

ストラテジーブレティン (361号)

植田ショックから大相場が始まる可能性を考える

2024年初以来の米国と日本の株式市場において高まっていた楽観論には、違和感を感じる人々が多かった。8月初めの円急騰・日本株暴落と米国株式の一定の下落は、この違和感の正当性を検証するものとなった。違和感とは、①日本株高は日銀の誤った過剰金融緩和によってもたらされたバブルであること、②日銀が過剰金融緩和政策を止めることでバブルが萎むことの2点である。しかし株価のV回復(日経平均は25%、10700円の暴落の後5日間でほぼ半値戻しを達成—終値ベース)により、違和感が正しくはなかったことが明らかになりつつある。とすれば株価暴落により日本株式は一段と魅力的になっている。好調な企業業績、急激に魅力度を強めた株式バリュエーションは、日本株持たざるリスク(FOMO)を感じている全投資主体には良い買い場を提供しているのではないだろうか。むしろこの暴落が今秋から来年への株価上昇の跳躍台となる可能性があること、を考えたい。

株式会社 武者リサーチ

代表

武者 陵司

E-mail: musha@musha.co.jpwww.musha.co.jp

〒108-0075

東京都港区港南 2-16-7

(1)なぜ大暴落が、大相場の始まりと考えられるのか

① 拙速な利上げは封印、安倍=黒田リスクテイク支持路線の堅持が表明された

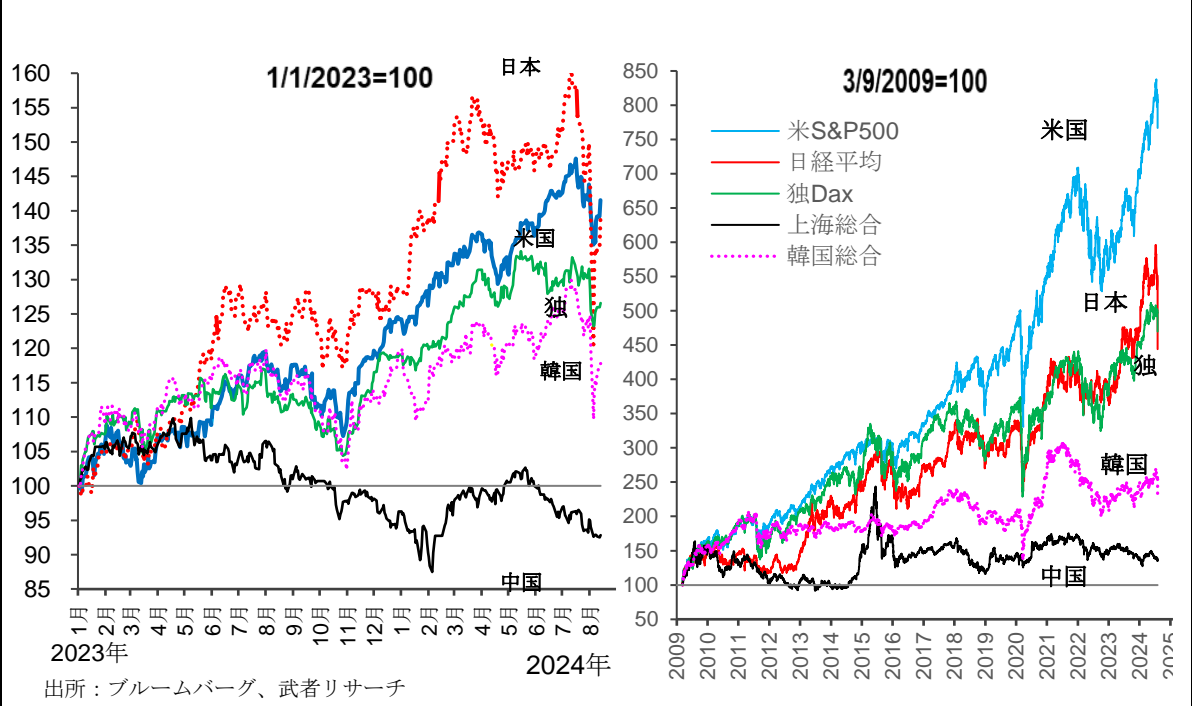
7月31日の日銀の拙速な利上げと、植田総裁によるタカ派スタンスの記者会見は人々を驚かせ、直後の株価暴落を引き起こした。日銀は市場(=株価)重視の政策運営をすることの緊要性を思い知らされたと思われる。これにより今後急な金融引き締めが封印されることは間違いない。8月7日に内田日銀副総裁は「市場が不安定な状況で利上げすることはない。時期は選べる(behind the curveに陥っていない)。わざわざ危ない時に利上げしない。中立金利(引き締めでも緩和でもない中立水準の金利)は手探りで探すしかなく時間をかけて求め続ける余裕がある」と述べて、植田総裁の前のめりの利上げ発言を修正した。日銀内で最も影響力を持つと見られている内田氏のコメントにより、日銀が安倍・黒田リスクテイク支持路線を継続していくことがほぼ確かとなった。米国では「グリーンスパン・プット」「バーナンキ・プット」など市場が急落する場面で、中央銀行が金融を緩和して市場を支えた事例が頻発したが、日本もそうした時代に入りつつあるのかもしれない。

② 政策運営に対する審判官として株式市場が機能し始めた

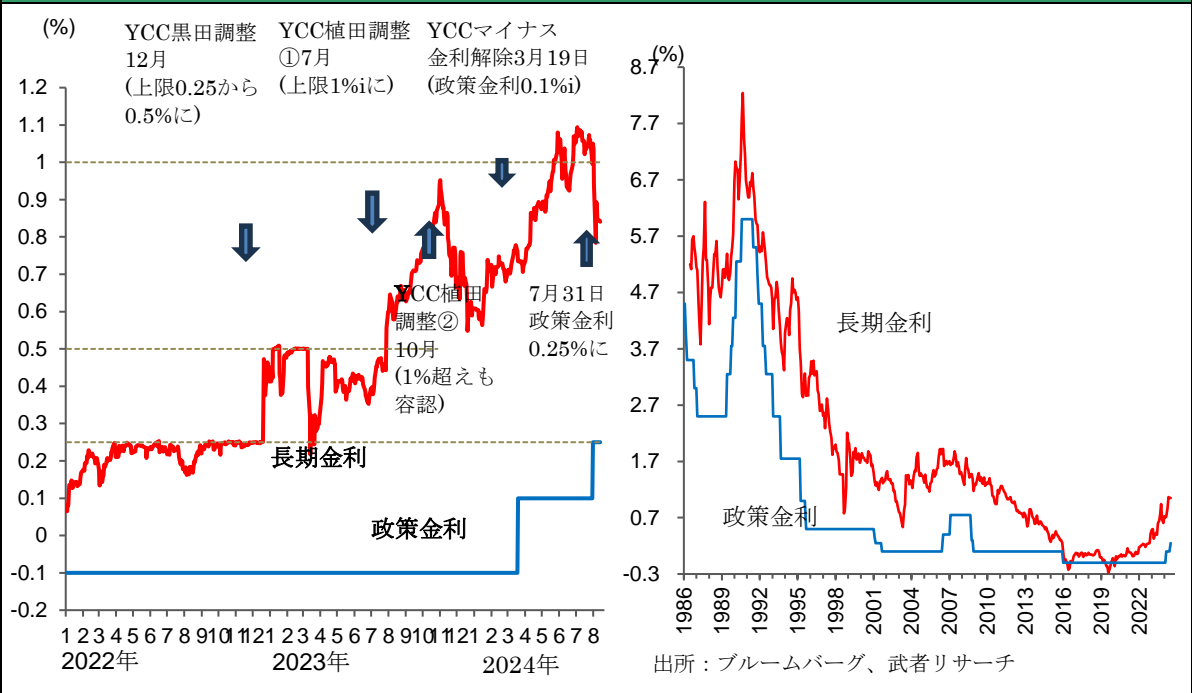
NISAによる株式投資の浸透、政府が音頭をとる「貯蓄から投資へ」がブームとなる中での株価暴落はニュー・エントリーの投資家に多大な損失を与えた。世論の政権批判が一気に高まり、政権にとってにわかには株安是正が緊急課題となった。日本銀行、財務省、金融庁は6日午後、国際金融資本市場に関わる情報交換会合を開催し、それを受けて内田日銀副総裁による政策修正表明がなされた。またGPIFなど政府関連の機関投資家に対する株価支持要請発動、米国当局との連携、メディア工作などが遂行されたと推察される。それが8月6日以降の株価のV字回復に繋がった。

巨視的に見ると、いよいよ日本にも株式資本主義が浸透し、株安を引き起こす経済政策が容認されない時代に入りつつあるのかもしれない。今までメディア、アカデミズムを影響下に置き、思うような政策を遂行できた財務省・日銀は市場(特に株式)と言う新たに登場した審判官に逆らえなくなったということである。市場の合理性により政策の可否が判定される時代に入っていく。いずれ市場の反乱により財務省の異常な財政健全化路線が拒否される時が来るかもしれない。財務省に付度する癖がついているメディア・アカデミズム・エコノミスト諸氏は、用心をしておいた方がよい。

図表 1:主要国株価指数の推移 (2023年初以降、2009.3.9以降)



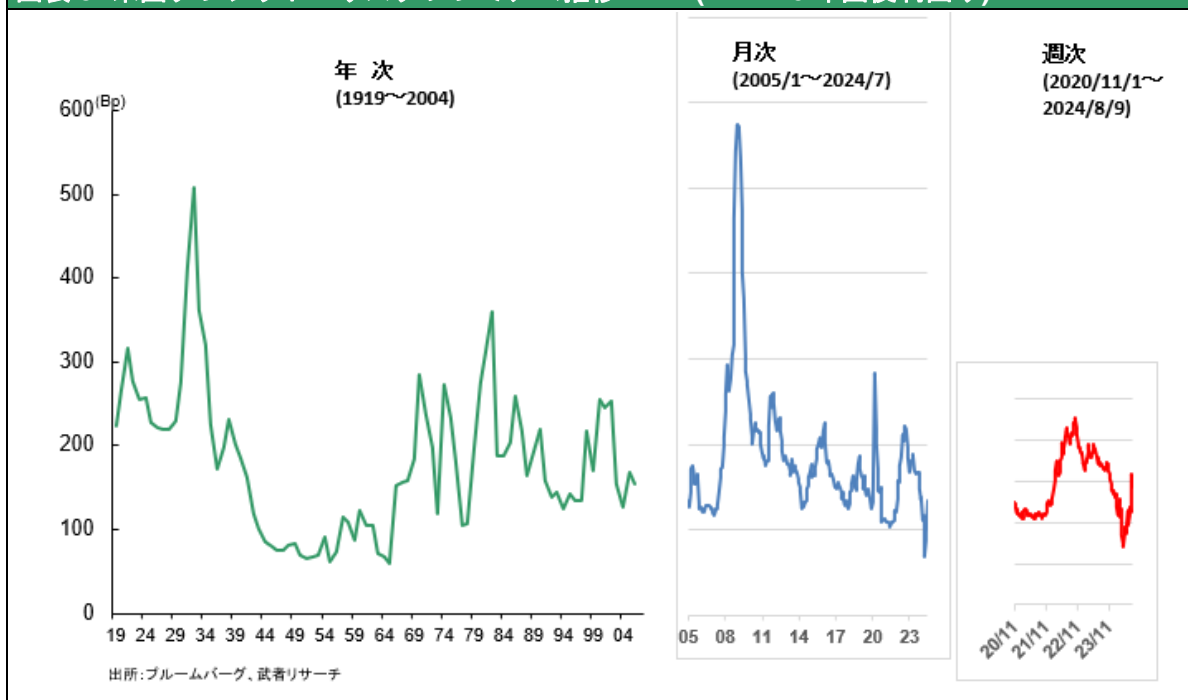
図表 2:日銀の政策変化と長短金利推移



③ 米国経済の最悪シナリオ(景気の顕著な減速)はいったん織り込んだ

米国失業率の上昇、株価下落、国債利回りが短期金利を下回る逆イールドの継続等、警戒信号が現れている。しかし7月の失業率4.3%は依然完全雇用近く、かつ移民の増加による労働参加率の上昇とハリケーンが影響しており、基本的に堅調との見方が優勢である。株価下落も高値からの下落率はSP500で6.8%、NYダウで5.3%と循環的調整の域を出ていない。何かの理由により投資家や消費者、雇用主等の経済主体の心理が急悪化しない限りリセッションは考えにくい。心理悪化要因としては、株安、及び日本の利上げが引き起こす金融不安(ブラックマンデー型)の二つが市場で想定されていたシナリオだったが、どちらも深刻なものではなかった(後述)。アトランタ連銀による2024年3QGDPナウは2.9%と堅調である。最も注視されるクレジット・リスクプレミアムは先週末上昇したもののその水準は過去の危機時と比べて低く、金融市場のストレスは全く高まっていない(図表3参照)。その中で株式市場のVIX(ボラテリティ・インデックス)や代表的な短期弱気指標であるプット・コールレシオが急伸した。これらファンダメンタルズに根拠を持たない市場の嵐は、過度のレバレッジ解消に伴う痛癢ととらえられる。とすれば米国経済は堅調で、今後の米国の利下げは限定的であろう。すでに過剰レバレッジの調整は急進展しており、市場の混乱は沈静化に向かう可能性が高いと考えられる。

図表3: 米国クレジット・リスクプレミアム推移 (BBB-10年国債利回り)

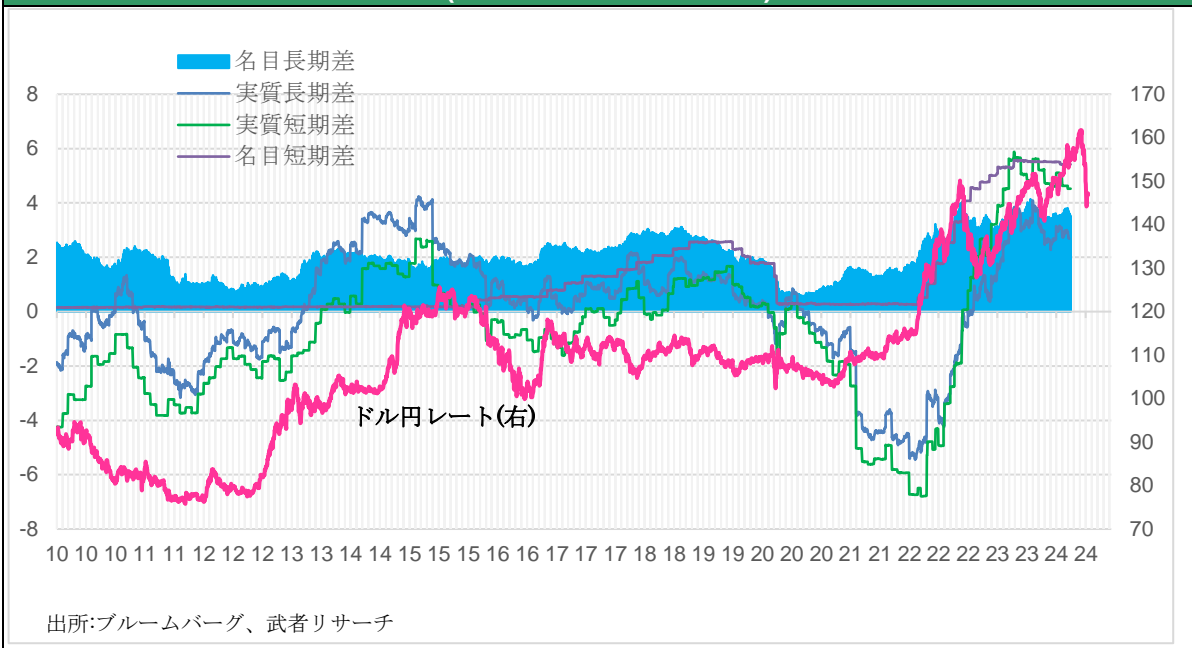


④ 円高の天井も見えた

以下4つの要因により円高が進行する可能性は低いだろう。円は160~145円のレンジの中で安定していくのではないかな。

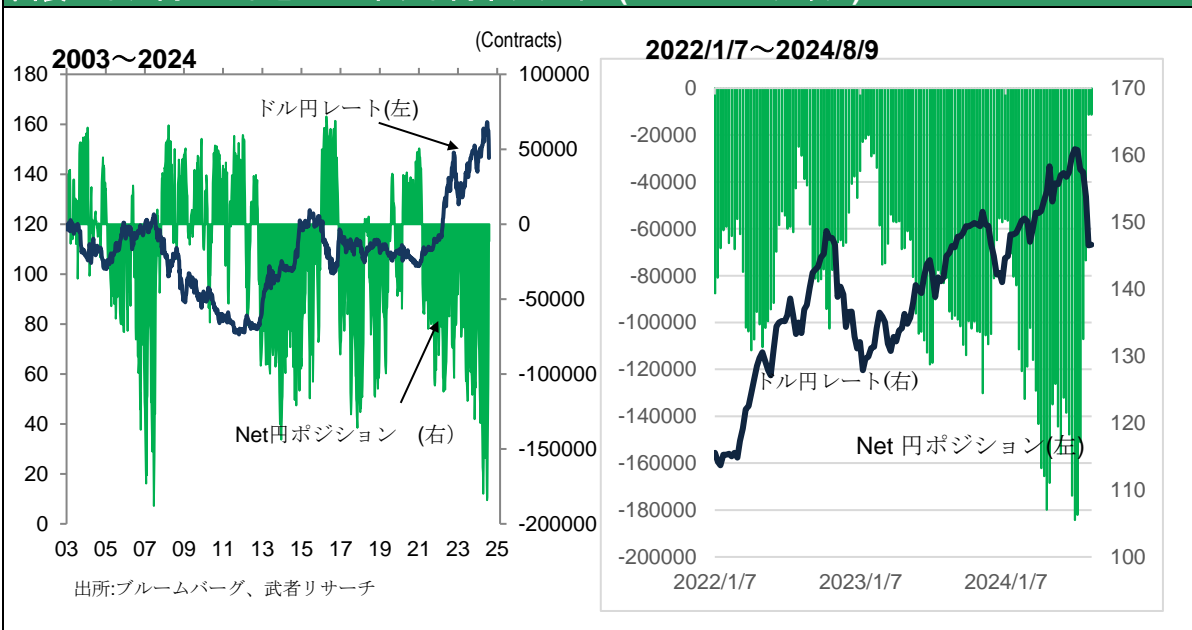
第一に今後日米金利差の縮小はあまり見込めない。日銀の利上げが遠のき、米国の利下げが限定的になるとすれば、日米金利差の縮小は緩慢になる。むしろ日本の株安と日銀の利上げ封印で米国以上に日本の長期金利が低下している。金利差縮小は一服したと言える状況である。図表4に見るように金利差の縮小(長期・短期・名目・実質のすべてにおいて)は、すでに1年前から始まっており、為替決定要因としての日米金利差は重要性を失っていくのではないだろうか。

図表 4: ドル円レートと日米金利差(長期・短期・名目・実質)



第二に投機の円高も続きにくいと思われる。シカゴマーカンタイル取引所の IMM 通貨先物ポジションを見ると、円のネットショートポジションは6月末に過去最高の184000枚に積みあがったが、8月9日には11000枚と、10分の1以下に縮小しており、1か月で円ショート of 投機ポジションがほぼすべて解消されたことを物語る。それでは今後円ロングの積み上げがなされるかと言うと、それはなさそうである。図表5に見るように、過去円のネットロングポジションが積みあがったのは、リーマンショック・ギリシャ通貨危機時(2008~2012年)、2015~6年のチャイナショック時、2020年のコロナショック時など金融不安が高まった時だけであった。米国経済堅調となれば、むしろ円ショートポジションが再度積み上げられる場面があるかもしれない。

図表 5: ドル円レートと IMM ネット円ポジション(ノンコマース)



第三に、日米の好対照のポリシーミックスは明確にドル高円安を志向している。そもそも拡張的財政政策とタイトな金融政策は通貨高に、緊縮的財政政策とルーズな金融政策は通貨安になるという経済学仮説(マンデル・フレミングモデル)に基づけば、米国は典型的通貨高のポリシーミックス、日本は典型的通貨安のポリシーミックスを採っていることになる。円安インフレにより政府の税収が大きく膨れ上がっている。政府はプライマリーバランスが2025年度に黒字になるとの試算をまとめたが、それは2023年の-5.2%(OECD2023年11月)からの鋭角的回復になる。それは逆から見れば財政が2024~2025年にかけて民間需要を年間2.6%押し下げるということを意味する。円安インフレは家計から実質所得の減少という形で所得を奪っているが、政府には巨額の所得移転をもたらしているのである。日本政府が税収増をため込みプライマリーバランスの黒字化を達成するということは、財政緊縮度を強め強烈な円安圧力を保持し続けるということに外ならない。円安を止めるには財政緊縮路線の大転換が必要、それが始まるまでは、円安基調は大きく変わらないと考えられる。

第四に市場での円先安観は7月以降の円高場面においてもほとんど損なわれていない。市場の円先安観は金利差を上回る為替ヘッジコストによって推測できるが、図表6に見るように、日本円だけが突出して高い状態がほぼ2年にわたって続き、今も全く変わっていないのである。日本円の対ドルヘッジコストは2022年初めまで、ユーロなどの他通貨とほぼ同じで、0%台であったが2022年末にほぼ5%へと急上昇し、現在も5~6%と異常な高水準で推移している。日本円に対してだけ為替ヘッジコストが異常に高くなったため、日本の投資家が為替ヘッジをして米国国債投資をすれば、2~2.5%の損失となる状態が2年以上にわたって続いている。この円の日米金利差を上回る対ドルヘッジコストは2022年春先からの円安の急進展とともに急上昇し、それ以降金利差を2~2.5%上回って推移している。それは市場が年間2~2.5%の円安を想定していると理解できる。

図表6: 円・ユーロの金利差と為替ヘッジコスト差(=市場が予想する為替変化)の推移



- ⑤ 日本株のバリュエーションと需給は一段と魅力的になった。今後の日本経済、設備投資に順風が吹く、消費には実質増税という逆風と資産効果をもたらす順風がある⇒緩やかな成長持続へ

(2) 底値で不安を掻き立てた悲観論、ブラックマンデー再來說

今回の急落場面で、ブラックマンデーの再来と言う恐怖心をあおって、市場を売りたい投機家が暗躍したとみられるが、それと呼応して「バブル崩壊来たれり」と悲観論を声高に主張したお決まりの、オピニオンリーダーが、底値で不安を掻き立てた。

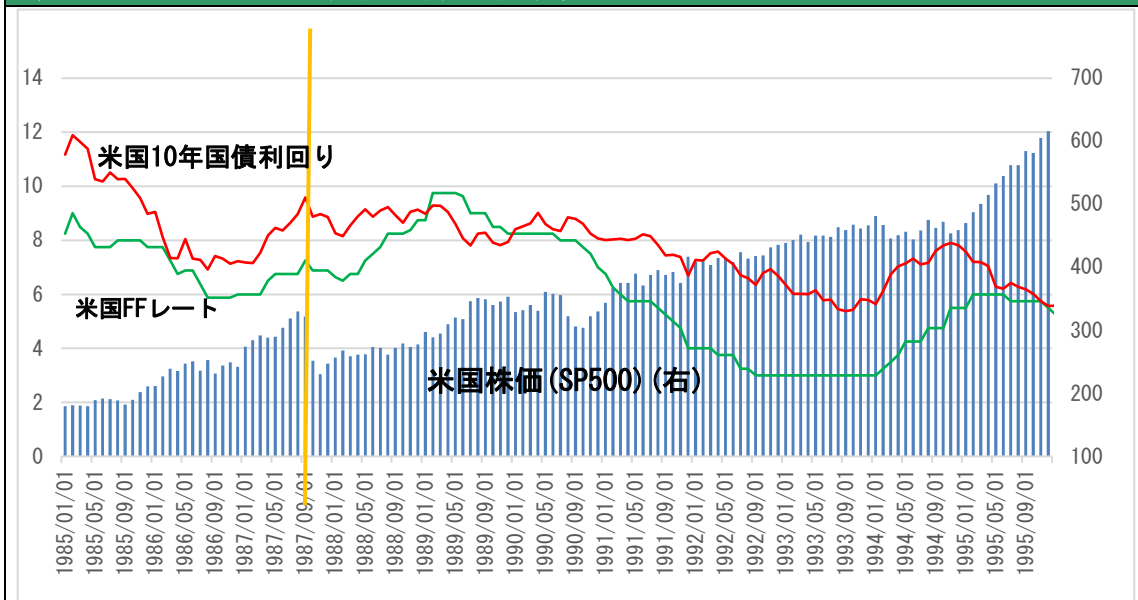
強調されるべきブラックマンデーとの相違点、ドル信認の有無

確かに今回の暴落は、①ファンダメンタルズに問題がないのに、需給要因の急速な悪化がフリーフォールを引き起こしたこと、②フリーフォールの原因としてアルゴリズムによる売りスパイラルが作動したこと、と言う類似点がある。ブラックマンデーは当時普及し始めたポートフォリオインシュアランスと言う金融技術により個人にとって損失をミニマムに抑えるアルゴリズムによる売りが一斉に作動し、買い手不在の市場崩壊を引き起こした。今回は円売り・日本株買いの投資ポジションが極端に積み上がり、一旦見込みが外れたことで、円買い日本株売りの反対売りが相乗効果をもたらして市場の崩落を引き起こした。

しかしむしろブラックマンデー当時との決定的相違点、ドル信認の有無という背景の相違が重要である。1987年当時は、米国の双子の赤字により脆弱化するドル信認を立て直すことに国際協調の主眼があった。2月にはドル信認の回復のための国際協調ルール合意が結ばれた。就任後間もないグリーンズパンFRB議長はドル防衛のため利上げを余儀なくされていたが、西独による対インフレの利上げは米国金融運営を困難にし、国際協調にひびが入った。その環境下でNY株式は年初から8月までに30%と大幅に値上がりしており、市場には違和感が高まっていた。それが1987年10月19日、一日で23%、ダウが508ポイントと暴落したブラックマンデーの背景であった。

それに対して今回はドル信認が十分に高く米国国内での貯蓄も潤沢で、FRBはドル信認に気兼ねすることなく自由に利下げができる環境である。日本の利上げが国際金融不安をもたらす要素は何もないと言っている。確かに日本の利上げと米国利下げと言う対照は当時と似ているがだからと言って、「ブラックマンデーの再来」と言って市場を恐怖に陥れるシナリオには無理があった。

図表7: ブラックマンデー前後の米国金融市場



市場不安を高めた「円安・株高バブル」崩壊論

他方日本では常連のアベノミクス批判論者や緊縮財政論の人々が、「アベノミクス・黒田異次元金融緩和は円安・株高バブルをつくりだしたが、その審判の時が来た」と主張した。エコノミスト A 氏は「日銀がつくりだした円安・株高バブルの崩壊のような側面が強いのではないか。……世界的な物価高騰の

下でも維持された日本銀行の異例の金融緩和が生んだ「円安・株高バブル」の崩壊、が背景にあると考える」と述べた。

また B 教授は「世界株式市場は、完全にバブル崩壊になったはずのコロナショックから、「おまけバブル」が 3 回もあった。すなわち、コロナ支援金バブルという「おまけバブルその 1」、アメリカの中央銀行である FED の利下げを勝手に期待する、金融政策プットオプションバブルという「おまけバブルその 2」、そして AI（人工知能）、半導体バブル、あるいは「マグニフィセント 6」（7 と言われているが、テスラを除くので 6）バブル、あるいは直接的にはエヌビディアバブルという「おまけバブルその 3」である。つまり「バブルのおかわり」を要求する投資家たちに応えた、バブルのアンコールを 3 回も繰り返した。」と主張した。

更に C 会長は「今、マーケットは異常なカネ余りの最終段階で、株価はいつ弾けてもおかしくない。近々、大暴落しますよ。そんなタイミングで新たな NISA が始まり、マーケットの過熱ぶりにさらに火をつけてしまっています」と主張がした。

これらの勇気ある異論には敬意を表したいが、万一その仮説が正しくなかったならば、率直に論理是正をしていただきたいものである。

著作権表示©2023 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見直しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。