

ストラテジーブレティン (385 号)

石破氏の下でも史上最高値更新

～悲観論者は何故間違えるのか～

出遅れ日本株、急速にキャッチアップ

8 月 12 日、日経平均株価が 1 年 1 カ月ぶりに最高値を更新した。昨年 8 月 5 日の植田ショック後の過去最大の暴落、及び今年 4 月 8 日のトランプの相互関税発表ショックによる暴落により 30700 円前後(夜間取引)で W ボトムをつけてからの鋭角上昇が始まっているとみられる。相互関税暴落からの回復過程では日本株が大きく遅れた。ドイツ DAX が 5 月 8 日に、米国 SP500 は 6 月 27 日に史上最高値が更新されており、日経平均はドイツに 3 か月、米国に 1 月半遅れた。また年初来では DAX21%、韓国 KOSPI33%、米国 SP50010%の大幅上昇となっており、日本は引き離されていた。

株式会社 武者リサーチ

代表

武者 陵司

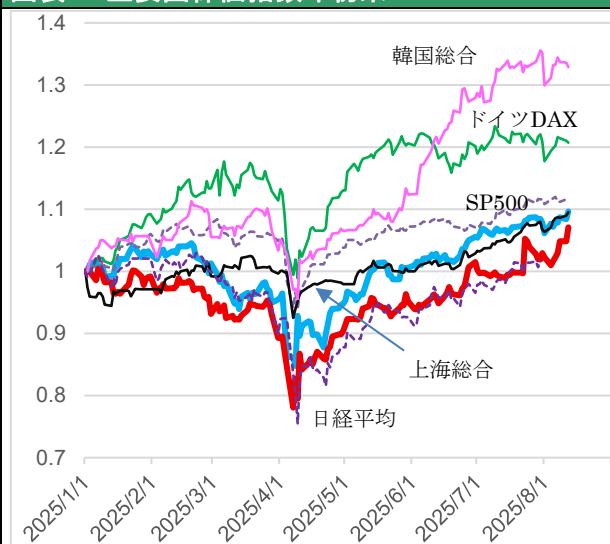
E-mail: musha@musha.co.jp

www.musha.co.jp

〒108-0075

東京都港区港南 2-16-7

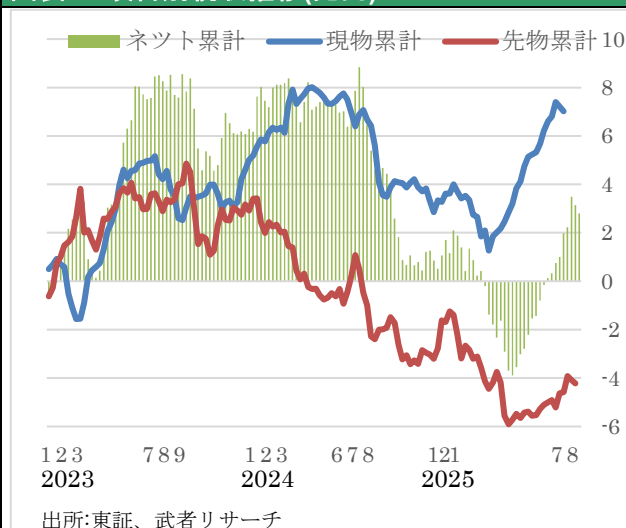
図表 1: 主要国株価指数年初来



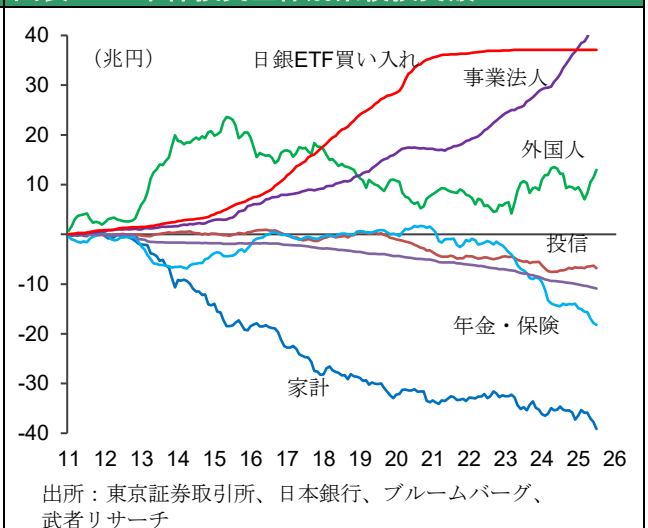
図表 2: 主要国株価指数リーマンショック以降



図表 3: 項目別税収推移(兆円)



図表 4: 日本株投資主体別累積投資額



日本株の需給は年初から良好であった。前年比 3~5 割増ペースで増加する自社株買いブームや、昨年 8 月から 4 月までの 8 か月間に 12 兆円もの日本株売却を行い日本株ウェイトを過度に引き下げた外国人の買い戻し、NISA や年金など国内投資家の買いなど、が確信されていた。またトランプ関税で減益になる恐れがあるとはいえバリュエーションは割安であった。

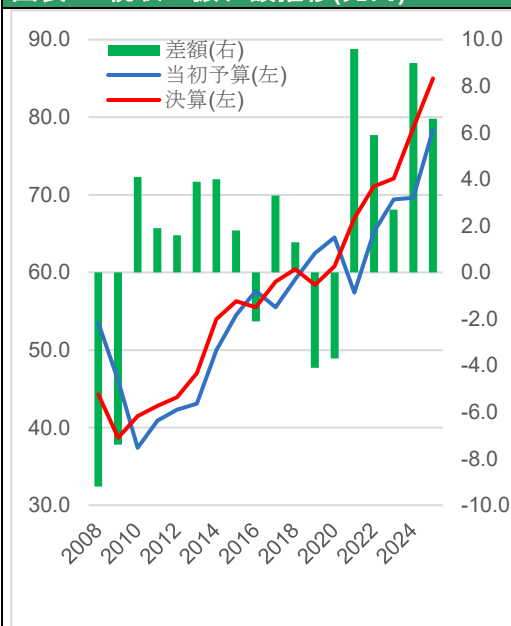
ならばなぜ日本株がこれほど出遅れたのか。それはひとえに景気不振にある。IMF の 7 月経済見通し(2024 年、2025 年、2026 年)を比較すると、米国 2.8%⇒1.9%⇒2.0%、ユーロ圏 0.9%⇒1.0%⇒1.2%に対して日本は 0.2%⇒0.7%⇒0.5%と大きく引き離されている。日本の物価上昇率が 2025 年 3.3%、2026 年 2.1%と欧米を上回る水準まで上昇したため、実質成長率が押し下げられるという要素はある。しかしなぜ日本だけが実質成長率がこれほど抑圧されるのか。

日本の不振は税金の取り過ぎにある

答えは税金の取り過ぎにある。2012 年以降の「社会保障と税の一体改革」により社会保険料の引き上げや消費税増税などが打ち出され、デフレの下でも税の取りっぱぐれがない制度が仕組まれた。しかし想定外のインフレになり、税収が著しく増え経済のバランスが大きく崩れたのである。2021 年以降、税収は当初予算を 7~10 兆円上回ることが常態化している(図表 1)。税収上振れ額は GDP に対して 1.2~1.6%に相当する。

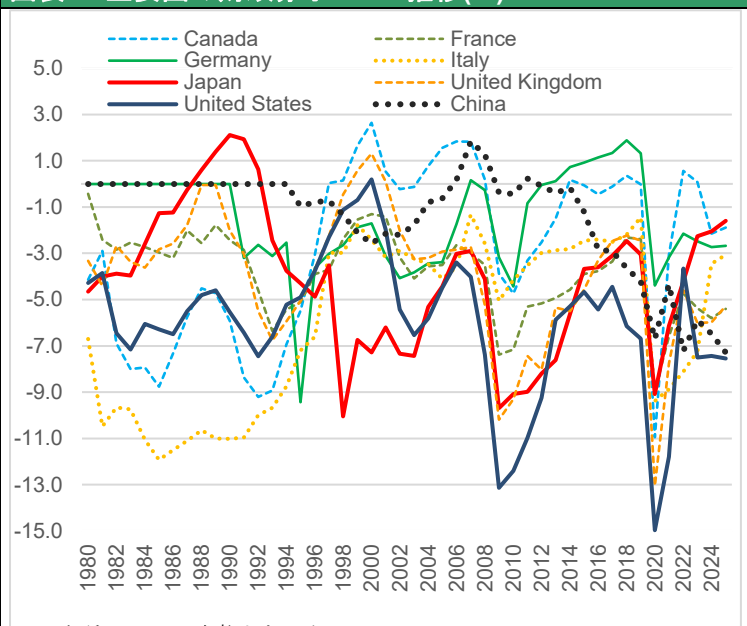
これを財政再建と言うことで政府内に留保すれば、著しい民需の押し下げ圧力となる。実際 OECD(6 月経済見通し付属データ)の一般政府財政収支対 GDP を G7 で比較すると、最も経済成長率が低い日本の財政赤字縮小が際立っていることが分かる。図表 2 に示す日本の財政赤字/GDP は 2022 年 4.2%、2023 年 2.3%、2024 年推 2.05%、2025 年予 1.6%と G7 最小の赤字を続けることになる。仮にインフレによる税の増収分がまるまる家計に還元されるとすれば、日本は米国並みの高成長が可能と言うことになる。

図表 3: 税収上振れ額推移(兆円)



出所:財務省、武者リサーチ

図表 4: 主要国の財政赤字/GDP 推移(%)



出所:OECD、武者リサーチ

高市=玉木連携が日本経済と株価にベスト

では財政再建路線を転換させ、取り過ぎた税金を国民に還元する政策は打ち出されるのだろうか。最近の政局の変化を見ると、その可能性が強まっている。

今回の参院選挙は、①昨年の衆院選挙に続く自公の少数与党転落、②改革派保守 3 党(国民民主、参政、日本保守)の躍進、③積極財政を主張する政党への支持、と言う歴史的特徴を備えている。出口調査に基づく年代別比例区投票先(共同通信社)を見ると、自公支持率は、10~30 代 16%、40 代 20%、50 代 26%であるのに対し

て、改革派保守 3 党合計の支持率は、10～30 代 50%強、40 代 38%、50 代 31%と、すべての現役世代において、自公与党を上回っている。高齢世代の与党支持が大きいため、比例区総投票数では自公 1801 万票、改革派保守 3 党合計 1802 万票と拮抗しているものの、民心は明らかに旋回しているのである。

石破首相はまずは選挙結果の総括が必要だとして、退陣を拒絶しているが、8 月 8 日の自民党両院議員総会において次期総裁を選出することがほぼ確かになった。次期総裁は、国民(特に働く現役世代)が取り過ぎた税金の還元を求めている以上積極財政による成長路線を選択するはずである。また少数与党である以上野党と協力する必要がある。財政健全化・リベラルの立憲民主党か、積極財政を主張する改革派保守 3 党かの選択になるだろう。自民党は石破財政健全化路線を捨て政策軸を保守・積極財政路線に転換する可能性が高い。そう考えれば自民党の救世主となる新総裁は高市氏が最適と言う結論になる。高市新総裁が国民民主党、参政党、日本維新の会、日本保守党などの協力を得て政権運営を遂行していく可能性が高い。高市氏はトランプ大統領、ベッセント財務長官が深く敬愛する安倍氏が推した次期リーダーであり、米国とのマッチングが期待できる。またベッセント氏は「日本は貯蓄が高いので消費をふやすべき、米国は生産を増やすべき」(日経新聞とのインタビュー8.11)と述べ、日本の消費振興に期待を示した。

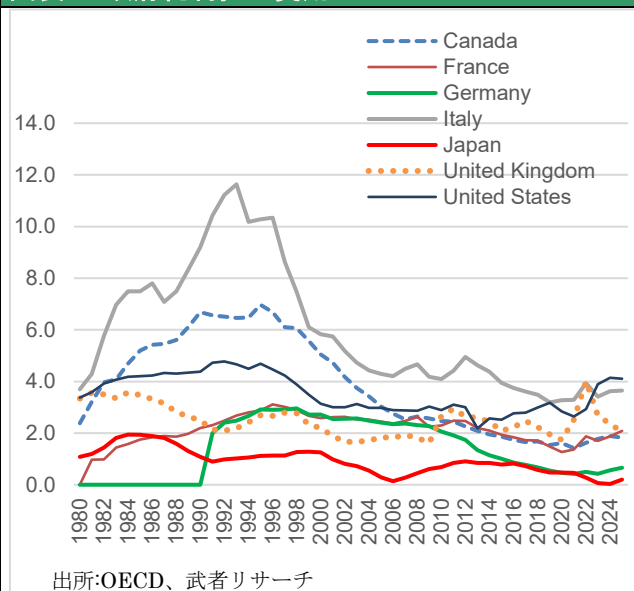
アベノミクス相場の再来か、植田・石破ショックの再現か

石破退陣、積極財政を遂行する執行部の樹立が見えてきたことこそ、出遅れていた日本株が突如として高値更新をした理由と考えられる。市場の期待が裏切られれば株価は、昨年の植田ショック、石破ショックの二の舞になろう。期待が実現すればアベノミクス相場の再来が期待できる。年内 5 万円、2027 年までには 6 万円が視野に入ってくるのではないだろうか。

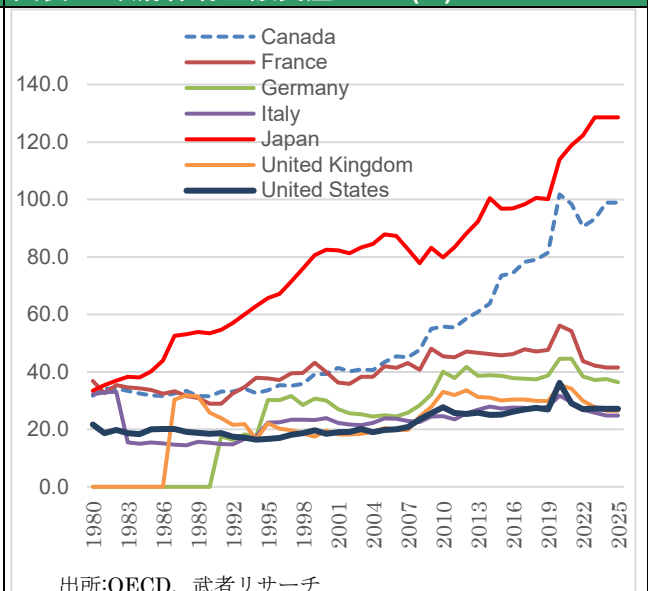
財政再建派の学問的良心を問う

それにしても、この期に及んで財政再建を主張する専門家に学問的良心があるのだろうか。8 月 8 日の日経新聞は、井堀利宏 政策研究大学院大学客員教授(元東大教授)の「危機的な財政状況を直視せよ」との論文を掲載し、日本の債務残高が世界最悪、ギリシャよりも悪いという図表(以下の図表 7 に相当のもの)を掲載している。しかし OECD の直近の経済見通しでは、日本の財政は G7 内でも良好であることを示すデータが満載である。詳説は次回に譲るが、せめて以下の図表を参照されたい。

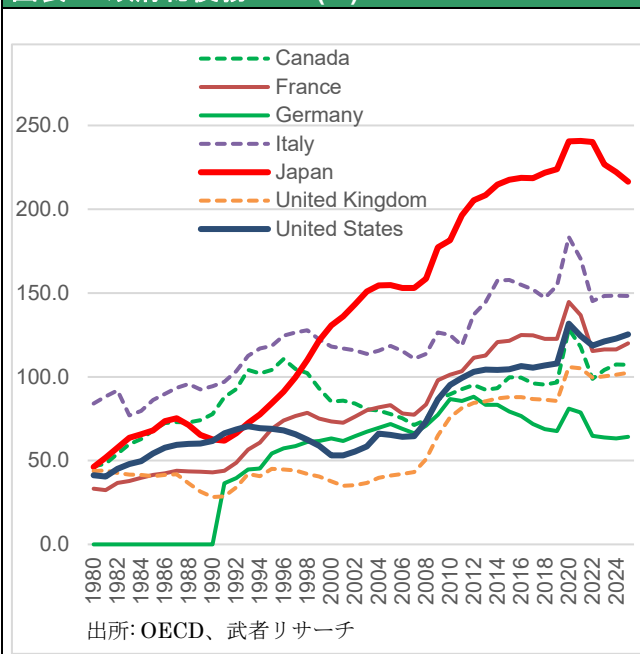
図表 5: 政府純利払い費用/GDP



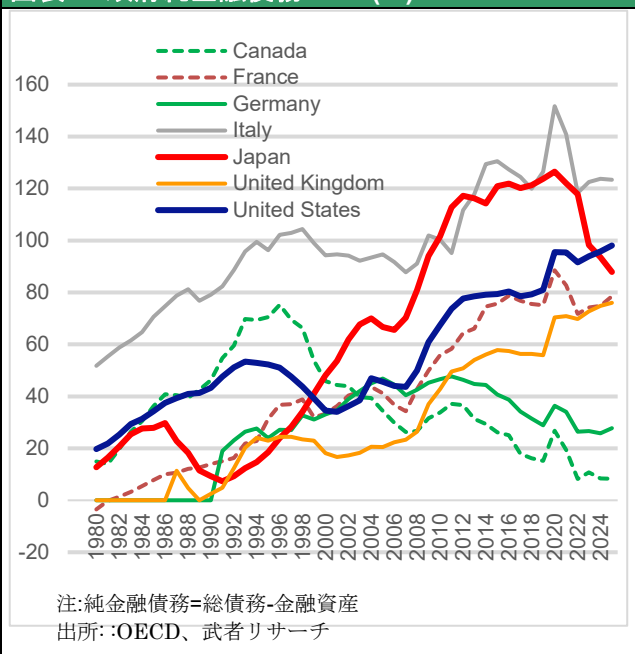
図表 6: 政府保有金融資産/GDP (%)



図表 7: 政府総債務/GDP(%)



図表 8: 政府純金融債務/GDP(%)



悲観論者の根底的誤謬

今回も多くの投資家が市場の力強さを読み違えた。その誤りの根底には、日本は財政危機に瀕しており、財政出動は金利上昇や通貨暴落となって、金融危機を招来するという的外れの懸念がある。財政に余裕資金があるのにこれを使ってはいけなく、とすれば民間貯蓄を政府が吸い上げて退蔵するのだから景気が悪くなるのは当たり前である。

そのような人々は、日本の少子高齢化や、いつまでたっても進まない改革、いつまでたっても他国並みに生産性が高まらないこと、等を理由に成長期待を持つべきではないと言う。当然投資戦略は後ろ向きになる。そろそろ財政危機信仰から抜け出すべきだろう。

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、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