

JIRON KOHON I

「終わり」の始まりか……

心地よい株価が物語る 政権追従金融政策の末路

経済ジャーナリスト

八雲豊彦

FAANG相場息切れの懸念

株式市況が活況を呈している。欧米に出遅れ感を持ちながらも、日経平均も概ね2万円前後を保ち、大崩れは見られない。世界的な株高に買い増しを囁す金融機関や証券会社系のアナリスト。だが、好況の実感はなく、本音は疑心暗鬼に満ちているようだ。

2017年7月20日、日銀政策決定会合。正午過ぎに長短金利を操作しながら、量的・質的金融緩和の枠組みを維持する従来の方針が明らかにされた。会合まで一抹の不安で下がついていた日経平均株は小幅高にその直後、物価上昇率2%の目標達成時期を「2018年度頃」から、「2019年度頃」に先送りすることが判明すると、さらに続伸した。物価目標の達成時期の先送りというサインが、金融緩和もさらに1年伸びる

ことを連想させたようだ。高値更新を続けるニューヨークダウに対し、出遅れ感のある日本株も「後追いスピードを増す」などと分析するアナリストらの声がマスコミを通じて拡散した。マーケットとの対話能力が重視されるようになった各国の中央銀行総裁だが、日銀の黒田東彦総裁も「株を買い」とサインを送って見せたようだ。

サインの真意に、株高を促す小手先の口元を感じて安堵したのは金融証券界。永田町では、独立不羈（ふき）の中央銀行の判断に対し「また、自民党筋は、黒田総裁は安倍政権に手を貸した」と指摘した。

森友・加計学園問題に稲田朋美防衛大臣の失言・辞任などで支持率を落とす安倍晋三政権。メッキが剥けつつあるアベノミクスにとって、日経平均2万円台キープは、政権維持の最後の砦で、日銀が物価目標先送り

して株価を維持することで、政権を側面支援した捉えた関係者は少なくなかった。

黒田日銀総裁の任期は来年4月。自民党筋によると、物価目標の先送りで株価を支えながら、安倍総理は今年3月の総裁選で再選の後、黒田総裁の再任を経て、2020年開催の東京五輪に伴う需要拡大で金融市場の好況を演出するシナリオもあるという。政権を「付度」できる黒田総裁の面目躍如。この間、好機を捉え解散、総選挙で勝てば、念願の改憲もこなせるという。

半径2kmも満たない永田町。地球規模で材料を瞬時に結びつけてしまう金融市場の真つただ中で、都合がよすぎはしないか。景気先行指標となる株高に樂觀論が広がるが、アナリスト達は重大な懸念も提起している。まず、日経平均株価は東京証券取引所の売買の6割を占める外国

人投資家から見れば、決して出遅れてはいないという。ドル建てで見ると、6月下旬の日経平均は180ドル前後でITバブルに沸いた2004年並の高水準。昨年末からの上昇率はダウを上回り、ドイツの代表的な株価指数、DAXと同水準を維持する好パフォーマンスで、外国株ときちんと連動している。

ダウは今年上半年、市場最高値を更新し続けた。連動する日経平均は「加速」するどころか、伸びしろがないのかもしれない。日本だけでなく、世界の市場を牽引する米国株の騰勢は大型成長株が原動力。フェイสบック、アップル、アマゾン、ネットフリックス、グーグルに代表されるインターネット関連株がエンジンとなっている。その5社の頭文字を取り、「FAANG相場」とも呼ばれている。ところが、FAANGを含む米国の大型成長株の世界株に対する相対株価は、



黒田日銀総裁

ITバブルが頂点を迎えた2000年の1・5倍を超える状態が昨年からはほぼ継続。過去10年の物価変動を加味した株価収益率CAPEは、ダウと並ぶ代表的な株価指数S&P500指数で見ると、ITバブル期の30倍を突破、新たなバブルの兆候を見せているという。長期間の緩和マネーが押寄せた結果の飽和状態にあるとも言われる。

トランプ氏の大統領当選後の大型減税、金利上昇に期待して相場を支えたのは金融株だった。しかし、トランプ大統領はオバマケアを代替するヘルスケア法案の議案提出で与党・共和党もまとめるのに四苦八苦。オバマケア廃止による財源がないと、減税や大規模投資の関連政策は施行できない。トランプ政権の政策実行の不透明感が金融株が振るわなくなると、景気に左右されにくいIT関連が取って代わり、FANGGなど

大型成長株がリリーフした恰好だ。だが、FANGGなど一部の株価が好調なだけで、IT関連株は値動きに重みはなく切つ先だけが存在感を示し、息切れは充分にあり得ると見られる。

無視できない「9、10月」

米国株への懸念は連動する日本株のリスクでもある。これに加え、為替動向も見逃せない。為替は教科書的には金利差をコアに動くが、ここに来て米国の次期利上げが遠のきつつある。米連邦準備制度理事会（FRB）は、2017年6月14日に2016年末以来3回目の利上げに踏み切った。さらに、2017年9月のバランシートの縮小でドル高シナリオも語られ、年内に4回目の利上げも目論んでいるという。

政策金利の上方操作は短期金利の上昇をもたらし、続いて長期金利が上がるが、全く上向かない。米国だけでなく日本でも経験済みの世界的な傾向だ。だが、すでにドル相場は長期金利の上昇と連動したドル高を織り込んでいると見られ、期待剥落と共に、ドルは他通貨に対し下落するという。

日本株の現状は、円安局面で買い増しする外国人投資家に支えられていると見られるが、円高基調への転換も充分あり得るのだ。そもそも、FRBの利上げの真意は、2008年秋のリーマンショック前の役割だった景気過熱を冷ますというのではなく、不況時に金融緩和の余地を残すとテナウンスしている。前提にあるのは不況。素直に解釈するなら、当局が不況を想定しているのに、市場参加者が債券から株へ積極的にシフトするはずはない。寝たままの長期金利の低迷は、市場参加者が来年以降のリセッションを見込み、債券買いのポジションを取り始めているという見方でもできる。さらに、インフレの低迷でデフレ突入回避のため、再び緩和し3回の利上げ分を帳消しにする可能性すらある。

織り込まれたドル高の裏腹の円安は終盤で、米国株崩壊リスクが残るとすれば、日本株は波乱の秋相場に向けるようになるのか。1987年のブラックマンデー、2000年のITバブル崩壊、2001年の米同時多発テロ、2008年のリーマンショックは、いずれも9、10月だった。古くは世界大戦につながった大恐慌の引き金をひ

いたニューヨーク株式市場の大暴落も、1929年10月だった。直近の大暴落、リーマンショックから9年。金融市場の崩壊サイクルに7、10年説もあり、こうしたアナマリイは無視できない。大きな波乱にならずとも、何らかの調整はあると見ておいた方がよい。年末に収束するようなケースになれば、幸いかもしれない。

ネットへの広告シフト、「紙離れ」で経営基盤が脆弱になった大手マスコミ各社は、政権や金融各社の意向を敏感に捉え弱気な見方を避けるが、世界経済に重大なリスクが潜んでいることは間違いない。「行きはよいよい帰りは怖い」。欧米の大規模緩和からの出口戦略の行方は依然として霧に包まれ、トランプ大統領や北朝鮮、中国の出方は従来になく予測不能だ。五里霧中の混沌とした世界の金融情勢に、どうにもできないと諦めたかのように政権と軌を一にして、目先の株価維持にサインを送って見せる日銀。大局観は期待できない。責任を取らされるのは個人投資家と、リスク資産に舵を切った年金受給者。金融クラッシュを呼び起こした場合は、あまねく国民に被害が広がることは忘れてはならない。