

みずほマーケット・トピック(2021 年 9 月 16 日)

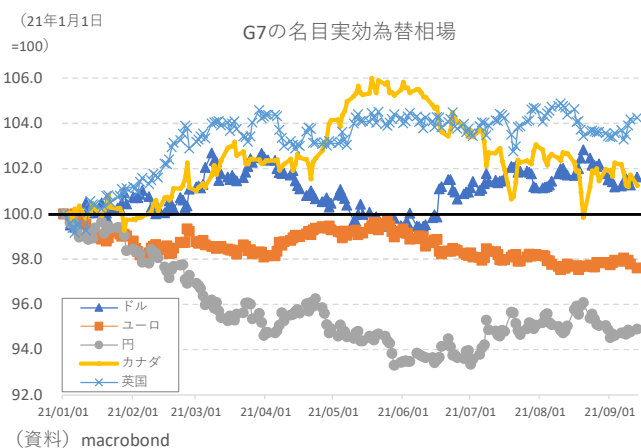
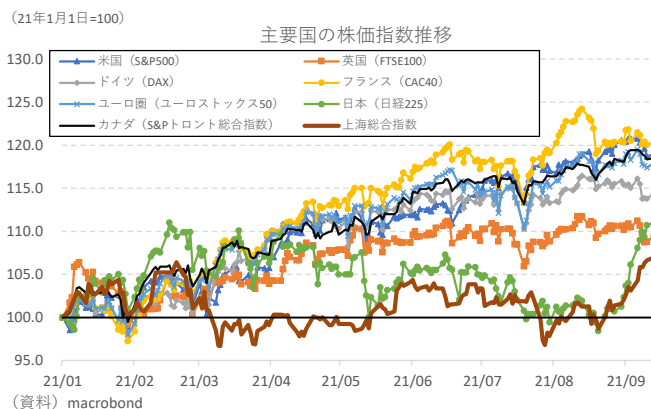
日本株上昇をどう解釈すべきか～2つの理由の妥当性～

日本株の騰勢が目覚ましい。9月15日までの1週間では実に+8.6%上昇、年初来では+11.2%上昇と英国 FTSE(+8.6%上昇)を追い越している。片や、為替市場では名目実効為替相場に関し円は年初来▲5.1%と G7 通貨の中ではやはり弱い存在である。筆者は債券(金利)市場と異なり、金融政策の影響が及ばない株式・為替市場では防疫政策の不味さ(の結果としての成長率低迷)が嫌気され日本回避色が強まっていると考えてきたが、その基本認識を修正すべき時期に差し掛かっているのだろうか。現状、株高の理由として挙げられているのは大別して2つ。①菅首相による自民党総裁選不出馬表明、②感染者数の顕著な減少傾向である。これらの妥当性と展望に関して検討してみたい。結論から言えば、いずれの理由も株高の持続を約束するものではない。防疫政策に関し、欧米型のアプローチに追随すればその限りではないが、過去1年半の分科会やこれに追随する為政者の動きを見る限り、10月以降の経済正常化にも過度な期待は抱けないだろう。日本株は円と同様、相対的に低い評価の定位置に戻ると予想。

～株価指数、英国を抜いた日本～

年初来、株式市場でも為替市場でも日本回避の動きが強まってきたことは過去の本欄でも繰り返し論じた通りである。だが、ここに来て日本株の騰勢が強まっており、9月14日には約31年ぶりの高値をつけた。日経平均株価指数は9月15日までの1週間では実に+8.6%上昇、年初来では+11.2%上昇と英国 FTSE(+8.6%)を追い越している(右図・上)。片や、為替市場では名目実効為替相場(NEER)に関し円は年初来▲5.1%と G7 通貨の中では突出した弱さが続いている(右図・下)。

筆者は債券(金利)市場と異なり、金融政策の影響が及ばない株式・為替市場では防疫政策の不味さ(の結果としての成長率低迷)が嫌気され日本回避色が強まっていると考えてきたが、その基本認識を修正すべき時期に差し掛かっていると考えべきだろうか。以下で簡単に考察したい。



～株高の2つの理由～

株高の理由として挙げられているのは大別して2つで、①菅首相による自民党総裁選不出馬表明、②感染者数の顕著な減少傾向である。これらの妥当性と展望に関して検討してみたい。

まず、①に関しては、日経平均株価指数は菅首相の不出馬表明のあった9月3日午後から上昇基調に入っているのも、材料視されているのは間違いない。本欄でも繰り返し述べているように、ワクチン開発国でもなく、また開発国から地理的に離れているという条件にも拘わらず、その調達に算段を付け、世界最速の接種ペースを実現したことは菅政権の実績である。だが、この実績の総仕上げは行動制限解除を伴う経済正常化のロードマップを描いてこそ完結するものだったのも確かである。分科会と溝を深めても五輪開催に踏み切ったのであれば、そのタイミングでロードマップも示すべきだった。国内経済に対しては「ワクチン接種率が高まっても油断するな」と情報発信しながら、「しかし、五輪は敢行する」という意思決定が多くの国民に矛盾と受け止められ、支持層が離反してしまったように見受けられる。今週の本欄¹でも詳しく議論したように、日本は「ワクチン接種で出口に辿り着く」という欧米型アプローチを志向しているようで出来ていない。その戦略性の欠如に起因する気持ち悪さが支持率低下の背景にあったと筆者は考えている。

～新政権への期待？～

株価の話に戻す。菅政権退陣が株高の理由ならば「新政権には相応の期待が持てる」という話に直結してくる。それは本当だろうか。自民党総裁選挙の行く末は河野行革担当大臣のリードが伝えられるものの、まだ予断を許さない。また、各候補者の唱える経済政策に関しては大まかに示されているものの、不透明な部分も大きい。例えば、河野大臣は金融政策並びにインフレに関する所見として「経済成長の結果からくるもの」と2%物価目標の達成を疑問視する姿勢が報じられている。これは「物価が高くなれば成長率も付いてくる」というリフレ政策に通底する倒錯した思考回路を暗に批判しているようにも見える。この考え方自体、筆者は全く同感だが、株式市場参加者に好まれるような考え方ではない。また、ロックダウン法制化に前向きな同氏の防疫姿勢は経済成長にとって致命傷になりかねず、やはりここもとの株価連騰と矛盾する。もっとも、同氏の持論として危惧されていた脱原発は「産業界も安心できる現実的なエネルギー政策を進める」と現実路線への回帰も垣間見られている。これが株価にとって補って余りあるプラス材料と受け止められている可能性はあるが、総じて株式市場参加者が総裁選を吟味した上で株価形成に寄与しているようには思えない。

なお、レジームチェンジが買い戻しの理由として使われただけという割り切りも捨てきれない。年初来の日本株への評価は先進国中で圧倒的に低かった。それだけショートが積み上がっていたという事実もあるだろう。アベノミクスフレーズと共に展開された2012年12月以降の大相場が頭をよぎった参加者もいるかもしれない。要するに足許の株高は「単なるポジション調整」の域を出るものではなく、持続可能性を期待させる動きにはならないという考え方もある。

～感染者減少を活かせるとは限らず～

次に②感染者数の顕著な減少傾向である。真っ当に考えればこれは株高の理由になるはずである。正確には「感染者数の顕著な減少」はその結果としての「緊急事態宣言の解除」、そして「行

¹ 本欄 2021 年 9 月 13 日号『接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」』をご参照下さい。

動制限の解除」に至るものである。接種率が米国を超えた今、「行動制限の解除」こそが日本経済復活の鍵に決まっている。しかし、過去 1 年半にわたる新型コロナウイルス感染症対策分科会の挙動を踏まえる限り、この「真っ当に考えれば」が通用するとは限らない。ひいては政府・与党も結局は分科会の姿勢に沿った意思決定を下す可能性が今後も否めないように思う。そもそも英国や米国が春先に提示したようなロードマップすら日本にはまだ存在しない。総裁選候補者からもそのような論点は殆ど見られていない。本来、感染者が急減しているこのタイミングでの総裁選なのだからロードマップの中身が議論されるべきだと思うが、逆に「ロックダウンの是非」が争点化している。元より、感染状況と経済成長にバランスを取った合理的思考ができるならば、ワクチン接種率が 50% 超えた状態で緊急事態宣言の延長などあるはずがない。今の日本の為政者に対し、コロナに係る各種行動規制が顕著に緩和されるといった方向で過大な期待を抱くべきではないと筆者は思う。

もっともありそうなシナリオは冬場に次の感染の波が来た時に緊急事態宣言が解除されたことに帰責した議論が繰り返され、再び宣言発出に至るという展開である。そもそも遵守すべきロードマップが存在しないので、場当たりのブレーキを踏んで様子見るしかないのである。ロードマップは非日常を終わらせるための戦略だが、この戦略がないために「世界最速の接種率」という現状考えられる最高の戦術も活かせず、G7 最低の成長率に沈んでいる。ここまでが事実である。9 月に入ってから株高は事実が劇的に変わることを見込んでいなければ正当化が難しいように思う。

元よりゼロリスク信仰への傾斜度合いが強い日本人の気質を踏まえれば、これまで通り「第 6 波が不安」という声の下、中途半端な行動規制をかけたまま 10～12 月期も緊急事態宣言を繰り返すことになるかと筆者は予想する。それは FRB や ECB がテーパリングの意思決定を下す時期と一致するはずだ。過去の本欄で論じたように、実質実効為替相場で見えた円は 1970 年代前半の水準にとどまっている。足許好調な株価もこれと整合的な下落に至るとというのが筆者の基本認識である。

市場営業部兼金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2021年9月14日	70年代前半まで落ち込む円の価値、その意味
2021年9月13日	接種率の米国超えも、漂流する「戦略なき経済」
2021年9月10日	週末版(ECB政策理事会を終えて～12月がPEPP終了判断の分かれ目に～)
2021年9月8日	米消費者心理と米国の所得・消費環境について
2021年9月7日	世界経済は「踊り場」も円相場シナリオは揺るがず
2021年9月6日	米8月雇用統計を受けて～当面の3つのシナリオ～
2021年9月3日	週末版(ユーロ圏の物価情勢と孤立する日本～日米欧の物価情勢格差も鮮明に～)
2021年9月1日	ECB政策理事会プレビュー～にわかに出口ロード～
2021年8月30日	ジャクソンホール経済シンポジウム～市場は安堵の様相～
2021年8月27日	週末版(ECB議事要旨を受けて～新ガイダンスを巡って議論紛糾～)
2021年8月26日	混沌極めるドイツ総選挙～真実味帯びる「CDU/CSU」下野～
2021年8月24日	銅金レシオ急落はリスクオフ開始の合図か？
2021年8月23日	ECB政策理事会プレビュー～「静観が吉」しかない情勢～
2021年8月20日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～正常化プロセスは視界良好～)
2021年8月19日	迫るメルケル退場～欧州の未来を問う選挙～
2021年8月17日	本邦4～6月期GDPを受けて～完全復元は23年以降に～
2021年8月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年7月分)
	メインシナリオの障害～米消費者マインドの動揺～
2021年8月13日	週末版(「異形の経済」が修正されるドイツ～アフター・メルケル時代へ)
2021年8月11日	世界に範を示す英国の金融政策運営
2021年8月10日	米7月雇用統計～実現に近づくウォー想定～
2021年8月6日	週末版
2021年8月3日	「雇用の最大化」に近づく米国経済
2021年8月2日	アフターコロナを捉えた米欧の4～6月期GDP
2021年7月30日	週末版
2021年7月29日	FOMCを終えて～「著しい進展」が視野に～
2021年7月28日	1人負けが鮮明となっている日本の経済・金融情勢
2021年7月27日	「米国買い」をテーマとする金融市場の現状
2021年7月26日	ECB政策理事会を終えて～歴史的な修正～
2021年7月21日	週末版
2021年7月20日	変化の兆候を感じる円相場～需給・物価要因に変調～
2021年7月19日	気候変動オベを受けて～バランスに配慮した素案～
2021年7月16日	週末版(「ドル安見通し」の内情を探る～「需給」でドル安の真実味～)
2021年7月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年6月分)
2021年7月14日	米インフレ率の騰勢とノイズ化するドットチャート
2021年7月13日	気候変動対策に動き出したECB～戦略修正を受けて～
2021年7月12日	猜疑心強まる民間部門～緊急事態宣言と貯蓄～
2021年7月9日	週末版(ECB、18年ぶりの戦略修正の中身～ハト派修正であることは確か～)
2021年7月8日	米金利低下でも買われない円。理由はどこに
2021年7月6日	想定される3つのシナリオ～BIS年次報告②～
2021年7月5日	Pandexitと格差拡大～BIS年次報告～
2021年7月2日	週末版(2021年上半期の為替相場レビュー～下半期はワクチンから金融政策へ～)
2021年7月1日	世界の外貨準備動向～21年3月末時点～
2021年6月28日	22年Q1に完全回復を見込むECB。「次の一手」は？
2021年6月25日	週末版(ワクチン相場の意味期限とリスク～「ワクチン接種先進国のつまずき」に怯える局面～)
2021年6月23日	やはり無理が出始めた北アイルランド国境管理
2021年6月22日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その②～
2021年6月21日	遂に日銀も踏み出した中銀のグリーン化～その①～
2021年6月18日	週末版
2021年6月17日	FOMCを終えて～前倒しで進む正常化シナリオ～
2021年6月16日	新たな安全資産の誕生～ハミルトン・モーメントか否か～
2021年6月15日	イングランド行動制限延長も構図は変わらず
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年5月分)
2021年6月14日	ビットコイン法定通貨化に関する考察
2021年6月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPのその先を考える～)
2021年6月9日	ワクチン追い風に盛り返すドイツ与党～最後の前哨戦～
2021年6月8日	試され始めた「双循環」～元高容認に変調～
2021年6月4日	週末版(米5月雇用統計を前に～どうあれドル/円相場の行く先は変わらず～)
2021年6月3日	「蚊帳の外」感の強まる円相場～細る取引高～
2021年6月2日	着実に進むユーロ圏の日本化とユーロの堅調
2021年6月1日	米インフレ基調の現状と正常化プロセスへの考察
2021年5月28日	週末版(BOE早期利上げ観測の傍らで浮上する英国リスク～試されるワクチンの力～)
2021年5月26日	30年連続「世界最大の対外純資産国」の背後にドイツあり
2021年5月25日	「量」を意に介さないユーロ相場の騰勢
2021年5月24日	「コロナの終わり」で再認識する暗号資産の虚実
2021年5月21日	週末版
2021年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年4月分)
	FOMC議事要旨～テーバリングが必要なのは財政政策？～
2021年5月19日	ECBのテーバリングはあるのか？
2021年5月18日	鮮明になる円に対する低い関心
2021年5月17日	円相場の基礎的需給環境～Q1を終えて～
2021年5月14日	週末版
2021年5月13日	インフレ懸念で米金融政策は動きそうか？
2021年5月12日	連動が戻り始めた米株価と米消費者心理
2021年5月11日	スコットランド独立を巡るQ&A～現状と展望～
2021年5月10日	最近の為替市場に見る「正常化の胎動」
2021年5月7日	週末版(FRBの対話を阻害してしまうイエレン長官の存在～避けたい「院政」状態～)
2021年5月6日	明暗が鮮明になった「米国 vs. ユーロ圏 & 日本」
2021年4月30日	週末版
2021年4月27日	「成長痛」に直面しそうな新興国はどこにあるか？
2021年4月26日	年後半に警戒したい金融市場の「成長痛」
2021年4月23日	週末版(ECB政策理事会を終えて～6月、テーバリングと曲解されるリスクを警戒～)
2021年4月21日	ユーロ圏銀行貸出態度調査～与信環境の厳しさは継続～
2021年4月20日	調整色が強まってワクチン相場の核心は変わらず
2021年4月19日	為替政策報告の読みから～イエレン長官の思惑は～
2021年4月16日	週末版(長きにわたる正常化プロセスの始まりか～まずはパウエルショックの回避が至上命題～)
2021年4月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年3月分)
2021年4月14日	多様化が進む世界の外貨準備～ドル離れが顕著に～
2021年4月13日	ユーロ相場の展望～盤石の需給が支えに～