



労働市場のトレンド
未来予測の羅針盤!

武藤泰明の 経営者目線で読む 景気動向

連載
第65回

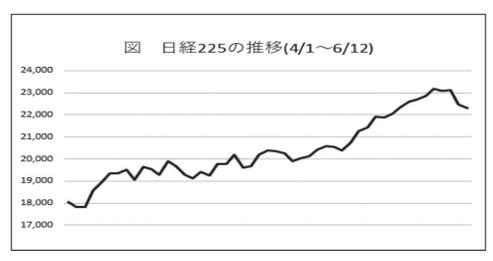
株高の怪



むとう やすあき
武藤 泰明

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の主席研究員を経て、2006年から早稲田大学スポーツ科学学術院教授。専門はマネジメント。「スポーツファイナンス」(大修館書店)、『人手不足時代の人事戦略』(日本能率協会マネジメントセンター)など著書多数。

新型コロナウイルス(以下「コロナ」)の影響で、経済も雇用もひどい状況にある。今年度に入ってからそんな話ばかりこの項に書いていたのだが、不思議なことに株価は堅調である。図は4月以降の株価の推移だが、これを見ると、緊急事態宣言とか、東京アラートとか、そんなものがあつたのかというような風情で株価は上がり続けている。米国は感染状況が日本とは違うので単純な比較はできないが、やはり4月以降順調に戻している。なぜなのか、おかしくないか、これからどうなるのか、といったところが今回の



テーマである。
お金の行き場がない
米国については、「4月に入ってからからの経済活動再開を市場が好感したこと」「FRBが量的緩和を表明し、金利がゼロに近づいたこと」あたりが、株式に資金が戻った理由であると説明されていることが多い。長期金利の低下は商品(金属、原油など)への資金流入にもつながっている。結果として、ガソリン消費や銅需給は決して良いわけではないのだが値が戻っている。要は、行き場のないお金が株と商品を目指したということである。では日本はどうかというと、6月19日に県境を越える移動の自粛が終わり、22日からはすべての業種で自粛要請が解除された。とはいえ経済活動再開という雰囲気はあまりない。高速道路は少し混み始めたようだが、全体としては「新常态」で低位安定、つまり経

ナスは売り越しであることを示している。これを見ると「委託」は4月が2000億円、5月が5500億円の売り越しになっている。つまり、投資家は日本株を売った。そしてこれを証券会社が自己勘定で買い支えているという構図である。金額は2か月で9000億円弱になっている。6月に入ってからデータは週単位のものが公表されているが、証券会社は2週間で8000億円弱の買い越しである。日銀が上場投資信託(ETF)で買っている上場株式が月間5000億円程度なので、証券会社の買い越しがいかにすさまじいかということである。
もし証券会社が自己勘定で買っていないければ、投資家の売値は下がったはずで、そうで

済は株価を上げる「材料」にはなっていないと言つてよいだろう。
国債大増発は必至
つぎに金融市場について。前提として、すでに令和2年度の補正予算が2回組まれていて、第1次25・7兆円、第2次31・9兆円、合計57・6兆円である。
この中には給付金もあれば貸付金もあるのだ、企業会計ふうに言えばまるまる全部が「費用」ではないのだが、貸付をするにはお金が必要で、しかし国にはお金がないので、この額の国債が増発されると考えてよいのではないかと思われる。大増発である。
これまでコロナとは無関係に、政府は財政赤字を穴埋めするために国債の残高を20兆円ちよつと毎年増やしてきた。そして日銀はこの増分を市中(おもに銀行)から買い取つていたので、年間の国債買入れ額は半年の20

数兆円+補正予算額(50兆円)、合計で80兆円くらいになるのだろう。3次補正があればさらに上積みされることになる。

日本には「緩和マネー」は存在しない

しかし、日銀が国債を買い取るための80兆円の現金は、世の中の「緩和マネー」にはならない。以前説明したように、銀行は日銀に国債を売り渡して得た現金(80兆円である)を日銀に預ける。この預け金がないと、日銀は国債を買うお金がないのである。つまり、日本にはあまり「緩和マネー」はなくて、そのかわり日銀は年間6兆円程度、上場投資信託を通じて株式を間接的に買っている。投資信託だから企業に対する議決権はないのだが、少なくとも保有額は日本でも1、2位の株主になっている。だから投資家は安心して日本株を買ってきたと言つてよい。この安定大株主は売らないからである。

なぜ株価は上がるのか

では、日本株の上昇要因が緩和マネーではないとして、日銀以外にこの相場に貢献したのはだれかというところ、証券会社である。2017年後半、日本の証券会社は、自己勘定で株を買うことによって株高を演出したのだが、今回も似たような動きをしている。表は本年3〜5月の東証一部株式の売買状況である。「自己」は証券会社が自分の資金で売買したもので「委託」は投資家からの依頼に応じての売買である。プラスは買い越し、マイ

	3月	4月	5月
自己	7716	3014	5855
委託	-5045	-2039	-5548
法人	7883	5760	-1598
投資信託	-1495	-1395	-1366
事業法人	3669	1326	1269
生損保	585	-86	-224
都銀地銀等	-1494	-661	-448
信託銀行	7328	6741	-1001
個人	8473	-15	-1818
海外投資家	-21848	-7612	-2093

あれば日経225も下がっていた。経済の現況と関係なく株価が戻っている理由は、ここにあると言つてよい。
それにしても、証券会社はなぜこんなことをするのか。知りたいところだが詮索しても仕方がない。株価が演出されているという事実を把握しておけばよいということであろう。また表にはないが1、2月は証券会社は売り越しになっていた。おそらく、抱え込んだ株式の放出である。いつ抱え込んだのかというと、株価が低迷しそうなタイミングであろうというのが、データの語るところである。演出としか言いようがない。
念のために、3月は株価が劇落ちしたのだが、この月の証券会社の自己勘定は7700億円の買い越しだった。やはりという感じである。つまり、買い支えている。そして海外投資家は2兆円の売り越し。この月は米国株も驚くほど下がっていたので、投資資金がどこへ行ったのかはつきりしない。おそらくはリスクオフ、つまり、リスクのない状態で眠らせておいたと考えるべきだろう。
コロナ以前には、EUや米国では、発行しすぎた国債を中央銀行が保有し続けるのは不健全なので、これを中長期的にどう減らしていくかという政策があつた。このような政策が議論されないのは日本くらいのものであったのだが、しかしコロナのせいで、どの国も見通しを持ってなくなつてきている。中央銀行、国債、そして金利は、未経験の領域に入りつつある。どうなるか、だれにもわからない。