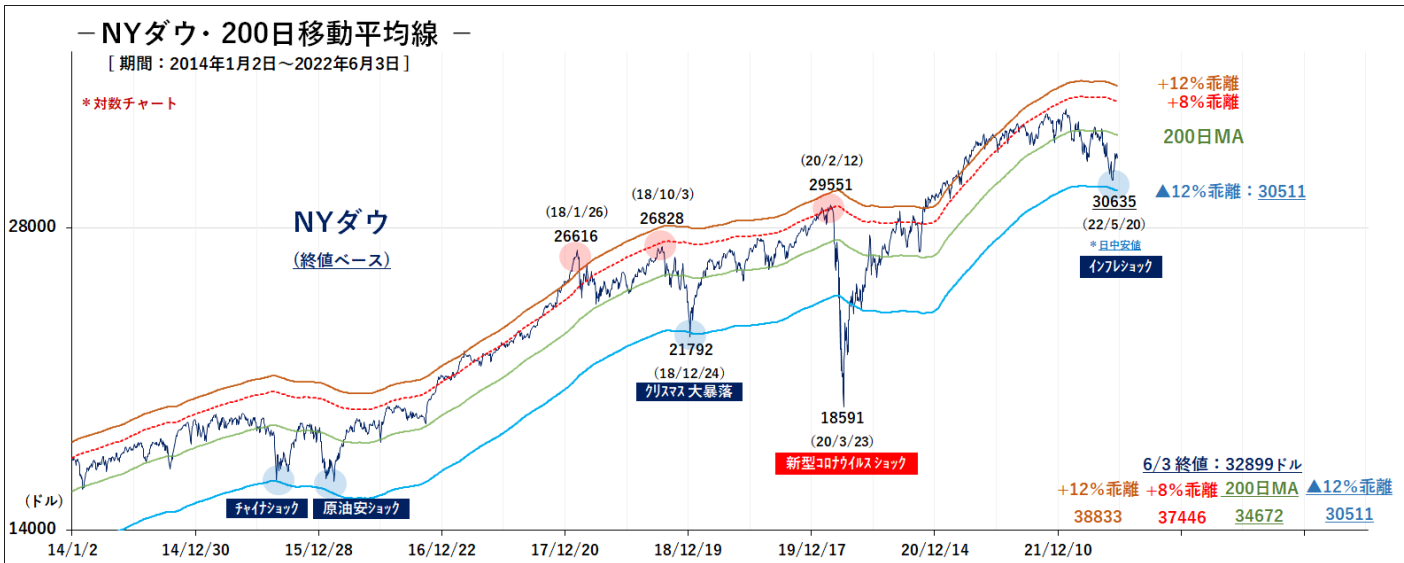
  

日 Sun	月 Mon	火 Tue	水 Wed	木 Thu	金 Fri	土 Sat
29 *新潟県知事選 投票票	30 +587 新月 *米国休場	31 ▲89	1 +178 米-ISM	2 ▲44	3 +347 米-雇用統計	4 週間 +979 +3.6%
5	6	7	8 *OECD経済見通し SQ 廣の水曜日	9	10 5月米CPI M-SQ	11
12 卯月の日	13	14 満月	15 *FOMC FOMC 経済見直し発表	16 日銀金融政策決定会合	17 *黒田日銀総裁会見	18
19	20	21	22 *参議院選・公示日 7.10投票日	23	24	25
26	27	28	29 新月	30	1	2

\* 価格帯別出来高での 28000 円超のシヨリ、200 日移動平均線 (27940 円、6/3 時点) と上値傾向線、などから、28000 円突破が関門水準となってくる。



\* 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%下方乖離水準から反発してきた。200 日移動平均線 (34672 ドル、6/3 時点) までは戻り幅を残すが、今週末の CPI、来週の FOMC の結果次第の展開か。



\* 日経平均は三角保合い形成の動きとなってきた。7月の参議院選前後に三角保合いが煮詰る。

日経平均は週末 9983 ファーストリテの大幅上昇で上値傾向線水準を突破してきたが、まだ TOPIX は突破せず。基調転換の信頼性には欠ける。



(日本経済新聞社データから作成)

\* TOPIX は上値傾向線水準に接近。

今のところ、TOPIX の下値では 1850 水準の下値支持が効いてきている。



(日本取引所データから作成)

(2) 5月の国内市況は、このように終わった。

### 1：個人投資家動向

5月月間は、国内投資家350億円の売り越し、海外投資家3051億円を売り越した。5月最終週は、国内投資家1497億円を売り越した。売り越しは2週間連続した（以上、東証発表）。国内投資家は月間で350億円売り越したが、最終週で1497億円売り越したのだから、上がれば売るというスタンスが定着したように見える。

一方、NY株は最終週で6%上昇、8週間連続安からの反発にしては投資家の警戒心は強そうだ。

### 2：自社株買いの動きが急増

4～5月で企業が発表した自社株買いの2022年度買い入れ額は4.2兆円であり、前年同期比2倍になった。自社株買いは株主総会の決議を要しない。社内の取締役会で決めれば、施行できる。それを日経新聞社が調査したところ、取締役会で決議した自社株買いの4～5月の取得額は4.2兆円で94%増えた。これは、2016年以来の16年ぶりの規模である。2016年と云えば、小泉改革相場（日経7600円台→18000円台）の大天井時代であった。

### 3：海外債券動向

海外債券は、国内勢は最終週で中長期債を1.1兆円売り越した（財務省発表）。国内勢による中長期債の売り越しは3週間ぶりで、売り越し額は5週ぶりの大きさになった。市場では、欧州中心に海外金利の上振れリスクが意識されたということになっているようだ（野村証券ストラテジスト）。ECB総裁もマイナス金利は7～9月期の終わりまでに脱却できるだろうと表明している。

## (3) 5月末～6月3日までの週末

5月30日は久しぶりに5.5兆円の売買代金があった。現場に近い人から聞いた話しでは、大引け近くで大型株の出来高が急増したのだそうだ。これは想像であるが、海外資金を含むリバランスではないかと思われる。その割に値動きは小さい。したがって「上げでも下げでも売買代金が膨らむと大相場である」という原則とは異なる。

春の終わりの5月の相場は必ずしもさわやかではなかったが、1ヶ月の月足で見れば431円幅の陽線、5月12日の安値（25688円）から終値までを見れば約2800円の上げ幅であった。月末にかけて米国市場でインフレ加速への警戒感が縮小し、米国の主要株価指数が反発し

たことから日本市場も堅調な動きとなった。また、中国が最大商業都市上海の都市封鎖を解除する見通しとなり、投資家心理がいくらか明るくなったことによるであろう。

6月に入って3日目の先週週末は、200日線以外の移動平均は全てクリアして終わった。「動画」で示した通りに逆三尊の形になっているし、NY株も値固めの段階に入ったと言えよう。

#### (4) コロナ禍への対応、緩和マネー、約26兆円を吸収する。

これは日本経済新聞6月1日版の記事である。世界の主要中央銀行がコロナ禍の対応で供給した資金は約130兆円だった。FRBはこれを6月1日から引き上げはじめた。英国・カナダなど世界の中央銀行も、今年1年で25～26兆円は引き上げる予定である。日銀・米FRB・欧州ECBと英イングランド銀行の主要四大中央銀行は、コロナ禍の前の2020年2月の約190兆円から今年4月までに約130兆円増やした。

世界の通貨供給量の合計は世界のGDPとほぼ等しかったが、コロナ禍に対応するためにGDPの1.4倍に膨らませた。これは世界銀行による統計であるから信用していいと思う。この超緩和マネーを年に約25～26兆円ずつ吸収して行く。これが所謂「QT(★註)」で、FRBは既にジャネット・イエレン総裁時代に一回目は卒業したそのやり方である。

(★註) QT=Quantitative Tightening=中央銀行が保有する国債などの資産を減らすこと、つまり資金量を引き締めること。国債などの買い付けを通じて市場に供給した資金を吸収し、金融環境を引き締める効果のことを言う。

#### (5) QT(量的引き締め)に構える市場

QTはほぼ織り込み済みだと市場関係者は言っているが、実際にそれが実現されるとその影響は無視できない。これが金融市場というものだと思う。

まず、その試練は資産の削減額が2倍になる9月に訪れる。9月からはQTは当初の300億ドル(約3.9兆円)から2倍に高まることになっている。つまり、「倍速利上げ(0.25%を0.5%にした)の間はQTを慎重に始め、利上げ幅を通常に戻した後でQTを倍速にするという戦略が見え見えである。FRBが大量に買い込んだのは米国債だけではなく、住宅ローン担保債券もある。これを段階的に減らす。

三重野康と違ってFRBが賢明なところは、これを市場で売るのではなく、毎月の削減額に上限を定めて、召喚を迎えた証券の再投資を絞るという形で自然減の手法をとる。財務省は5月に

出した四半期の国債発行計画で長期債の発行額を示し、今後の減額継続も示唆した。マネーは市場から徐々に吸い上げられる。これに対する波乱の芽は徐々に育ちつつある。

いかなる下落相場にも中間反騰は必ずある。これも上手くとれば、結構利幅はある。しかも中間反騰ほど派手である。「命短し。恋せよ乙女」だから。

この中間反騰に全力を注ぐという手はないが、大型相場、例えばアベノミクス相場（8665円→24400円）やコロナ相場（20年3月19日の日経平均16500円→11ヶ月間で86%上昇）のようなことは数年に一度しかないが、これに備えて余裕資金を持ちながら、中間反騰で自分を鍛えながら、次の青春相場で一挙に稼いでいく方針を採りたい。

## （6）東証プライム市場の売買低調、5週ぶりの低水準

市場の売買高上位10銘柄が全体に占める割合を示す比率を「先導株比率」と言って市場の活性度の一つの測り方になっているが、これが4月中旬は24%台だったものが、5月下旬には19%台に落ちた。この先導株比率が商いを伴って相場が大きく動くと上昇する傾向にあり、警戒している時には物色の柱が不在だという意味である。

「活況の目安とされる売買金額3兆円」も連日下回っている。4月中旬以降、5週ぶりの低水準となっている。騰落レシオの現象とは逆になっている。

米金融引き締めへの加速の不安が一旦薄らいでいるように見えるが、米国のインフレのピークアウトが確認できるまでは、経済指標に一喜一憂する日々が続くであろう。

## （7）目先的には3月高値の28252円、次に200日線だが、あまり細部は見ないで大局を見る方がいいと思う。

先週週初（月）は久しぶりに売買代金が4.3兆円であり、「活況の目安とされる3兆円」を久しぶりに超えた。但し、月末特有のリバランスかもしれない。新月の日に起こったこの現象は、長い間抜けなかった25日線を抜いて2.5%上に出た。次の目標は200日線（月末現在で27944円）であるが、目先的には3月高値の28252円というものがあるので、あまり細部は見ないで大局を見る方がいいと思う。戻りを試す日経平均は、米国のインフレとそれに対する金融引き締めという今年度最大のテーマに直面していることは事実である。

続伸して1ヶ月ぶりの高水準を付けたといっても、それは決して中長期上昇相場の前触れではない。しかし日経平均変動率（VI）は1ヶ月半ぶりに「20」割れとなったが、そうすると将来の相場変動に対する投資家の警戒感が薄れているということにもなる。もっとも新月の夜に生

じた1ヶ月ぶりの高値水準といっても25日線を2.2%超えただけだし、騰落レシオもともに「買われ過ぎ」のレベルではない。

### (8) 日経平均は強まり、アメリカが安い間に日柄整理が進んだ。

日経平均は「活況の目途とされる3兆円」を超えることは少なかったが、25日線を抜き、75日線も抜いて、100日線も抜いた。チャートだけから見ると、上に上がりたがっているチャートである。まず、完全な逆三尊を形成した。

- 1：2月24日 25775円、
- 2：3月9日 24811円、
- 3：5月12日 25688円

という具合に、1.2.3の逆三尊を形成し、一目均衡表で見ても「雲」の上に出た。米株が安い間に日本株が日柄整理を進めてきた感じである。だからといって、米株を売って兆円単位の金が日本株に入るかというところでもなさそうだが、米FRBが利上げ、日本銀行は金融緩和の据え置き、参院選という外部要因もある。チャートは内部要因も外部要因も全てを織り込むとされているが、少なくともチャートだけから見ると、上に上がりたがっているチャートではある。

### (9) 米利上げと株式相場について考える。

よく言われることであるが、米国の利上げ局面では利上げ開始の初期に株価が低迷し、その後、株価が上昇するケースが多くなっている。

少なくとも1994年以降の利上げ局面では、ほぼすべてのケースでそのような動きになっていることを過去のチャートで確認できる。

さて、ここで考えよう。本稿で何度も言うとおりの、相場は過去を記憶して動く。

これは、

- 1：過去の通りに動くという意味ではない。
- 2：皮相的な言い分の「歴史は繰り返す」という意味でもない。
- 3：過去はこうだったから、今回は反対に出るという意味もある。

この3番目が群集心理となって正常な判断力を喪失すると、確率半々の理論で構成されているルーレットの勝負も3番目に当てはめて、1913年のモンテカルロ事件(★註1)のような事が起きる。

また、3番目は「裏の裏は表だ」という絶対の真理にも通ずる。このテーマを物語にしたものがコナン・ドイル著「シャーロックホームズ、最後の事件」で、悪の天才モリアーティ教授との駆け引きとなる（★註2）。

（★註1）本稿で何度か述べた。ルーレットが22回連続して黒が出たという419万分の1の確率での偶然が生じて全紳士淑女の財布がカラになり、カジノは当国の年間GDPを超える利益を生んだ事件。チャーチル元英国首相の有名な文句がある。

（★註2）拙著でこれを、確率方程式を使って確かめたことがある。「裏の裏は表だ」は、確率論的にも絶対に正しい。ところでロンドン市ベーカー街の地下鉄駅の内壁はホームズの横顔の図案のレンガだが、出口傍に「喫茶店モリアーティ」というのがある。

## （10）内閣支持率66%、発足後で最高

内閣支持率は調査会社によってかなり違う。この項目の標題にある数値は、日本経済新聞社とテレビ東京の5月27日～29日の世論調査である。筆者の自宅にテープレコーダーによる電話で時々内閣支持率や支持政党に関するアンケートが来るが、10秒ぐらいで済むことだから全て答えることにしている。日経とテレビ東京の調査によれば、日米首脳会談を評価したものは61%だという。中国を念頭に抑止力の強化を確認したバイデンとの首脳会談については評価61%、評価しない21%であった。

記者会見の時に「アメリカはウクライナへの軍事的関与は見送ったが、台湾有事の場合には軍事的関与はあり得るか？」という質問に対して、バイデンは「イエス」で始めた。その場面を筆者はテレビで見ている。台湾有事の場合にアメリカの軍事的関与はあり得るかという質問に「Yes, それは我々の使命です」と言っていた。これは思わずホンネが出てしまったのであろうが、大変な失言である。中国に対して喧嘩を吹っ掛けたことになる。ホワイトハウスは慌てたであろう。

中国とアメリカの間に安全保障条約はない。そして台湾は中国の一部だと主張している。また、国連でも台湾を独立国家とは認めていない。中国側が中国の一部であると言っているのに対して軍事介入すると言うことは、中国に対して喧嘩を売ったことになる。直ちに、アメリカの中国に対する考え方は今までと変わってないとホワイトハウスは言い換えた。

自民党の議員は「バイデン大統領は大変良い失言をしてくれた」「失言の内容が良かった」と言っていた。

## ■ 第2部；中長期の見方

### (1) 日経平均、高値更新する可能性はあるのか？

昨年2月の高値30400円と9月の高値30670円をダブルトップとして、今年3月9日の安値24700円と9月調整後の安値24750円とをダブルボトムとして、純粹にチャートから考えれば、昨年30670円を上抜けば、年末までに32000円はあり得る。この半年間の薄商い膠着状態を見ていれば、今述べたような見方はなかなかできにくい。

しかし、日経平均株価はナスダックとほぼ平行である。ナスダックには米国流の活力がある。円安基調は8年サイクルで到来してきているから、それによれば来年6月頃までは円安基調が続く公算が大きい。円安は輸出立国の日本にとって有利であることに間違いないという意見を武者陵司氏のように一貫させれば、日経平均の上昇基調に追い風となる。このような言い分は少数意見である。



## (2) 「悪い円安」論の誤り

5月29日号の本稿第1部(6)で「今の円安は本当に悪い円安なのか？」ということの問題にした。

そして「果たして今の円安が輸出立国の日本にとってトクなのか？あるいは食料品の7割を輸入に頼り、エネルギーのほとんどを輸入に頼る日本にとっては不利なのか？」という問題を挙げ、それについての考えを少々述べた。

今回は結論から言うと、円安は日本にとってはデメリットよりもメリットの方がはるかに大きいと断言したい。

筆者のパートナーの石原氏が5月25日の「動画」で「円安は本当に悪いことなのでしょうか？円安が日本にとって不利だと主張する人は一部の人々であって、円安でトクする人は黙っているから本当のことはよく判らないが・・・」と述べて、日米のマネタリーベースの円ドル比較がプラザ合意以降は、概ね円ドル相場と平行であるという客観的なデータを示した。

かのジョージ・ソロスがこのグラフの考え方で、アベノミクス時代の70円台後半から125円までの円安で10億ドルを儲けたという。そこで、このマネタリーベースの日米比較グラフを「ソロス・チャート」ともいうらしい。

本稿では、筆者の意見をズバリ言いたい。筆者もマスメディアなどや一部の評論家の意見に惑わされる傾向はないことはないが、日本にとって円安はデメリットよりもメリットの方が断然大きいと言い切りたい。

マクロ計量モデルで旧経企庁（現在の内閣府内の経済社会総合研究所）や日銀の全てのモデルの中で、円安はGDPの増加に寄与している。円安が進むと貿易収支は確かに赤字になるが、国家の「商売の力」を測るのは貿易収支だけではない。経常収支全体を見なければいけない。経常収支全体では、黒字であるため円安がGDPの押し上げ要因になることは変わっていない。円安は輸出産業にとってはトクになることは間違いないが、輸出産業の一部分には半導体不足などに伴う供給制約を受けることによって、円安のトクな影響を受けにくくなっている面があることもまた事実である。これは1985年のプラザ合意という「先進大国の悪巧み」にみすみす引っかかったことになる。

当時、アメリカは自らを被追尾国とし、日本を追尾国たる仮想敵と想定して、日本を経済的地位から追い落とすために仕組んだ極端な円高誘導策であって、当時240円のもものが10年後には79円になってしまった。今の日銀総裁の黒田東彦氏はその時に大蔵省外金局で「ミスター円」こと榊原英資氏の下に居たが、実質的に史上最大の円売り介入に出て140円台までもっていった。そして「失われた13年」の中腹にあった日本の金融危機を脱した。今でも多少インフレだからといって気安く利上げをしないでいる黒田総裁は、中期的に見て賢明であると言える。筆者が言おうとしていることと同じ意見だと思う。日銀の金融政策を変更して円高に向かえば、

製造業の海外進出や雇用の減少で国内産業の空洞化につながる。雇用を拡大するためには緩和的な金融環境の維持は必要だ。

円安が日本に不利だという側の意見は、極めて一面的にしか見ていない者の意見であると筆者は言い切りたい。

輸入物価の上昇要因は円安だからではない。輸入物価を円ベースと契約通貨ベースで比較すれば、輸入物価上昇の為替要因は4分の1程度に過ぎない（第一生命経済研究所首席エコノミスト永濱利廣、景気循環学会機関誌「契機とサイクル」第73号2022年4月発刊）。

円安そのものよりも輸入品の値上がり、中でもエネルギー価格の値上がり、このような一時的な現象で金融政策の出口をいじるべきではない。その意味で黒田総裁は賢明だ。プラザ合意で240円から10年後には79円にまで行った円高の際に、史上最大の介入を行った実行者だっただけのことはある。その時に表に出たのはミスター円こと榊原英資氏であったが、後ほど榊原氏に訊いたところによれば「ああいう大々的な為替介入は乱数表を使った暗号表でやり取りする」と漏らしたことがある。為替介入は本質的にはそういうものである。

旧経企庁（今の内閣府内部）のマクロ計量モデル（政権や官庁の思惑が入らない客観的な数値である）によれば、円安は個人消費にとって1年目はマイナスだが、2年目からプラスになるということが明確になっている。国内経済の面を外需のみで判断するのは不十分だと言える。

日銀とは違ってFRBの使命には二つあって、一つは通貨の安定と同時に雇用の増加である。日本でも大切なのは（日銀の使命ではないが）雇用の増加だ。民主党政権下で超円高の時期にはドル換算でのGDPは増えるが、雇用は喪失した。円高で国内産業が空洞化するから、ドル換算でのGDPが増えても雇用が減ってしまえば本末転倒である。

アベノミクス創始以来、円安のメリットは輸出増加も大いにあったが、それよりも企業の設備投資の増加の方が大きかった。

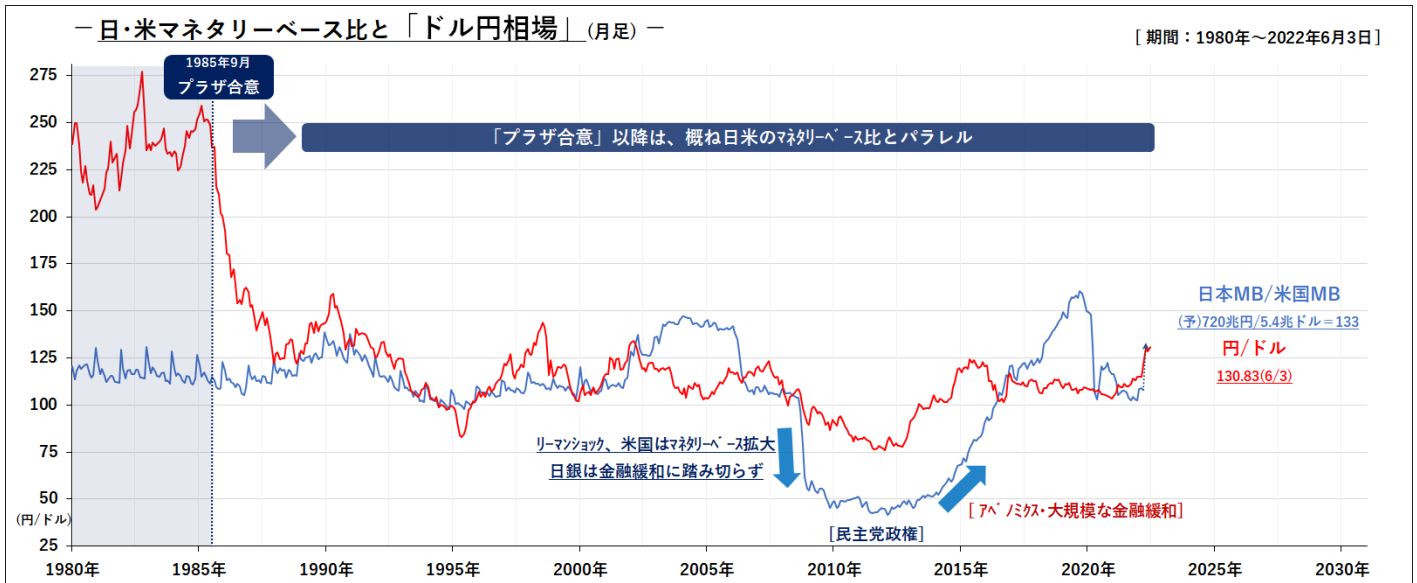
アベノミクスの三本の矢の三本目は「設備投資につながる成長戦略」であり、これは全く不十分ではあったが、結果的には円安によって企業の設備投資は増加した。アベノミクスの意図したものとは違う形で、円安によって雇用は増加した。もちろん設備投資と株価の連動性は高い。「株高→設備投資増加→雇用の増加」という経路を描いた。

したがって、円安はGDPのプラス要因になった。内閣府内部（旧経企庁）のマクロ計量モデルでは株価を通じた影響は含まれないが、円安はGDPのプラス要因になっている。アベノミクス以降の雇用増加は円安の影響が大きかったと言える。円安の影響を受けやすい製造業の雇用が増えたことから判る。輸入物価の上昇については金融政策ではなく、財政出動で対処すべきだ（例えば石油会社元売り会社への補助金の適用状況を拡大するなどの方法がある）。

この意味で、いつの時代でも、円安は日本にとっては有利なのだと言いつつ切り切っている武者陵司氏の説は正しい。

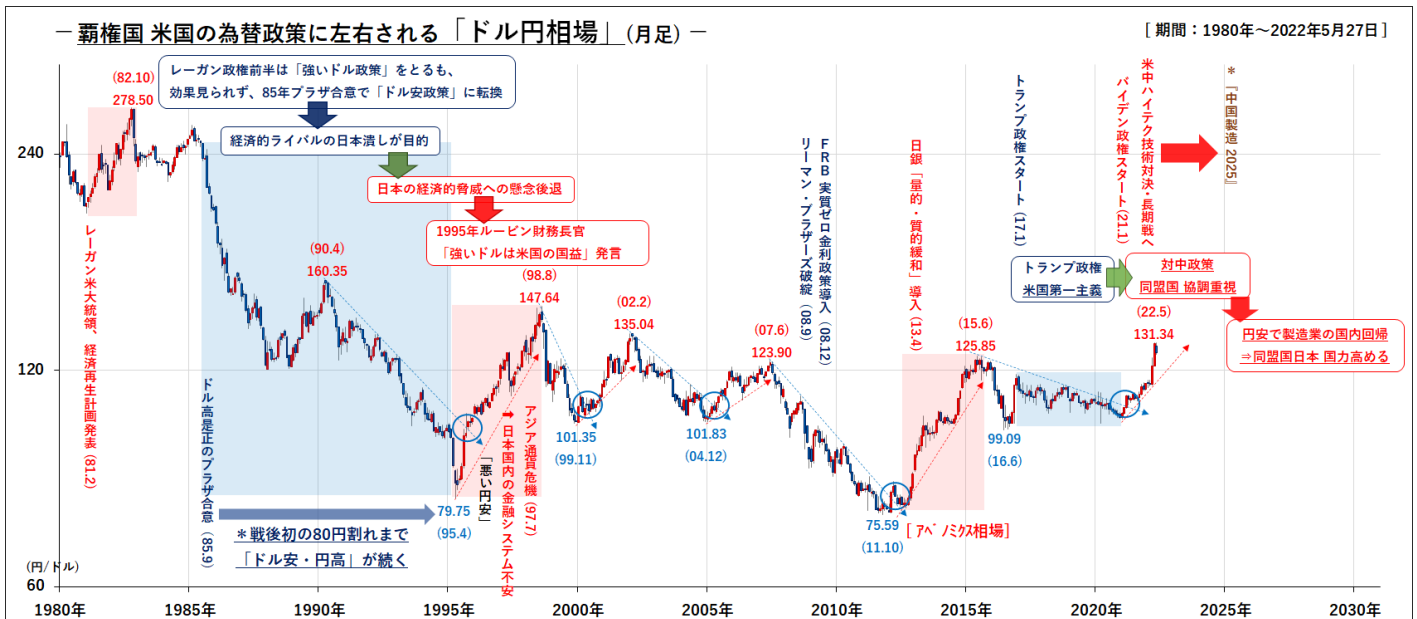
\* 日米マネタリーベース比と為替相場 (1980 年以降)

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)

\* 為替相場 (1980 年以降)



(各種データから作成)

### (3) 「相場追認型」円安論

今の円ドルは、購買力平価からすればニクソンショックの1971年時代に相当するという「50年来の実質円安論」が横行している。これが日本の衰退の象徴のように語られる。これは「相場追認型円安論」と筆者は言う。確かに日本の相対的地位は低下し、30年前は日本のGDPは世界のGDPの18%を占めていたが、今は6%に過ぎない。30年前は一人当たりのGDPが世界で2位か3位だったが、今は23位になってしまった。30年前、一人当たりGDPは韓国の2倍～3倍あったが、今は韓国よりも下になってしまった。だから日本の相対的地位が低下していることは事実である。

しかし、今の円安は米金利上昇に伴う一つの循環現象だと筆者は思う。筆者のパートナーの石原健一が示したマネタリーベースの円ドルの比率と円ドル相場とは、プラザ合意以降はほぼパラレルだ。「50年ぶりの円安論」は誇張が大きすぎる。相場追認型はだいたい全てが誇張される。

民主党時代に円ドル相場が70円台後半だった。その頃、同志社大学の浜矩子は「円は50円になる」と言っていた。また、筆者が信用していない副島隆彦氏は「50円どころか10円になることもあり得る」と自分の著書に書いている。相場追認型のバカバカしい議論の代表として、筆者はその本を今でも保管してある。

株でも、円ドル相場でも、相場追認型で語る者を筆者はまんざら信用していないわけでもなく、勉強のためにその話しは聞くが、話し半分に聞いておく。

### (4) 米FRB、引き締め倍速、この先はどうなる？

米FRBは5月に通常の数倍に当たる0.5%利上げを実施して、6月には量的引き締め(QT)を始める。市場ではインフレ景気や景気の先行き懸念が強く、米国株は調整局面にある。ここまでは全て織り込み済みである。

さて、米インフレが収まって軟着陸ができるのか、あるいはそれは難しいのか、若林栄四氏が言うように「米株、長き宴の終わり」が本当に訪れるのか。あるいは本稿5月29日第3部(3)で述べたように「米株は過去100年で4度目の『スーパーバブル』に入っており、最終的に50%下落する」ということがあり得るのか、これについて考えてみたい。

最初に、自分でポジションを持たないで第三者的な立場で言う人とポジションを持って言う人とを分けて、各氏の意見を客観的に要約する。以下は日経ヴェリタス紙5月29日号の各氏の意見を、私見を交えずに客観的に要約したものである。

## 1：慶大総合政策学部教授 白井さゆり氏の意見

米消費者物価指数（CPI）はピークアウトした可能性がある。今後下がってくれば、FRBは来年の利上げを見送るかもしれない。その場合は、市場にポジティブサプライズが起こって経済成長率を押し上げる。利上げもそうだが、保有資産を減らす量的引き締め（QT）のペースも速い。どこまでQTを進めるべきか。コロナ前の4兆ドル台まで減らすべきか、これらを慎重にしなければならない。

## 2：クレディスイス証券 副会長兼チーフエコノミスト 白川浩道氏の見方

米国株が調整しているのは、FRBの金融引き締めで米景気が減速するという見方を織り込んでいるからである。QTのペースは株価を急落させるほど速くはない。市場の次の焦点は、FRBは米景気を減速させてまでも引き締めを続けるかである。

その見方は分かれている。経済成長が続き、来年も利上げを続けるという見方と、今年の夏以降の景気は減速感が強まり、来年は市場が織り込むほど利上げができないという見方と、景気は減速するが同時に利上げは続けるという三つの見方がある。

これでは何を言っているのか判らないが、要するに米景気の伸びしろは非常に少ないと見ている。だからと言って、途中で正常化の手を緩めればインフレ圧力が再び引き締まる。FRBが引き締めの手を緩めれば株価は戻るであろうが、いずれ正常化には踏み切らねばならない。正常化を先送りすればするほど今後のリスクが高まり、市場が苦しみを味わう可能性がある。

これは実際にポジションを持っている白川氏の言い分である。

## 3：オックスフォード・エコノミクス チーフ米国エコノミスト ボス・ジャンシックの意見

個人消費が支えて成長は続くという意見である。株価の下落が株式資産を目減りさせたが、一方で住宅価格は依然高く、家計の純資産はコロナ禍前の水準をかなり上回っている。個人所得の増加も経済を下支えしている。したがって、個人消費が支え、米国の個人消費はGDPの70%を占めるから成長は続くとする。政策金利の引き上げのペースを緩めることができれば、FRBが景気の軟着陸を達成できる可能性も出てくる。

## 4：インベスコ・アセットマネジメント ストラテジスト 木下智夫氏の見方

株価は調整する。FRBがタカ派姿勢を強めると市場が警戒しているからである。但し、利上げにより景気後退に陥るとは考えにくい。株式などのリスク資産の比率を急速に落とすのは賢明でない。当面は変動率の高い株式相場が続くだろう。

今後、FRBは米経済のソフトランディングに導くことができると考えている。FRBが適切な舵取りをすることで、インフレがある程度コントロールできると考えている。景気が減速しても、本格的なリセッションにはならないという見立てである。こうした環境の中で、景気敏感な

銘柄群に投資を大きくシフトさせるのは得策ではない。米国の大手IT企業は魅力的な投資対象と言える。

## 5：ピクテ投信顧問 運用商品本部 松元浩氏の言い分

タカ派が続けば、軟着陸は難しい。FRBは想定以上にインフレを警戒していることが読み取れる。 コロナ禍の間の貯蓄に支えられて、景気の大きな落ち込みは考えにくい。但し、減速の可能性は否定できない。米消費者物価指数CPIの内訳を見ると、2021年3月から供給制約による影響が顕著だった。これは一時的な原因である。FRBも対処できないものである。

NYダウは年末にかけて2～5%の下落余地はありと見る。景気減速による業績の悪化が主因となる。アナリストによる一株当たり利益はやや楽観的であり過ぎるように思える。これからは下方修正が続くだろう。既に小売業界などに影響が出始めている。景気減速が続く間は、収益の安定する公共事業やヘルスケアの関連セクターに注目する。

以上、5人の意見を、私見を交えずに客観的に要約した。すると、ポジションを持っている立場の人はやや警戒気分である。我々がここで意識しておくことは、景気後退が米国で起こったとしても、今までの例で言えば、いかなる場合も米経済の景気後退期は極めて短いという事実だ。日本の景気後退期よりもかなり短い。

これは時系列のグラフを筆者のパートナーの石原健一氏が「動画」で示し、詳しく説明したことがある。

### (5) 日本の貿易の24%を占める中国（対米比率よりもずっと大きい）の成長率の下げが相次ぐ。

IMFは4月の世界経済見通しで、中国の22年度の成長率を0.4ポイント下方修正して4.4%とした。民間機関の見方はIMFよりも厳しく、世界経済の下振れリスクにIMFよりもずっと厳しく大きくなると警鐘を鳴らしている。最も低い成長率予想は米ブルームバーグ・エコノミクスで2%のシナリオである。

ゴールドマン・サックスも4.5%を4%に下方修正した。ひと昔前は「最低でも8%成長」と言っていたものだ。2010年に日本のGDPを追い越して、中国が世界で二番目になった。しかし、人口は日本の10倍以上あるから、一人当たりGDPで言えば日本の比ではないほど小さい。未だ貧しい。日本もバブル時代は世界で2位だったこともあるが、今は22～23位だ。

しかし、中国の強みは日本より都市化が遅れていることだ。都市化はGDPを成長させる。

## (6) 中国共産党組織の日本への侵攻があれば、日本国を守れるか？

国家とは、一定の領土とそこに住む国民があつての国家である。領土と国民が守られなければ国家を守れたとは言えない。日本政府は中国共産党による日本攻略リスクを明言することを避けているが、この問題について明言するのは本稿しかないであろう。

中国共産党はヒトラー時代のナチスと同じで、一つの政党である。その政党の綱領の方が国の憲法よりも上に位置するというのだから、中華人民共和国はヒトラー時代のナチスと同様で、一つの政党である。その政党の綱領の方が憲法よりも上に位置するのだから中国は国家ではなく、共産党が支配する組織である。その意味では、ナチスドイツと同じである。この中国共産党政権（国連が国家として認めている中華人民共和国ではない別の組織）は早ければあと15年、遅くともあと20年以内には米国に匹敵する軍事力を持ち、米国を追い越す力を持っている。

中国はナチスドイツの頃と同じで、本来は陸軍大国である。「三国志」「水滸伝」「孫子」「六韜三略」「呉子」、全てが陸戦の本である。ドイツを見習えば、ヒトラーは「無制限潜水艦作戦」に出て、大量のUボートを投入して、世界を震撼させた。中国もこれに倣い、潜水艦発射弾道ミサイルを大量増産した。その配備先は、現在の南シナ海から必ず日本海に移る。中国は日本海を自国の「核の庭先」にするためには日本列島を制圧して、これを防御壁にする必要がある。これが、良い悪いとは別の「軍事的合理性」というものである。これを推し進めるものは「中華人民共和国という国家」ではなく、ヒトラーのナチス党と同様に「中国共産党という一つの組織」だ。それが推し進める計画である。マトモな国家として考えていたら、筆者のような言い分は断定的には言えないはずだ。日本政府は中国共産党による日本攻略の恐れを明言することはできない。「中国共産党という組織」と「中華人民共和国という国家」（★註）とを区別できないからだ。

（★註）1949年、毛沢東が人民広場で中華人民共和国の建国を宣し、国連も世界もこれを正式に認めた。それは「中華人民共和国」であつて「共産党組織」ではない。

中国共産党が日本に侵攻する場合は弾道ミサイルの大量発射であり、その標的は首相官邸と霞ヶ関である。日本国内は、米国などに比べて非常事態時の首相の権限・継承順位が不十分だから、首相官邸と霞ヶ関が奇襲されれば政府不在に陥る。そこへかねてから配置しておいた中国の工作員が報道機関を占拠する。そうすると、日本国という国家はなくなる。

人口当たりでシェルターが最も少ない国は、先進国も途上国も含めて断然日本である。シェルターは日本では東京市谷の防衛省と米軍基地にしかない。ロシア軍は、空挺部隊が落下傘で飛び降りて、ゼレンスキー大統領を殺害しようとして多くの国民を人質にして、戦争を有利に進めようとした。これが全て失敗した。ウクライナには無数の地下シェルターがあつたからだ。ソ連時代に作られたものだ。それが今のウクライナに役立っている。シェルターがなければ、ロシア軍はウクライナ国民を人質に捕らえてウクライナに抗戦を続けさせなかった。

考えてみれば、ロシアの軍隊は歴史上戦争に勝った経験がない。ナポレオンに勝ったとは言っても、ナポレオンは寒波で引き揚げたのだ。だからナポレオン軍を退却させたのは「冬将軍」という将軍だったと言われている。平安時代にはロシアは蒙古に侵略された。鎌倉時代にはウクライナに侵略された。ロシアの軍隊は戦争に勝った経験が一度もない。

ところが、ソ連時代に数多くのシェルターをNATOに近いウクライナに設置した。今それが逆にウクライナの役に立ち、ロシアは多くの国民を人質にとってウクライナの抗戦を諦めさせることに全て失敗している。

- 1 : 日本にはそのシェルターがない。
- 2 : また、首相の権限・継承順位が米英に比べて極めて低いから、首相官邸と霞ヶ関がミサイル攻撃を受ければ政府不在に陥り、工作人員によって報道機関が占拠されれば日本国家がなくなる。

これが地政学上から見た軍事的合理性というものである。良し悪し問題ではない。合理性の問題である。

以上述べたことは、日本政府にとっては禁句である。また、見識のある者は言うべきことではないであろう。今から48年前、小野田寛郎元少尉がフィリピンのルバング島から諜報任務を解かれて日本へ帰国した。この時、ジャングルで約30年間戦い続けた元日本兵の諜報部員小野田寛郎少尉の出現に平和ボケしていた日本人は仰天した。日本は唯一の核兵器の被爆国である。被爆国であるからこそ、そのことを銘記すれば今述べたようなことは当然に行きつく思考経路である。

これが軍事的合理性であり、地政学的合理性である。世界唯一の核被爆国に対して、加害者の国の元大統領オバマが被災地を訪れて祈りを捧げた。祈りでは日本を守れない。中国共産党という恐るべき組織がある。国連が認定している中華人民共和国ではない。本稿で何度も言うが、中国共産党の共産党綱領の方が憲法よりも上に存在している。憲法が共産党綱領に違反しているか否かを、共産党綱領が審査する権限を持っている。普通の立憲国家で言うところの違憲立法審査権を共産党が持っている。だから、共産党の方が国家よりも上である。したがって、中国人民共和国はナチス政党の下にドイツ国家があったのとちょうど同じである。

このことは事実であるから、日本政府は公言しても良いはずであるが、貿易の上では中国が第一の顧客であるからいたずらに中国を刺激したくはない。しかし、貿易は双方の利害があって成立するものであるから、地政学上の意見が異なったからと言ってなくなるものではないであろう。

鄧小平という知恵者が40数年前に「政冷経熱」を言い出した。そして、この知恵者は尖閣諸島の問題を先送りした。当時の中国は弱小国家だったから、尖閣諸島のことを主張するのは不利だと思ったのであろう。彼はそれを先送りにして、中国が強大な国家になった時に主張しようという「悪知恵」を働かせたのだ。習近平にはそういう知恵はない。

## (7) ウクライナに関するロシアと旧ソ連について

旧ソ連は帝政ロシア時代から、その軍隊が大戦に勝った経験はない。ロシア軍は勝った経験のない軍隊である。このことは、評論家も地政学者も言わないけれども事実である。平安時代には蒙古に攻められて苦勞した。鎌倉時代にはウクライナに攻められて苦勞した。

上杉謙信は、雪が降れば物流・兵站（今の言葉で言うサプライチェーン）の点で不便になるからいつも引き揚げた。それを武田信玄側は「勝った」とは言わなかった。雪が降れば引き揚げるのが上杉謙信だからだ。ナポレオンやヒトラーのロシアからの撤退もそれだった。

また、第二次世界大戦では連合国側に就いた旧ソ連は勝利したことになっているが、第二次世界大戦で最も多く死者を出したのはソ連であった（ソ連一国だけで戦闘員と民間人合わせて2700万人死亡）。当時ソ連軍は退却を許さず、隊列を離脱する兵士を射殺した。後ろから飛来する味方の退却阻止係に撃たれたのだ。人口2億人弱の中で2700万人が死んだのだから、人的損失の点では事実上の敗戦である。したがって、プーチンは人口拡大に執着しているはずだ。

現在のロシアの人口は約1億4000万人だが、冷戦期を通じて超大国として存在していた時代の旧ソ連は人口大国でもあった。

## (8) ロシア・ウクライナ戦について

陰謀論はとかく何事にも出やすいものであり、その一部分には事実もあるし、また詳しく聞いていると信用したくなる面もある。

ところで、今度のウクライナ侵攻は完全に米国の陰謀論だという話しがある。この戦争に対するロシア国内の支持を磐石にしている大人気の陰謀は次の三つであるという（サム・ポトリッキオ、ジョージタウン大学教授、出所は週刊Newsweek誌、日本語版5月31日号）。

- 1：アメリカはロシアの分割を目論み、シベリアと極東の資源を盗ろうとしている。ロシアは貴重な資源を守るためにウクライナを死守しようとしている。
- 2：NATOはウクライナを軍事拠点として利用したがっている。そのことが、ロシアとウクライナの分断の中心的理由である。
- 3：ロシア国内の反体制派はCIAの工作員であり、西側と競合してロシア国家を内部から崩壊させる長期目標の実現を図っている。

以上は彼の言い分を、私見を交えずに要約した。

次からは私見であるが、ロシアでジャーナリストが次々と事故死・自殺をしているのはプーチンによる暗殺だと思う。また、富豪とその家族の自殺・病死・事故死が相次いでいるのも、経済的に衰弱したロシアが富豪の財産を国有化するためではないかと思う。プーチンはそのぐらいのことは平気でやる人物である。

## (9) 米のアジア関与は日本に重責がかかる。

地政学上(★註)で日本は絶妙の地位にある。地理的条件から見れば、これ以上の「絶妙さ」は他にないというところに屏風のように置かれているのが日本列島である。

(★註) 地政学とは、ここでは一国の政治状況と地理的条件との関係を研究する分野だとしておこう。

バイデンが来日した時に日・米・豪・印の「Quad」(クワッド)の首脳会議で、念頭に置かれたのは中国への対抗である。アジアで中国包囲網を強化するための取り組みが具体的に打ち出された。そこへ出席していた岸田首相は重い責任を負った。バイデンは米国が主導する新しい経済圏構想を「インド太平洋経済枠組み」(IPEF、アイペフ)の始動を宣言した。2017年にトランプがTPP(環太平洋パートナーシップ協定)を脱退して以降、空白となっていたアジアにおける米国の介護の土台をつくり始めたその最初の試みである。これの創設は日・米・欧・豪・印・韓に加えて、インドネシア・マレーシア・ニュージーランド・フィリピン・ブルネイ・シンガポール・タイ・ベトナムなど計13ヶ国を含めており、世界のGDPの40%を占める。日本のGDPが世界のGDPに占める比率は、バブル時代は18%だったが、今は6%しかない。しかし、その地政学上の地位は13ヶ国の中で最も重要な位置を占めるだろう。

この問題に日本がより主体的に取り組む必要が生じたのは安全保障に関することだ。そこへ防衛費に相当な増額を確保する決意を表明したと、首相はバイデン大統領との共同記者会見で意欲を示した。

習近平はこれが頭にある。これで日本は明確に習近平を敵に回したことになる。国際政治は敵に回しても貿易の輸出入(★註)だけは盛んにやろうということで、鄧小平の言葉で言えば「政冷経熱」であるが、今の中国共産党には鄧小平時代のような現実的な知恵はない。

(★註) 日本の輸出の24%は中国である。対米より、ずうっと大きい。

## (10) 結党以来の「党是」たる改憲を出すか？

参院選終了後、岸田総理はフリーハンドでやりたい放題をやり出すことができる。その中には証券市場にとってプラスになるものより、マイナスになるものの方が多いかもしれない。あるいは自民党の1955年の結党以来の宿願であり、党是でもあった憲法改変を「俺の代にこそ成し遂げたい」と思って首相になった者が何十人もいたのだから、憲政史上の最長期間を務めた安倍首相さえも着手できなかったことを岸田首相は宏池会出身の5代目としてやり遂げたいと思うだろう。これで、ひと騒動が起こる。

現に、今起こりつつあるのは国防予算をGDPの2%にするという話だ。2%と言えどGDPそのものが550兆円で巨額だから、わずか2%でも金額は11兆円にもなり、これは米国・中国に続いて世界第3位の軍事大国になってしまう。軍事産業株が値上がりしているようだが、軍事費は自衛隊員の人件費も勿論含む。軍事産業の機械ばかりを潤すわけではない。岸田政権は改憲4項目の早期実現を考えている。ウクライナ危機に便乗して「敵基地攻撃能力（反撃能力）」の保有の検討を進めている。「敵基地攻撃能力」は「専守防衛」に新たな解釈の理屈を付けなければならない。

## (11) トルコの金融政策難航

トルコでは、ご承知のようにインフレ率が前年比40%から60%を超える状態であり、しかも引き締めには反対のエルドアン大統領の下で、トルコ中央銀行は難しい政策運営が迫られている。トルコや南アフリカなどの経済大国で外貨準備が充分ではない地域は、国際的な金融市場で問題が起こると真っ先に標的にされる。これはいつもの通りである。

仮にはあるが、トルコの経済不安が今よりもさらに高まった場合、それが1年以降に世界に波及して悪いシナリオにつながっていくことが懸念される。世界でモノや資金の動きが悪くなった時に、新興国経済への余波が大きくなることは止むを得ないと思う。

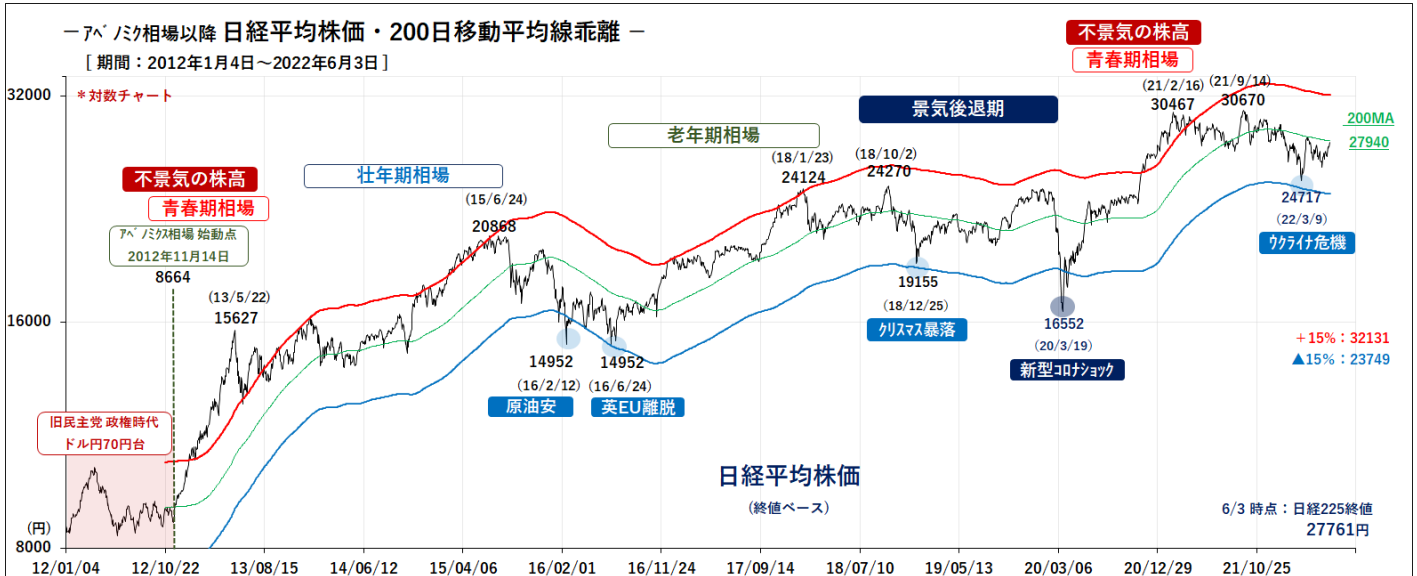
但し、半年か1年ぐらいのタイムラグがある。パリバがアメリカ発の住宅バブルが破綻した所謂「パリバショック」は2007年8月に起きたことである。そしてリーマンショックは2008年9月に起きた。1年余のタイムラグがあった。タイムラグがあるだろうから、外貨準備が充分でない経済大国のトルコや南アフリカなどに金融市場の問題が起こった時には、それがどの程度波及するかということを十分に用意する時間的余裕はある。

トルコリラ建てでモノを買えば、AAA格付けのものが「投資不適格銘柄」並みに安く買える。これは、そのリスクを織り込んでいるからであることは当然である。

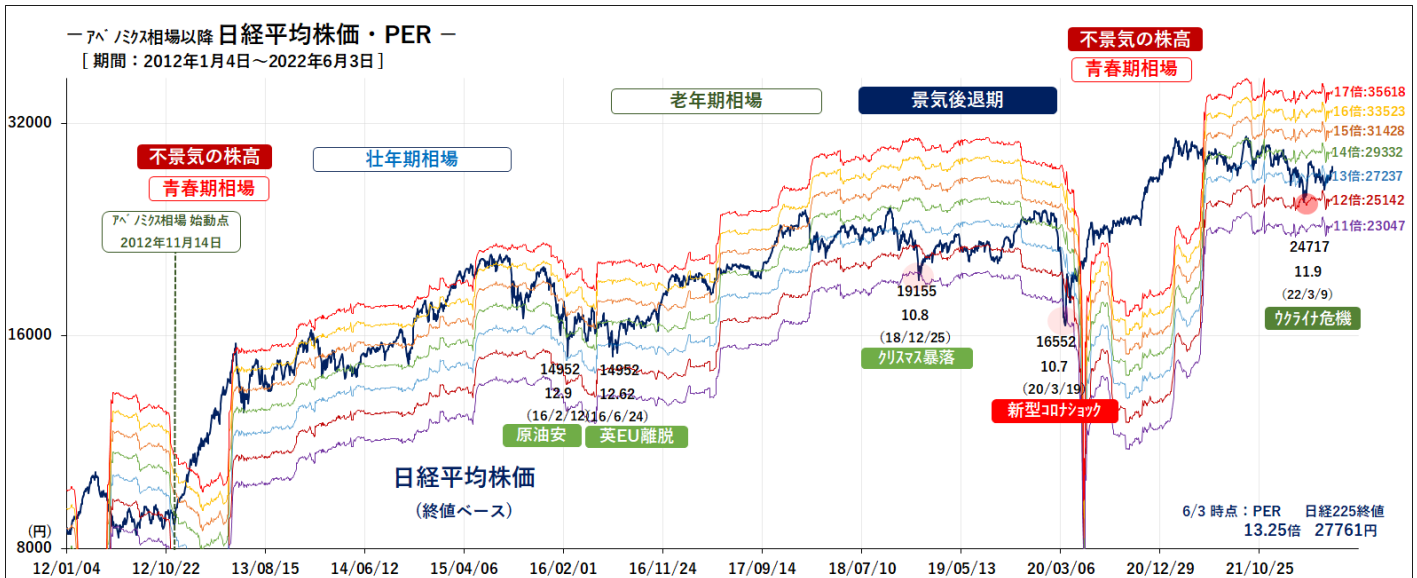
## ■ 各・客観的指標の確認 (200MA 乖離・PER・PBR)

### 【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日移動平均線を突破できるかどうか、トレンド転換の第一関門

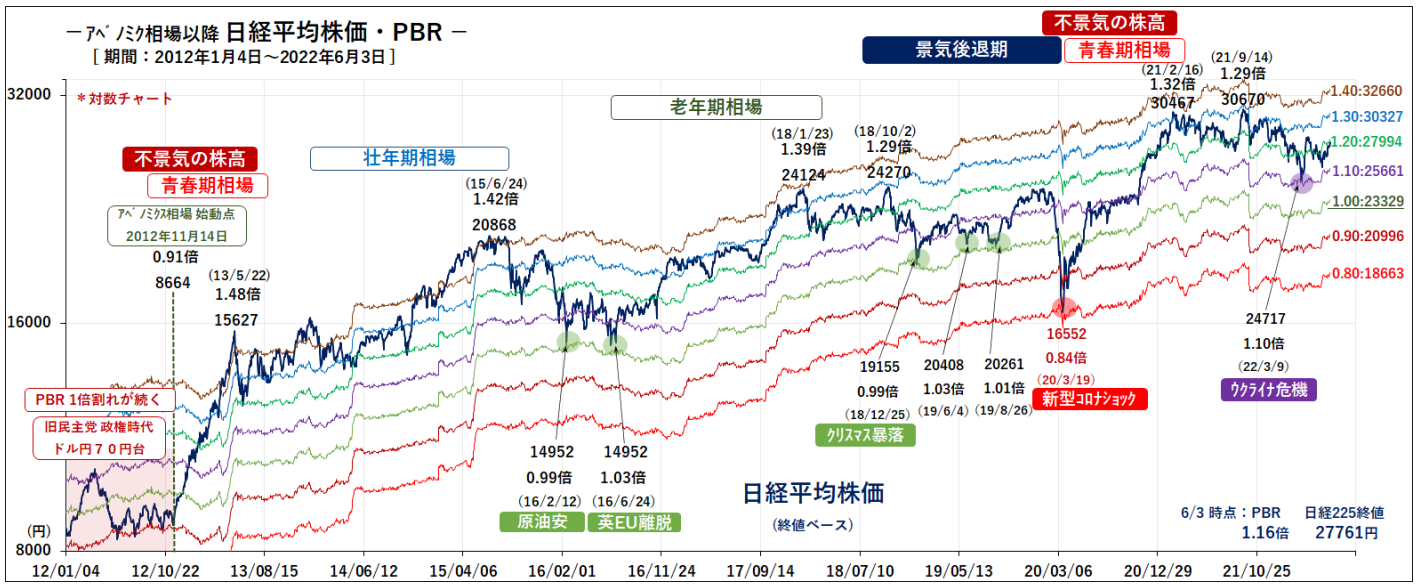


### 【レベラー-PER】



(日本取引所、日本経済新聞社データから作成)

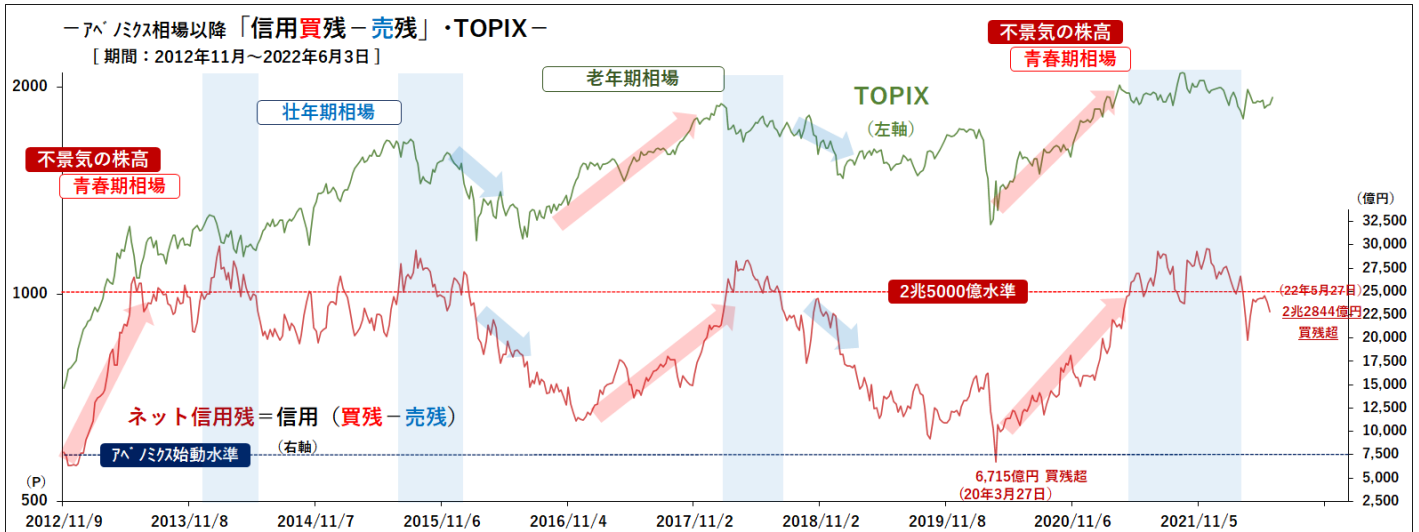
【レベル-PBR】



(日本取引所、日本経済新聞社データから作成)

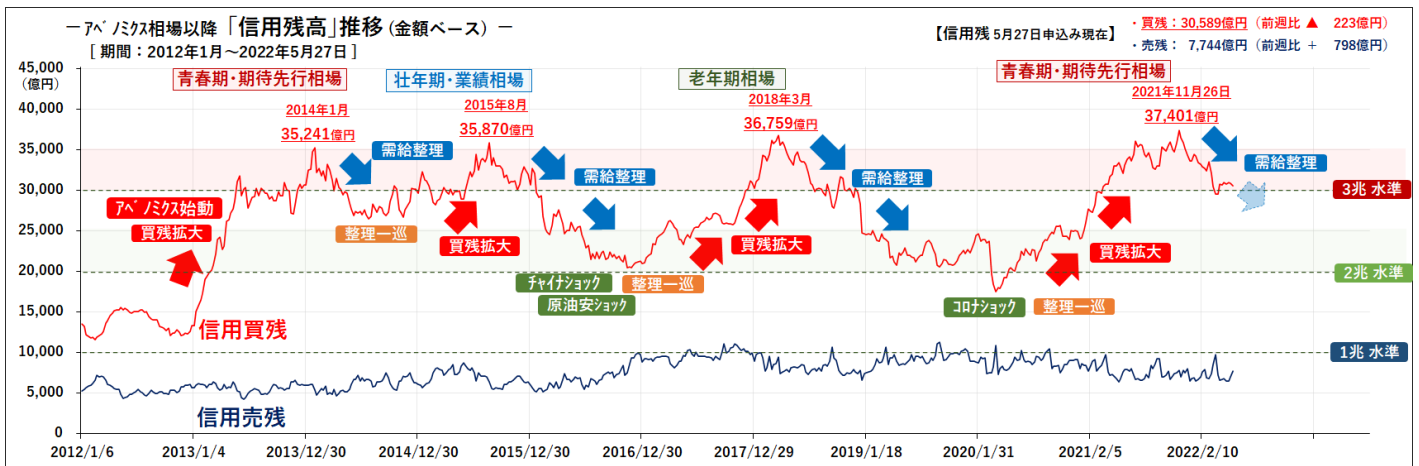
## ■ 各・客観的指標の確認（需給）

\* 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▲12%水準。ショック安が起これ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)



【 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 テクニカルアナリスト班 出身）

---

『 ご質問・ご意見等、お問合せ先 』

▶ M a i l : [info@yamazakikazukuni.com](mailto: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。