

ストラテジーブレティン (360号)

「円安悪玉論」が株価を殺す ～真夏の夜の悪夢をどう見るか～

真夏の夜の悪夢

日経平均株価は7月11日に史上最高値42224円を付けた後つるべ落としの下落となり、8月2日には35909円と半月余りの間に15%の暴落になった。背景として3つの要因が指摘されている。第一は世界的株価調整である。米国株式(S&P500)は年初来で20%上昇した後6%下落した。NASDAQも年初来26%上昇の後10%の下落となったがこれは循環的調整の範囲内の動きと言える。共和党大統領候補トランプ氏の銃撃事件、共和党大会におけるトランプ氏の大統領候補決定、バイデン大統領の立候補辞退と言うタイミングで米国株式のリード役が変わり、大手ハイテク株が売られる一方、減税や規制緩和などトランプ氏の政策の恩恵を受ける小型株やエネルギー株に資金を集まった。またFRBが求め続けてきた米国景気減速と利下げが視野に入り、米国経済ハードランディング説も取りざたされ始めた(その可能性はごくわずかだと考えるが)。

第二に円高への急進展で、円安・日本株高に賭けていたヘッジファンドが円キャリーポジションの巻き戻しを迫られ、円売りとペアで買い建てていた株式先物を売り込んだ。政府日銀の介入と相次ぐ政治家の「円安阻止のために利上げをすべし」との発言が為替市場の潮目を変えた。

日銀豹変の理由

第三に日銀の意表を突く利上げにより日本のマクロ経済政策に対する不透明感が一気に広がった。政策当局に対する信認が大きく崩れ、利上げ後の二日間で日経平均株価は8%の大幅下落になった。8月2日夜間の先物取引では日経平均は34800円と更に3%下落しており、日本株式の独歩安が鮮明である。2023年初以来続いていた日本株の世界主要国中最高のパフォーマンスは、途絶えた。7月11日の史上最高値まで年初来26%の日経平均上昇幅は、夜間先物の終値では5%上昇へと急速に縮まった。

株式会社 武者リサーチ

代表

武者 陵司

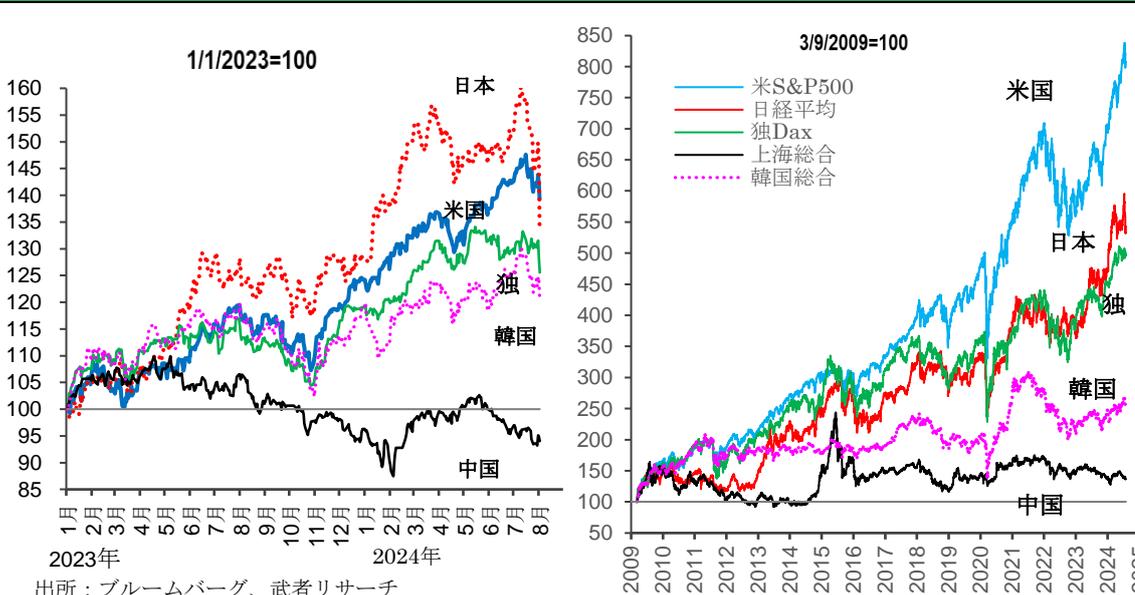
E-mail: musha@musha.co.jp

www.musha.co.jp

〒108-0075

東京都港区港南 2-16-7

図表 1: 主要国株価指数の推移 (2023年初以降、2009.3.9以降)



以上 3 要因のうち日本株の突出した下落が日銀の利上げに端を発していたのは明らかである。市場の戸惑いの中心は植田総裁の姿勢の急変である。従来の説明に基づくなら 7 月の利上げは考えにくかった。植田総裁が説明してきた金融引き締め条件、「賃金と物価の好循環」が始まっているとは到底言い切れない。5 月の実質賃金は前年比-1.3%と 26 カ月連続の水面下にある。秋口にはプラスに転ずる可能性はあるものの、来年まで浮上は無理との見方もある。また実質消費支出(前年比)を見ても 1 月-6.3%、2 月-0.5%、3 月-1.2%、4 月 0.5%、5 月-1.8%とマイナス基調から抜け出せていない。こうしたことから日銀は 7 月の展望レポートにおいて 2024 年度の実質成長率見通しを 0.8%から 0.6%に引き下げた。植田総裁はデータ重視と言いながら、データが明らかになる前に利上げに踏み切っており、明らかに前のめりと言える。

更に円安に対してもトーンが大きく変わった。4月の時点では、円安進行による物価への影響は無視できる範囲であるとの認識を示していた。しかし今回 7 月末の会見ではドル円レートが 155 円とほぼ変わっていないのに、円安による物価上昇圧力が 2%の目標から上振れさせるリスクがあるので、早めに対応(利上げ)したと主張を変えた。「物価上昇の主因は海外に由来するコスト・プッシュ要因であり、それは家計の実質所得減と企業収益の負担増をもたらす。これを抑制しようとして金融引き締めを行うと、経済や雇用環境を悪化させる」と言う従来からの説明に市場は納得していた。それなのに日銀は 7 月の決定会合では為替が物価に与える悪影響が大きいので利上げが必要というスタンスに転換したのである。

日銀のパラダイム転換(リスクテイク促進から抑制へ)を最大限織り込む市場

何故なのか、二つの理由、①政治圧力、②日銀の利上げバイアス、が考えられる。政府・与党から日銀に円安への対応を求める発言が相次いだ。岸田首相は 7 月 19 日に「金融政策の正常化が経済ステージの移行を後押しする」と述べ、さらに、河野デジタル相や自民党茂木幹事長からも利上げを求める発言が続いた。この圧力に屈した可能性がある。第二は「金融政策の正常化」という宿願にとらわれて、日銀が前のめりになっているのかもしれない。日銀幹部の中では実質金利が低すぎるという共通認識があると言われている。6 月の CPI は 2.8%、国債利回りは 0.9 なので実質金利は-1.9%と大幅であり、「借り得」の状態が続いている。この実質金利マイナスの状態を日銀幹部は利上げ余地と考えている節がある。将来景気が悪化した時に利下げできるのりしろを確保したいという願望である。マイナスの実質金利はリスクテイクを促進し需要を拡大するためにこれまで堅持されてきたが、モラルハザードを引き起こすという副作用にトーンがシフトする可能性がある。

日銀のスタンスが安倍・黒田体制以来 10 年にわたって続いたリスクテイク促進から、リスクテイク抑制へとシフトしたと市場が疑い始めれば、地滑り的な投資心理の悪化を引き起こす。植田総裁は「非常に低い金利水準での調整なので、景気に大きなマイナス影響はない」と述べ景気の失速の懸念を一蹴した。しかし時期尚早の利上げが、米国の景気後退及び利下げサイクルと共振して円高を引き起こし、日本経済に打撃を与えた 2000 年と 2007 年の悪夢が繰り返されないという保証はない。

失われた 30 年の根本原因、尚早の金融財政引き締めを繰り返すな

もう一つの懸念は財政からの景気抑制要因である。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。この政府の税収増と言う巨額の所得をそのままにしておけば、民間消費は大打撃を受けることになる。現時点においては円安のデメリットを受け続け、繁栄の波に入れていない個人を救済する必要があるが、その処方方は明らかである。インフレによって潤った財政が恒久減税という形で、インフレによって富を奪われた国民にお金を返還するべきであろう。

過去 2000 年と 2007 年の 2 回、日本は時期尚早の財政・金融引き締めによって景気後退を深刻化させ、10 年で終わるはずの失われた時代が、20 年、30 年と続いた。今度こそ過去の誤りを繰り返さないように、日本株の急落はそのことを戒めていると考えられる。

目先、鋭角的リバウンドが期待できる

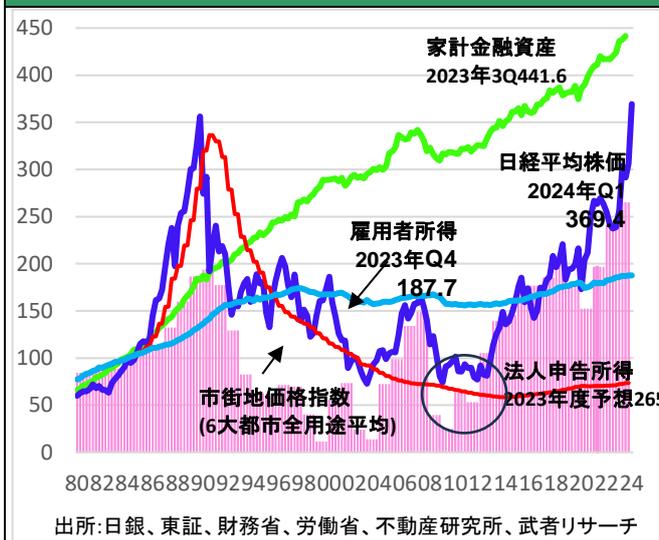
とはいえ、「10 年にわたって続いた日銀のリスクテイク促進が、一気にリスクテイク抑制へとシフトした」とする見方は、日銀にとって至極不本意なはずである。また米国経済の減速は利下げを促進することで株高要因ととらえられるはずである。日本政府はすでに株価下落を注視するとのメッセージを発しており、日銀

からも市場を安堵させるトーンの発言が出てくるかもしれない。「誇大表示のパラダイム大転換」を織り込もうとした市場の急落場面は、絶好の買い場となる可能性が高いと思われる。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。

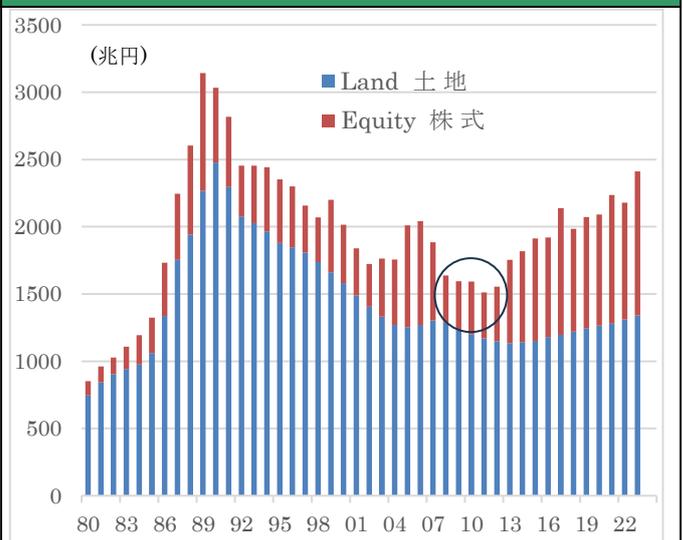
《参考》時期尚早の金融・財政引き締めへの転換が日本経済の2番底をもたらした

リーマンショックは全て米国など海外での金融危機であった。しかしその震源地から最も遠かった日本が最も大きな経済的打撃を受け、株価も最も長く低迷した。尚早の政策引き締めが円高を招いて株価と不動産価格を本源的価値以上に押し下げ、付加的なコストを企業に与え、回復に転じていた日本経済と株価をWボトムに陥れた。日本の土地と株式を合計した国富時価総額は、1989年末3142兆円でピークをつけ2002年末の1723兆円で一旦底入れし回復に転じたが、リーマンショック後さらに下落し2011年末1512兆円になった(なお2023年末では2410兆円と顕著に回復している)。この二番底は正しい政策を取っていれば回避できたはずである。

図表2: 長期停滞から立ち上がる日本の主要指標、企業利益がリード (1984=100)



図表3: 日本の土地+株式時価推移、リーマンショック後の2番底が痛みを倍加させた



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。