

経営者目線 で読む 景気動向



武藤泰明 (むとう やすあき)
1955年生まれ。1980年東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所、主席研究員を経て、2006年早稲田大学スポーツ科学学術院教授職任。専門はマネジメント。

武藤泰明

どうもおかしなことが起きていると思っただのは昨年7月から8月にかけてである。この連載の昨年8月号(原稿は6月末時点)で示したのは、5月の段階で、日本の株式市場には「売り」のサインが出ているという点であった。売りのサインとは、外国人投資家が売り越している、つまり、

連載 第23回 静かなPKO

買いより売りのほうが多いということである。この「外国人投資家の売り越し」は、近年のセオリーどおりであった。すなわち、円が安くなれば外国人は日本株を買い、円高になれば売る。為替レートは昨年初来円高が続いていたので、当然、外国人は売り越すことになる。

ところが7月以降状況は一変し、円高と株高が買いより売りのほうが多いということである。国債を買うと市中の国債が減る(現金が増える)ので金利が下がる。行きつく先はゼロ金利であり、すでに実現されている。これに対してETFを買おうと、市中の現金が増えるのは同じだが、もうひとつの影響は、株価の下支えである。つまり、金融緩和と言いつつ、その実態はPKO(株式の価格維持のためのオペレーション)なのである。

日銀が追加緩和するというアナウンスをする、為替は円安に振れ、株価は維持される、あるいは上がるはずである。しかし同日の市場の動きは異なり、為替は円高で株価は乱高下した。理由は、市場が予測していた追加緩和より規模が小さかったことによるものようだ。とはいえ継続的にETFが買われ続ければ、株価は上がり続けることが期待される。これが秋口以降の、円高の下での株高を実現していたということなのである。念のために11月までの部門別株式売買状況を見ると、外国人投資家は7月にわずかながら買い越しに転じている。月末に実施された追加緩和のアナウンス効果とみるべきだろう。そして8、9月は売り越しであり株価も下落するが、10月以降は再度買い越しに転じ、これがトランプ勝利の円安株高につながっていく。

○公的機関が株を買ったらしい

12月26日の報道によれば、2016年(ただし12月半ばまで)の日銀のETF購入による日本株の買い越し額は4兆円を超えた。部門別では最大の買い手になっている。またこの結果、日銀の日

同時に進行した。つまり、セオリーどおり円高と株安が進行するはずが、実際には株が上がった。

この状態が続くなら、外国人投資家が売りに転じ、株価は下がるはずだった。しかし実際には、11月の米国大統領選でトランプ氏が勝ったことに伴い、為替は反転し円安となり、株価はふた

たび上がり始めた。セオリーに戻った。

○日銀は投資信託を買い始めた

さて、セオリーどおりの状態に戻ったのはよいとして、やはり気になるのは8月以降しばらくの間セオリー外の動きである。これについての疑

本株保有残高は約14兆円になっている。東京証券取引所の株式時価総額は同日には約540兆円だったので、日銀のシェアは約2.6%にのぼる。

ところで、日本最大の機関投資家(おそらく世界最大でもある)は、公的年金を運用するGPIF(年金積立金管理運用独立行政法人)である。保有資産額は2016年3月末で134億円、そのうち22.7%、約30兆円を国内株式で運用している。つまり、日本株の8%程度はこの2つの公的機関に保有されているのである。

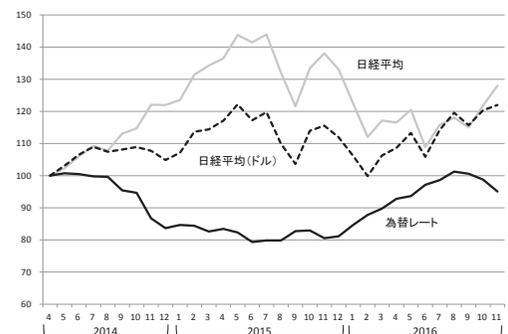
○おかしなことが起きている

さて、以上の事実から、いくつか解釈を試みてみたい。

①株価は現在、二重に下支えされている。第一は日銀のETF購入による下支えであり、第二は、GPIFの運用資産の日本株へのシフトである。一方、日本企業の株式による資金調達はこの10年近く、ネットでマイナスになっている。この理由は事業投資が少ないことと自社株買いである。利益からの内部留保と減価償却の範囲で事業投資ができる。つまり、日本の上場会社は全体として成長のための投資資金を必要としない、成熟した存在なのだが、そうであれば株価が上昇していくことに違和感がある。

②日本の株式と国債について、市場は存在するが市場原理は存在しない。言い方を換えるなら、市場原理による価格形成を期待できないということである。資本主義はどこかに行ってしまった

図 為替レート(円/ドル)と日経平均の推移



間が解けたのが12月26日の日本経済新聞1面で、「日本株購入、日銀が最大」とある。

少し解説すると、日銀は日本株を買うわけではなく、上場投資信託(ETF)を買う。ETFには日本株が組み込まれているので、ETFを買うという事は、株を買うことになるのである。

話はさかのぼり昨年7月29日。日銀はこの日、政策決定会合で追加金融緩和を決めている。同日の日経夕刊1面の記事タイトルは「上場投信の購入倍増」である。それまで日銀は国債を買う(つまり、国債の売り手に現金を渡す)ことによって金融緩和を行ってきたのだが、これまでの緩和で買いきらなかったので、買おうにも市場に国債がない。だから代替的な手段として、ETFを買おうとすることにした。年間3.3兆円の購入計画を6兆円にした。

同じ金融緩和の手段でも、国債を買うのとETFを買うのでは、ETFの方が効果的である。ETFは日本株の下支えが認識されているとすると、日本株はこの下支えを織り込み、割高になっているはずである。一方、GPIFによる日本株の買い増しはいつか終わる。この理由は、国債から日本株へのシフトが終了することと、高齢化によりGPIFの保有資産が減少し始めることである。また日銀によるETFの買い増しは、いつ終わるか、おそらく当事者にもわからない。いずれにせよ中期的には終わるのだとすると、GPIFと日銀による株高も終わることになる。そして、取引所や企業が理想とする個人投資家とは「長期保有する人」であるとする、現在の日本株はいずれ割高になった分が下がるので、個人投資家には日本株は不向きだということになる。つまり、当面の低金利と将来の株安の両方によって、個人は資産形成を阻害されるのである。

表 部門別株式売買状況(2016年5-11月、東証1部)

月	自己取引	個人	海外投資家	投資信託	事業法人
5	-1,454	-15	-3,183	-404	3,005
6	-14,909	2,943	-2,519	829	5,705
7	1,461	-4,081	1,547	-1,320	660
8	-868	-2,106	-4,457	-443	2,813
9	12,022	-637	-11,224	-7	814
10	7,018	-7,740	4,757	-2,524	531
11	4,300	-14,786	15,486	-2,428	3,378