

基礎研 レター

株価は一旦下落か

金融研究部 上席研究員 チーフ株式ストラテジスト 井出 真吾
(03)3512-1852 side@nli-research.co.jp

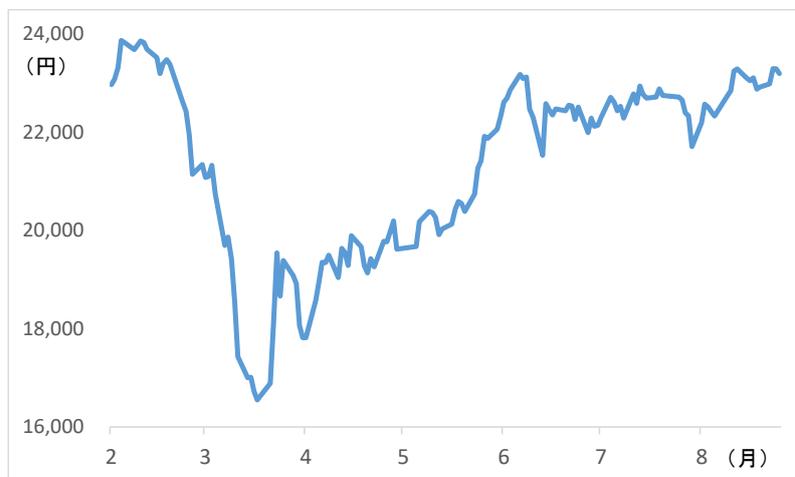
8月以降の株価上昇で日経平均は一時コロナショック前の水準を回復した。今回の株価上昇の背景を端的に言えば、景気の回復と超低金利の継続が「両立する」という期待が高まったことだろう。しかし、実体経済と乖離した株高は盤石ではない。早ければ週内にも下落する可能性がある。

■期待先行の株価上昇、投資家は慎重姿勢を崩さず？

はじめに年明け以降の日経平均の動きを確認しておく。コロナショックに見舞われる前の2万3000円台から一気に1万6500円程度まで急落したものの4月～5月にV字回復した。6～7月に一旦足踏みした後、8月に再び騰勢を強めた。

今回の株価上昇の背景を端的に言えば、景気の回復と超低金利の継続が「両立する」という期待が高まったことだ。24日にアメリカ食品医薬品局（FDA）が新型コロナウイルスの新たな治療法を特別に認可したのを受け、この治療法が感染拡大を抑制し、経済活動を後押しするとの認識が広がった。

【図表1】日経平均は一時、コロナショック前を回復



(資料) Refinitiv より作成

日本でも予断を許さない状況が続いているが、感染拡大のピークは過ぎて徐々に落ち着くという見方が増えているようだ。

一方、日銀や米FRBは超低金利環境を続ける姿勢を強調しており、投資マネーが株式市場から早期に引き揚げる公算は小さいと見られている。

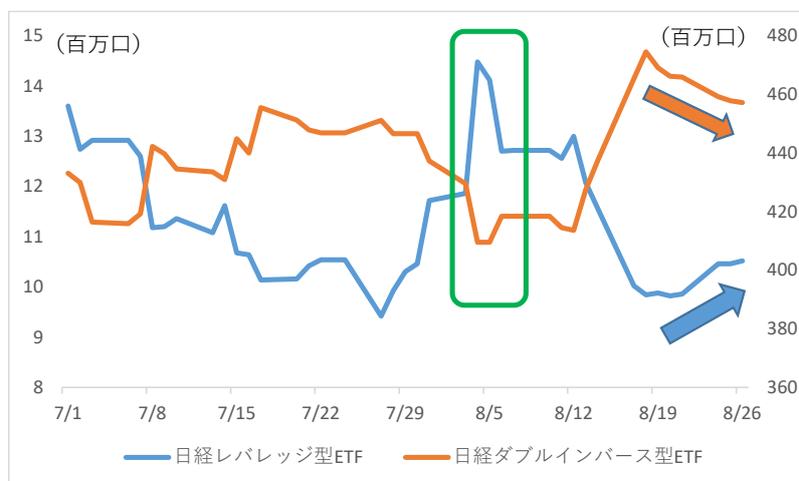
また、米中関係の改善期待も投資家心理を和らげた。日本時間の25日午前、アメリカ通商代表部(USTR)は、中国と閣僚級の電話協議を開いたと発表した。アメリカ側によると、2月に発効した「第1段階の合意」に基づいて、中国がアメリカからの輸入を増やしており、「合意の進展を確認した」としている(あくまでアメリカ側の見解に過ぎない)。

この発表を受けて市場では、大統領選を控えている中であっても、アメリカ側が中国に対して執拗に輸入拡大を迫る恐れが遠のいたと受け止められ、買い安心感に繋がったようだ。実際、25日の東京市場ではNYダウ先物と日経平均が連動して値上がりし、売買代金も7営業日ぶりに2兆円を超えた。

ただ、投資家の慎重姿勢も垣間見える。日経平均の2倍の値動きをするレバレッジ型ETF、およびマイナス2倍のダブルインバース型ETFの投資口数の推移を見ると、ここ1週間でレバレッジ型が増え、ダブルインバース型は減った。ヘッジファンドや個人の一部など短期志向の投資家が先高感をやや強めた様子うかがえる。

とはいえ、株価が大幅上昇する前の8月上旬ほどはレバレッジ型ETFの口数は増えておらず、同じくダブルインバース型ETFの口数は減っていない。こうした状況から投資家が株価の先行きに疑念を抱きつつ、恐る恐る買っている様子もうかがえる。

【図表2】投資家は慎重姿勢を崩していない？



(資料) Bloomberg より作成

■米低金利頼みの株価、一旦調整か

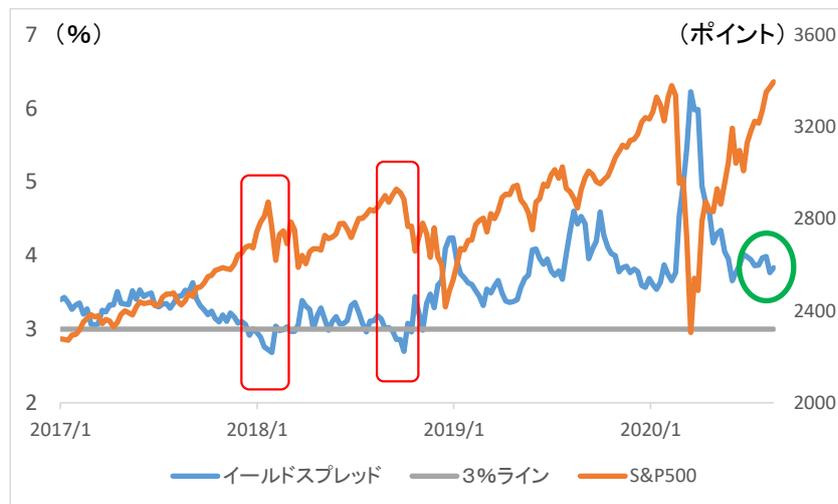
株価と実体経済の乖離を指摘する声がよく聞かれる。株価はコロナ前を回復する勢いなのに対して、足元の実体経済はコロナ前とは程遠い状況だ。つまり株価は景気回復を先取りしているわけだ。

確かに、日本で緊急事態宣言が再び発令される懸念は小さく、海外でも都市封鎖などの可能性は下がっている。世界的に景気が回復に向かうことは間違いないだろう。ただ、景気の回復ペースがそれほど速くない可能性が高まっていることを考えると、今の株価水準は来年以降の景気回復まで既に織り込んでいて、ややスピード違反のように思われる。

こうした期待先行による株高の大きな背景が米国の超低金利だ。株式と国債の投資魅力度（投資利回り）の差を表すのがイールドスプレッドだ。イールドスプレッドが高いほど株が割安なことを意味し、アメリカ市場では直近で3.8%ほどとなっている。

ここ数年を振り返ると、2018年1月や10月のようにイールドスプレッドが3%を下回ると株価が下落した。直近の株価上昇で株の割安さは下がったが、10年金利は0.6%程度の状況が続いているため、イールドスプレッドが3%より高い水準を維持しているわけだ。

【図表3】米国の低金利が株価上昇を演出



(資料) Refinitiv より作成

問題は株式市場の期待どおりに景気が回復するのだが、いずれにしても近いうちに一旦、株価が下落する可能性が高そうだ。

というのも、仮に景気回復が“本物”であれば、債券市場が景気回復を織り込む過程で10年金利が上昇しイールドスプレッドが下がる。株の割安さが薄れて売りが膨らむだろう（その場合でも、FRBが追加手段を講じれば株価は早期に回復か）。逆に株式市場の期待に反して景気回復が鈍ければ、当

然だが株価は調整を余儀なくされるだろう。

タイミングとしては、早ければ日本時間の27日夜に米ジャクソンホール（カンザスシティ）で行われるFRBパウエル議長の講演が挙げられる。市場では金融緩和にかなり積極的な姿勢を期待しており、講演内容がその期待に届かなければ市場のターニングポイントとなりうる。

逆にパウエル議長の講演が市場の期待以上に緩和的であれば、行き場を失った投資マネーが株式に流入し続ける“コロナバブル”に突入する可能性も指摘されている。その場合でも、遅くとも米大統領選前の調整は想定しておくべきだろう。

以上

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。