

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

この連載の2月号で「米国は量的緩和をやめた」と書いたのだが、何と中央銀行(FRB)は「やめるのをやめ」てしまった。現在のFRB議長はJ・パウエル。前任のイエレン議長の方針を踏襲して量的緩和収束と利上げを進めて

ある。では、結果としてこれまでのような「世界的なカネ余り」に戻るのかというと、ちよつと違う。おカネは余るのだが、その行き先がこれまでとは異なることになるはずなのである。

連載 第51回

世界のお金の行き先は？

いくはずだったが、トランプ大統領はドル安、低金利で景気を刺激したい。中央銀行は政府からは独立しているので、パウエル議長は「わが道を行く」でよいのだが、まあ折れたということなのだろう。結果として、世の中の米国債はそんなに増えない。米国債に対する需要は強いので値段は上がり、結果として金利は下がる。世界のお金は、行き場を失う。カネ余り再来で

直近のカネ余り状態では、余ったお金は新興国に回っていた。米国、EU、そして日本が同時に量的緩和を進めたことよって、この3つの国・地域がカネ余りになるとともに、そこで吸収されないお金が新興国の成長を助けていたのである。おカネが余れば新興国の金利は下がり、そのぶん、成長に向けた投資をしやすくなって

経営者目線で読む景気動向

下)するが、ドルに人気が集まるので、トランプ大統領の思惑どおりにはドル安にならない。少し解説すると、投資家が米国債から離れていけばドル安になるが、長期金利は上がる。つまり、ドル安と低金利は両立しない。だから量的緩和を続けて低金利を維持し、ドル安になった場合でも金利が上がらないようにしようとしている。逆に言えば、低金利→ドル安という「逆の動き」はありえない。そうだとすると、まず無理やりドル安にする必要があるのだが、その方法は外交である。日本には量的緩和収束→金利上昇→円高(＝ドル安)が要請されている。トランプ大統領は自国の金融政策を自分の経済政策に使うとしている。だから金融政策に自立性があつてはならないのである。さらに言えば、日本の金融政策にも自立性があつてはならないということになる。それも、日本の政府が中央銀行(日銀)をコントロールすればよいというのではなく、米国政府、というよりトランプ大統領が日本の中央銀行を管理したい。ここまで論理構造が単純明快だと、かえって迫力を感じる。

○日本株の不思議

そして、現時点においてリスク回避と投資収益を同時に実現できるという不思議な投資対象がある。日本株である。なぜそんな理不尽なことが起きているのかというと、日銀が上場投資信託(ETF)を買い続けていることによる。購入の規模は年間6兆円に上る。東証1部の時

表 日銀が筆頭株主とみられる主な企業 (2019年3月末)

社名	実質保有比率(%)
日東電工	15.3
ファナック	12.7
オムロン	12.5
日本ハム	12.2
宝HD	11.7
東海カーボン	11.0
安川電機	10.3
サッポロHD	8.0
ユニチカ	6.7
京王電鉄	6.3

出处:日本経済新聞

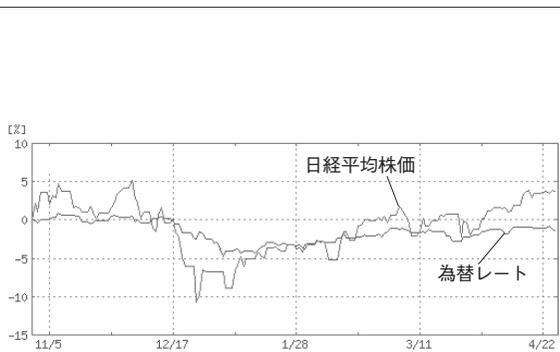


図 2018年11月～19年4月の為替と株価
注:為替レートは下方が円高。

価総額は600兆円程度である。年間の売買代金は2018年には740兆円程度だった。つまり、時価総額、売買代金の1%程度を年間で買い越していることになる。1%という少な

○新興国は「色分け」される

しかし現在は、米中貿易戦争の最中である。すでにこの連載でも示したとおり、米中貿易戦争の影響を、米国はほとんど受けない。ダメージが大きいのは、経済規模が小さく、中国への輸出が多い国である。日本の輸出先の第一位は中国だが、日本は経済規模が大きいので、中国への輸出が停滞したとしても、経済全体に与える影響は軽くて済む。そうはいかない新興国が多い。

そうなる何が起きるか。先進国のカネ余りは、新興国の成長を支えてきたのだが、右に述べたことの影響として、このお金が入ってくる新興国と、入ってこない新興国に色分けされることになる。お金が入ってこないのは、中国向け輸出が停滞し、経済成長が止まってしまっている新興国である。お金が入ってこなければ、金利が上がると、国も企業も資金調達が難しくなる。極端な場合は、通貨危機が起きる(極端と書いたが、現実には起きている)。そうすると、経済停滞だけでは済まない。投資家にはこのリスクが見えているので、投資対象としての新興国を選別する。つまり、以前と比べると、新興国に回るお金は減少しているはずである。

では、残りのお金はどこへいくのか。米中貿易戦争というリスクの高い状況の下では、リスクオフ行動を採る投資家が増える。つまり、リスクが極めて小さい投資の割合が増える。資金の行き先は米国債、日本国債である。この結果として米国の国債価格は上昇(＝長期金利は低くなる)。

さらに言えば、日本の株価は保たれている。額を増やしている。市場に対してニュートラルな立場をとるとのことなら、株価によらず購入額を一定にすればよい。そうすれば、株高の局面では購入数が減少し、株安なら増加する。しかし実際には、株安のときには購入数ではなくて額を増やしている。これはどうみてもP KO、つまり株価維持操作である。

図は最近の株価と為替の推移だが、これをみてわかるのは、一見してセオリーから外れてしまっているという点である。為替は変動せず、株価は上がり続けている。「セオリー」は何かというと、円安なら日本株を外国人が買い、円高で売るといふものである。しかし現在は為替と関係なく株価が動いている。つまり、為替以外に大きな株価変動要因がある。そしておそらくそれは、日銀が買い続けていることなのである。日銀は2020年末には、年金基金(GPIF)を上回る最大の株式投資家になる見込みである。実質的に日銀が大株主になっている企業を表に示す。日銀が買っているのは投資信託なので、議決権を持つわけではない。だから問題ないという考えのようだが、大株主が議決権行使する意思を持たず、値上がりも期待しないというのは資本市場の論理を歪ませるものである。日本も米国も、金融政策は壊れてしまっているのではないか。