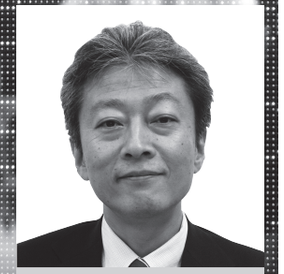
経営者目線で読む景気動向



武藤泰明

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嘱任。専門はマネジメント。

連載第37回

歪んだ円高

前回に続いて、2月初旬以降の株価の急落、乱高下をとりあげてみたい。この現象には、ちょっと不思議なところがある。それは何かというと「米国経済が好調だと、米国の株価が下落する」というものである。常識では考えにくい。まずこの仕組みについて解説すればつぎのとおりである。

①米国の経済指標が上向く。つまり好況であると皆が知ることになる。
②インフレが予想される。
③金利上昇が予想される。
④投資家が、手持ちの米国債を売り急ぐ。金利が上昇するということは国債の流通価格が低下することを意味するので、下げる前に売りたいと考えるためである。
⑤この結果として、実際に長期金利が上昇（国債価格は下落）する。
⑥国債の利回り（長期金利）が向上するので、投資家の資金が株から国債にシフトする。
⑦米国の株価が下落する。

読者が疑問を感じると思われる点について、少し解説をしておきたい。もし国債への需要がきわめて強ければ、右の⑥結果として、国債の価格はそれほど下がらないはずだと考えることもできる。そうならない理由は、債券の市場が株式の市場より大きいことである。つまり、右の④で国債市場から逃げていくお金のほうが、⑥で株式市場から流入する額よりも大きかったからである。結果として、株は下がるが国債金利は下がらないという構図になる。

○「消去法」の株式投資

つぎに、米国の景気がよければ、米国企業の収益が上がり、米国株も上がると考えるのが常識である。たしかに、2月下旬になって、米国企業の業績がよくなるという観測から、株価は少し戻している。2月上旬から中旬にかけての株安は、少し行き過ぎだったのかもしれない。

ここで留意しておきたいのは、米国の株価が高すぎたという点である。米国上場企業のPER（株価収益率。株価÷1株あたり純利益）は、昨年末まで上がり続けていた。つまり、企業の収益力に比べて株価が割高になっていたのである。一種のミニバブルだと言ってよいだろう。

そうなった理由は、米国の量的緩和によって国債の金利が低く抑えられていたためである。つまり、行き場のない資金が、言わば「消去法」で株に向かっていた。しかし米国では量的緩和はすでに収束がはじまっている。したがって長期金利が上がることが「確実な未来」なので、理由は何であれ金利上昇が予見されれば株式市場から資金が逃げることになる。

○株安の連鎖とは何か

さて、米国の長期金利が上昇すると、セオリーとしては、日本との金利差が開くので、資金はドル（高金利の米国債）に向かい、円安になる。円安になれば、日本株はドルで見て割安になるので、日本株は上がるはずである。しかしそうなっていない。逆に円高になり、ここから先はセオリーどおりに株価が下がっている。

円高の理由は、④で米国債から逃げた資金が、「安全な円」に向かったためである。⑥で米国株から逃げた資金の一部も円に向かっているのだろう。結果として円は高くなり、目に見える現象としては日米の「株安の連鎖」をもたらす。つまり「米国株が下がったことを理由に、日本株も下がる」ということではない。米国債からの資金逃避が米国株と日本株を下げているのである。

○「安全な円」とは何か

では、なぜ「円は安全」なのか。あるいは「安全とは何か」。その答えは、「日本の金利がこれ以上大きく下がらないという意味において、円は安全」ということである。何しろ日本の金利は政策によってゼロにほぼ固定されている。利回りは極めて低いが、価値が下がらないという意味において安全なのである。

またこのことは、投資家にとってリスクとは何かということを如実に示している。金融の世界では、リスクとは普通名詞の「危険」ではなく「分散（振幅）」を指す。下に振れれば振幅は「危険」になる。日本の金利は動かないので、投資家から見ると日本国債はリスクフリーなのである。また投資家の資金が日本国債に向かえば円高になる。したがって、円高になると考えるなら、日本国債はほとんど金利がなくても為替差益を生む。だから円が買われることになる。

世界の現在の投資資金は、投資家のリスク意識によって移動していく。このリスクとは、移民や紛争などではなく、直接的には投資家自身の財務リスク意識：つまり、投資資金の価値の変動の大きさについての「予感」なのである。したがって、金融資本市場関係者がリスクを感じれば、それだけで資金が大きく動く。もちろん、紛争などの現実世界のリスクによって、市場関係者のリスク意識が高まることもあるだろう。しかし現実のリスクは、リスク意識の中では必ずしも大きな位置を占めていない。紛争が極めて大きなものになれば様相は異なるはずだが、重要なのは、現実のリスクが小さくても、リスク意識が高まることがあるという点なのである。

○最優先は安全保障

今回の株式・債券価格の急激な変動のもう一つの特徴は、日米の政策当局がほとんど動かなかったことである。米国はFRB（中央銀行）の代表である議長の交代期にあたっていた。意思決定の最も難しいタイミングだったということができるだろう。日本政府も、通常なら円高にはいわゆる「口先介入」、つまり遺憾の意や懸念を表明するのだが、今回は動いていない。

おそらくその理由は、米国政府が昨春、つまりトランプ大統領就任直後から、行きすぎた円安に対してクレームしているからである。円高は日本の株安と企業収益の低下をもたらすので、国益の観点からは日本は是正を示唆すべきなのだが、日米関係について、日本が現在最も優先するのは安全保障である。平昌冬季五輪で朝鮮半島の2国の距離が近づいたことは一般論としては好ましいことだが日本にとってはそうでもない。これまで以上に米国の影響力に頼らざるを得ないとすると、経済は二の次ということになるのである。

○歪んだ円高

日銀はこれまで、量的緩和、すなわちゼロ金利政策によって円安・株高を演出してきた。量的緩和の目的はインフレの実現だったのだがうまくいっていない。実現されたのはゼロ金利、円安、株高である。今回は、ゼロ金利であることによって、これまでとは逆に円高が進んだ。結果は株安である。教訓は、海外とくに米国の金融情勢によって、ゼロ金利が円安をもたらすことも円高を招くこともあるという点である。日米欧は量的緩和という過去に例を見ない金融政策を試みた。何が起きるのかについて、経験則のない世界に入っている。

確実に言えるのは、この政策は為替相場を歪めるという点であろう。量的緩和は市場に現金を供給する政策なので景気が刺激されたが、金利が下がった。最近の語で言えば「適温経済」である。しかし米欧の量的緩和の収束がはじまったことにより、長期金利は基本的に上向きである。景気と金利が連動するという「普通の状態」に戻りつつある。日本だけが「蚊帳の外」にいることで、為替が歪むのである。