



# 武藤泰明の 経営者目線で読む 景気動向

連載  
第106回

## リスク資産化した日本円

日本株が好調である。バブル崩壊以降の最高値になったと新聞には書いてあるのだが、バブル崩壊の時期については諸説あるので、まずは淡々と過去の事実を整理しておきたい。

日経平均株価のピークは、1989年12月末(29日)。3万8915円である。翌90年の1月4日は3万8712円、同年末が2万3848円なので、一年で4割落ちた。まさに「崩壊」である。昨2023年11月24日の日経平均は一時3万3817円まで上げていて、90年は3月5日が3万3845円(終値)で、その後は現在まで、これより低い。だからほぼ「バブル崩壊以降の最高値」といってよいだろう。

最近の株高の理由だが、昨年10月号で説明したとおり、基本的には円安、加えて中国の変調に伴い同国企業から投資資金が流出し、その一部が日本に向かった。

高度成長期の日本企業は、円安だと輸出が増えて利益が増えた。実態として高収益になっていた。現在の「円安⇓高収益」は、実態は変わらなくても円ベースの決算だけをよくなっているの、少し危ういところがある。

### ○外国人投資家のリスクオフ

もちろん、外国人投資家はこのようなカラクリは百も承知である。彼らの多くは、ドルと円だけでなく、複数の通貨とその通貨建ての資産に投資している。だから市場を評価するときはその通貨で見て、自身の投資収益はドルで考える。

ただどうも、昨年10月号の原稿を書いた後、つまり8月下旬から外国人投資家の動きが少しおかしい。日経平均は下げ基調になっていた(表2)。そしてこの間の株式売買データを見ると、外国人投資家は売り越しである。

表2 2023年の日経平均と為替の推移

	日経平均	円ドルレート	日経平均(ドル)
1	2万7327	130.15	210
2	2万7445	136.19	202
3	2万8041	132.83	211
4	2万8856	136.30	212
5	3万0887	139.34	222
6	3万3189	144.32	230
7	3万3172	142.26	233
8	3万2619	145.53	224
9	3万1857	149.35	213
10	3万0858	151.70	203
	11.24	3万3625	225
11月÷1月	123	115	107
10月÷1月	113	117	97

注：株価と円レートは11月を除き各月末終値

念のために言えば、内需型の、円安で収益が低下しそうな会社でも株高になっている。たとえばオリエンタルランドと山崎製パンは今年、上場来最高値を実現した。大したもの

表1 株式時価総額上位10社の比較

1989.12.29	時価総額(億円)	2023.11.24	時価総額(億円)
NTT	229320	トヨタ	457309
日本興業銀行	150023	ソニーG	162049
住友銀行	105499	三菱UFJ	160562
富士銀行	99884	NTT	156108
第一勧業銀行	92140	キーエンス	153658
三菱銀行	91642	ファストリ	117805
東京電力	81276	東京エレクトロン	113215
三和銀行	80925	KDDI	107237
トヨタ	77086	信越化学	105740
野村証券	67356	三菱商事	101645

好調な企業の顔ぶれはバブル期とは大きく変わっている(表1)。1989年末のバブルのピークには、株式時価総額上位10社のうち6社が銀行、野村証券を加

各月末の日経平均は、1月が2万7327円、10月は3万858円なので上昇しているのだが、日経平均をドルで表示すると、1月は210ドル、10月は203ドルである。その間に日本円は130円が151円になり、日本株の買い時に思えるのだが、外国人投資家は全体としては逃げていたのである。

ではなぜ「逃げた」のか。どうも「リスクオフ」する投資家が多かったらしい。金融用語でリスクは「危険」ではなくて「振幅」である。つまり、投資家は中国株からは「危ないから逃げた」のだが、日本株からは「為替がどう動くかわからないので逃げた」ということだ。全員が逃げたわけではない。でも日本株が売り越しになるくらい、逃げた投資家が多かった。

リスクオフは投資家がリスク資産から安全資産へと投資先を変更することを指す。金融資本市場のリスクが大きいと投資家が考える場合、保有資産を安全なドルと円に移すというのが、これまでのリスクオフである。つまり、リスクオフでは円が買われた。しかし昨年の8月中旬以降に起きていたのは、逆の動きである。円はリスク資産とみなされていたということだ。そして実際に、円は3カ月で5%程度下げた。5%は大きくないと思うかもしれないが、年率だと20%である。円安で日本株が買われるのは、いずれ、といってもそう遠くない未来に円高に戻すと考えるからである。しかし実際には、為替は10月に150円台に突入した。

えると7社が金融である。これに対して、現在の上位10社を見ると金融は三菱UFJ一社、また1989年にもランクに入っていたのはトヨタとNTTだけで、あとは入れ替わっている。伸びる会社があるから日経平均も上がっているのだということがよくわかる。

### ○円安で見かけの企業収益がよくなる

この連載で何度も書いてきた基本原理は「外国人投資家は円安で日本株を買い、円高で売る」ということである。投資対象企業(銘柄)の株価が変わらなくても、為替差益で利益が出るからだ。加えて、事業の海外比率が高い会社が多くなっていて、海外であげた利益は連結するときに円安で割高になる。つまり「見かけ」として高収益になるので株価が上がりやすい。逆に円高が進行すると、海外の利益は目減りする。だから右に書いた「円安で買い、円高で売る」が合理的なのである。

あいにく、現在の日本(財務省)は、円安に介入することが難しい。「介入する」とは、円を買ってドル、典型的には米国の国債を売ることである。しかし、米国債を売れば米国の金利が上昇する。今のところ米国は利上げ終了をしていないものの、そのタイミングを計っている。そんなときに勝手に売られては困る。加えて、中国がドルを派手に売っている。米国債保有高が一番が日本、つぎが中国である。中国の「勝手な」行動が日本の金融政策の重しになっているということだ。

結局10月末になって、日銀は長期金利が1%を超えることを容認した。これによって、日本の金融政策のノーマライゼーション、つまり「普通の状態に戻すための試み」が始まったと見られている。この結果、円は少し高くなって、株価もふたたび上がり始めた。円安が進行しなくても、今後の円高が見込めれば日本株に資金が集まる。そんな構図である。

### ○つぎの「リスク資産化」は日本株

一連の動きをみてあらためて思うのは、マインナスあるいはゼロ金利政策が、円をリスク資産にしまったらいたいのだろうということである。そしておそらく、つぎの「リスクオフ」の対象になるのは日本株ではないか。なぜなら、日銀のつぎの「大仕事」の一つは、保有するETF(上場株式投資信託)を放出することだからである。為替や企業業績だけでは読めないような「嫌な」変動要因を、日本株は抱えている。



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。