

日本経済 ～露呈する日本経済のアキレス腱～

経済調査部 鳶峰 義清

最大投資家の“売り”

米サブプライムローン問題に端を発した世界的な市場の混乱は、日本にも飛び火した。日経平均株価は、1万8千円前後での推移が続いていたが、8月中には1万6千円を割り込む場面も見られた。米国景気に対する悲観的な見方の台頭が、そのまま日本経済の下ぶれ懸念に繋がったほか、円高によって企業収益が思ったほど上方修正されないとの見方が強まったことが、株安の背景だ。

さらに、偏った株式保有構造が、株安を助長した側面がある。すなわち、欧米での株安によってリスク許容度が極端に低下した外国人投資家の日本株売りに対して、これを買い支えるような存在が小さく、下落幅が必要以上に大きくなった点が挙げられる。

日本の株式に占める外国人投資家の保有比率は、3月末現在で27.4%と、金融機関を上回り、遂に最大の投資家になった。このため、日本の経済状況と関係なく株価が乱高下するリスクは高まったと言える。デフレ脱却、景気拡大持続だからといって、株高が持続するとは限らないのである。

脆弱だった円安エネルギー

ドル/円相場は、1ドル=120円台で推移していたが、一時は同111円台にまで円高が進展した。これまでは、為替相場では執拗な円安圧力が存在した。いわゆる円キャリートレードなどである。圧倒的な日本の相対的低金利という状態は、簡単には変わらない——との見方が、円安期待を強固にした。

しかし、そもそも円キャリートレードは円安期待という条件のほかに、キャリー先、すなわ

ち高金利通貨やその他リスク性資産などできちんと収益が上げられることも必須条件となる。ところが、最近の市場の混乱によりこうした期待が大きく後退、円キャリートレードを行う状況になくなった。加えて、投機的な円買いも巻き込んだため、一気に円水準が変わったのである。日本経済にプラスの効果が大いなる円安神話は、行き過ぎの面があった。

『計画』という名の期待

安定的な株価上昇、そして株高の一因にもなった円安という状況に変化が生じている。欧米では金融混乱が景気に及ぼす悪影響が懸念されている。

こうした状況の変化は、人々の期待値を通じて、実体経済にも影響を及ぼす可能性がある。過去を振り返ると、多少市場が混乱したからといって、直ちに投資や消費が抑制されるわけではない。しかし、足元で日本経済が置かれた状況は、若干過去とは異なる側面がある。

外部環境の不透明感が増す中、今年度も高い計画を維持する設備投資が日本経済の“砦”だが、そのスタートは極めて低い伸びにとどまっている。企業は、年度後半に設備投資を集中する計画のようだが、あまりにも外部環境の不透明感が増すようだと、先送りさせるリスクがある。今年度の設備投資は出遅れていた非製造業の下支えも見込まれているが、低成長の煽りを受け収益環境は製造業に比べて厳しいことから、少しの外部要因の変化にも、企業は機敏に対応する可能性がある。すなわち、予想外に大きな計画修正に繋がるリスクは否定できない。

このように、今年度下期以降の日本経済のアキレス腱は、意外に細いかもかもしれないのである。

しまみね よしきよ（主席エコノミスト）