

# Weekly エコノミスト・ レター

## アベノミクスの円安株高効果は「追い風参考」～新政権に求められるもの

経済研究部 上席エコノミスト 上野 剛志  
(03)3512-1870 tueno@nli-research.co.jp

1. アベノミクスの成果として「円安・株高」が挙げられることが多い。実際、2012年末の第2次安倍政権発足後、円対ドルレートは2割強下落し、株価は2.3倍強に上昇した。確かに、大規模な金融緩和が円安をもたらし、企業収益改善を通じて株高を促すというメカニズムは機能したと考えられる。ただし、第2次安倍政権の発足はちょうど世界や米国の景気が回復に転じた時期に当たり、このことが円安・株高に寄与した面がある。
2. 実際、為替については他の主要通貨もこの間に対ドルで軒並み下落しており、米金融引き締めを受けたドル高という側面が強い。また、株価についても世界経済の回復を受けて世界的に株高局面であった。日本株の上昇率は相対的に高いものの、輸出企業が多いだけに世界経済の回復やドル高の追い風を受けやすかったことに加え、日銀が大量のETF買入れという異例の措置を続けてきた影響もある。つまり、アベノミクス開始後の円安・株高は世界・米国経済回復という強い追い風を受けた「追い風参考記録」ということだ。
3. 今月発足する新政権の下でも世界経済などの外部環境が円相場や日本株に多大な影響を及ぼすことは変わらない。しかし、新政権の政策運営が海外投資家による日本株の評価を通じて株価を左右する面も当然ある。持続的な株価上昇のために新政権に求められることを考えた場合、まずはコロナの感染抑制と経済活動の高い次元での両立が挙げられる。今春以降の株価はコロナ抑制による先々の景気回復を期待先行で織り込んで上昇してきただけに、期待に応えることが求められる。そして、次に問われるのは経済政策だ。次期首相就任が確実視されている菅官房長官はアベノミクスの継承を明言しているが、第1の矢である金融緩和は副作用が目立ち、追加緩和の余地は殆ど残っていない。
4. そうした中で重要になるのはやはり第3の矢である成長戦略だ。本来、日本経済の地力を高めるには成長戦略や構造改革によって生産性上昇を促すことが重要になる。各種岩盤規制の緩和や雇用の流動性向上、少子化対策、社会保障改革、デジタル化の推進などが求められる。成長の果実を賃上げという形で家計に届ける工夫も一層必要になる。本気の取り組みによって日本経済の地力を高めることが株価の持続的な上昇に通じる王道だろう。さらに、成長戦略を力強く主導するためには政権基盤の安定が必要になる。逆に政権基盤が不安定で、短期政権に終わるとの見方が強まれば、政策の持続性への不透明感が強まり、企業も投資家も投資がしにくくなってしまう。大幅な株安となった第1次安倍政権以降の短期政権連続期は、確かに世界経済が低迷するなど不利な外部環境であったが、政治の不安定さが株安の一因になっていたことも否定できない。

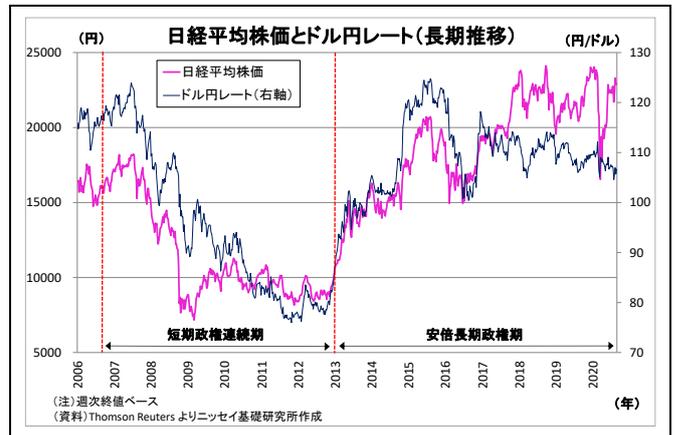
# 1. トピック： アベノミクスの円安株高効果は「追い風参考」

## (安倍首相辞任を受けてアベノミクスの影響を評価)

先月末、安倍首相が電撃的に辞任を表明した。7年8カ月にわたる長期政権が終了するという重要な節目を迎えたため、安倍政権の経済政策であるアベノミクスが金融市場に与えた影響を振り返ってみたい。

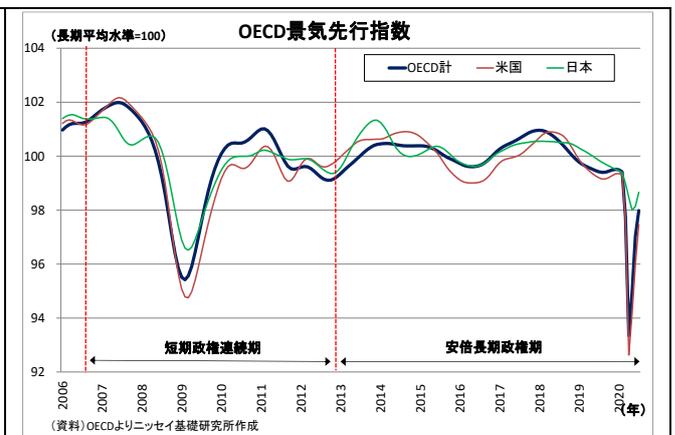
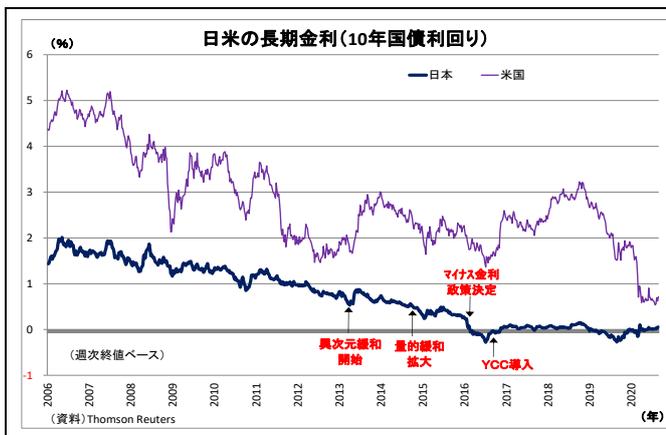
アベノミクスの成果として、「円安・株高」をもたらしたとの評価が多い。確かに、第2次安倍政権が発足して以降、直近までの間に円の対ドルレートは2割強下落<sup>1</sup>し、日経平均株価は2.3倍強にまで上昇<sup>2</sup>した。

第2次安倍政権の発足前は、2006年の第1次安倍政権以降6代にわたって任期が1年程度の短期政権が続いたが、この期間（短期政権連続期<sup>3</sup>）は大幅な円高・株安基調であったこともあり、第2次安倍政権発足後の円安・株高がなおさら鮮明になっている。



確かに、アベノミクスの第1の矢である大規模な金融緩和が金利低下などを通じて円安をもたらし、円安が輸出採算向上を通じて企業収益改善をもたらして株高を促すというメカニズムは機能したと考えられる。また、第2の矢である機動的な財政政策や第3の矢である成長戦略も株価の上昇に一定寄与した可能性はある。

しかし、第2次安倍政権発足以降の円安・株価上昇分の全てがアベノミクスによってもたらされたものとは限らない。為替や国内株式市場は世界経済といった外部環境の動向にも大きく左右されるためだ。



1 就任直前の2012.12.25時点は1円=0.011797ドル→2020.9.2時点は1円=0.009417ドル（ドル円表記の場合は、1ドル=84円台→1ドル=106円台）  
 2 就任直前の2012.12.25時点は10080円→2020.9.2時点は23247円  
 3 2006.9.26発足の第1次安倍政権から、福田、麻生、鳩山、菅（直人）の各政権を経て、野田政権が終了した2012.12.25までの約6年3カ月

ここで、OECD が公表している景気先行指数の動きを振り返ると、世界の景気は第 2 次安倍政権が発足した 2012 年末頃を境に好転している。そして、ドル円や日本株に特に大きな影響を与える米国の景気も同様、この時期に持ち直しに転じ、2018 年にかけて堅調に推移したことが確認できる。

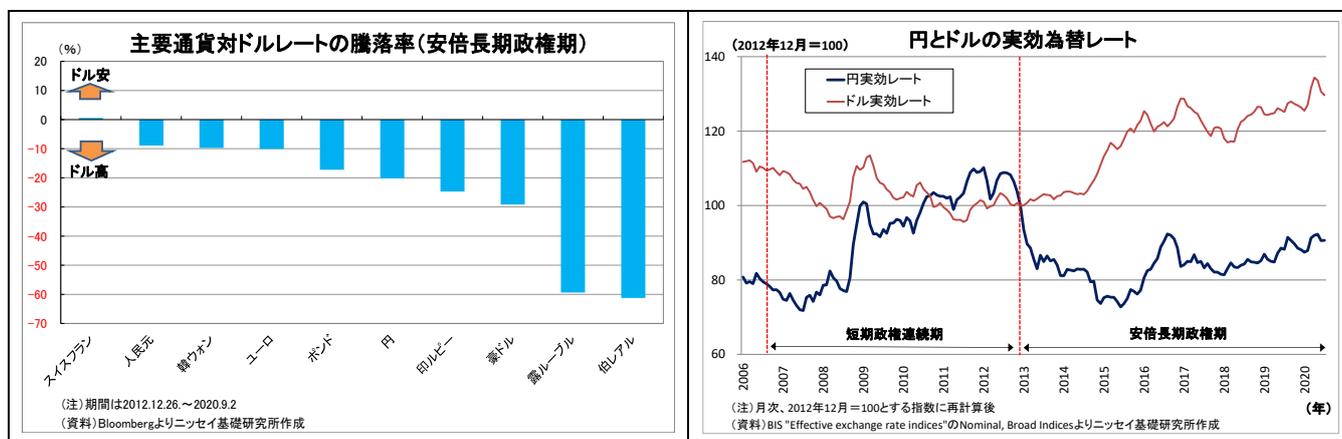
つまり、第 2 次安倍政権が発足した時期はちょうど世界や米国の景気が回復に転じたタイミングに当たり、このことが円安・株高に寄与した面がある。

### (円安ドル高はドル高の側面大)

実際、既述のとおり、円の対ドルレートは第 2 次安倍政権が発足以降に 2 割強下落したが、ユーロをはじめとする他の主要通貨の対ドルレートも、この間に軒並み下落している。つまり、この間に幅広くドル高が進んだということだ。より視野を広げて、幅広い通貨に対する強弱感を示す(名目)実効為替レート<sup>4</sup>で見ても、ドルの実効レートは第 2 次安倍政権が発足した 2012 年 12 月から今年 7 月にかけて 3 割も上昇している。米国経済の回復を受けて、2013 年から 2018 年にかけて米金融政策が緩和の終了、引き締めへと向かったことがドルの上昇をもたらした。

一方、この間に円の実効レートも下落している。特に 2013 年から 2015 年にかけて急速に下落していることから、この間に行われた金融緩和の強化が金利の押し下げ等を通じて円安に寄与したことがうかがわれる。ただし、その後はじり高となっていることもあり、直近(7 月時点)では 2012 年 12 月の水準を 9% 下回っているに過ぎない。

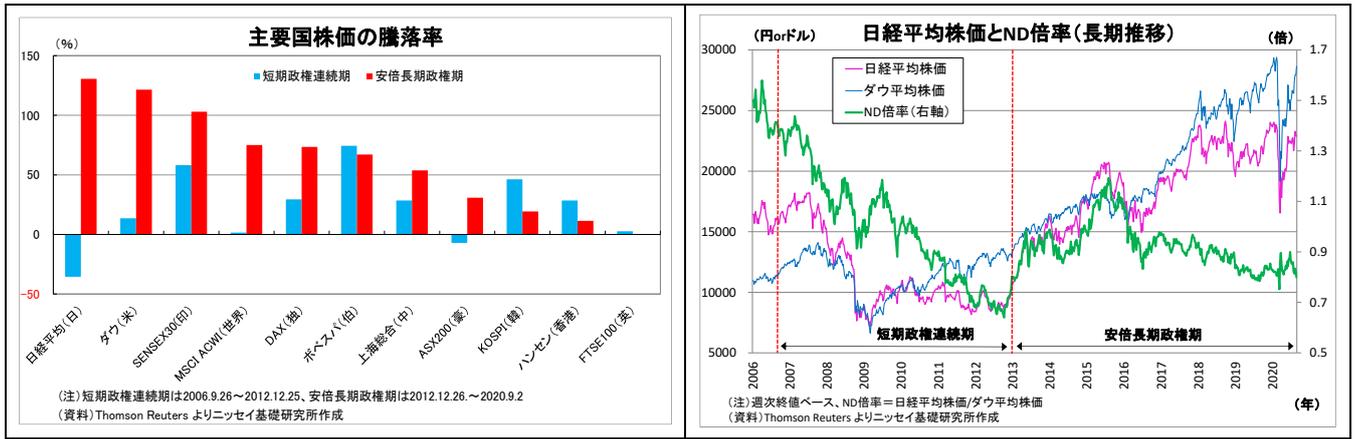
つまり、第 2 次安倍政権発足以降に進行した円安ドル高は、円安(円の下落)とドル高(ドルの上昇)の両方が作用しているものの、どちらかと言えばドル高の側面が強いということになる。



### (株価上昇率は高いが、世界的に株高局面だった)

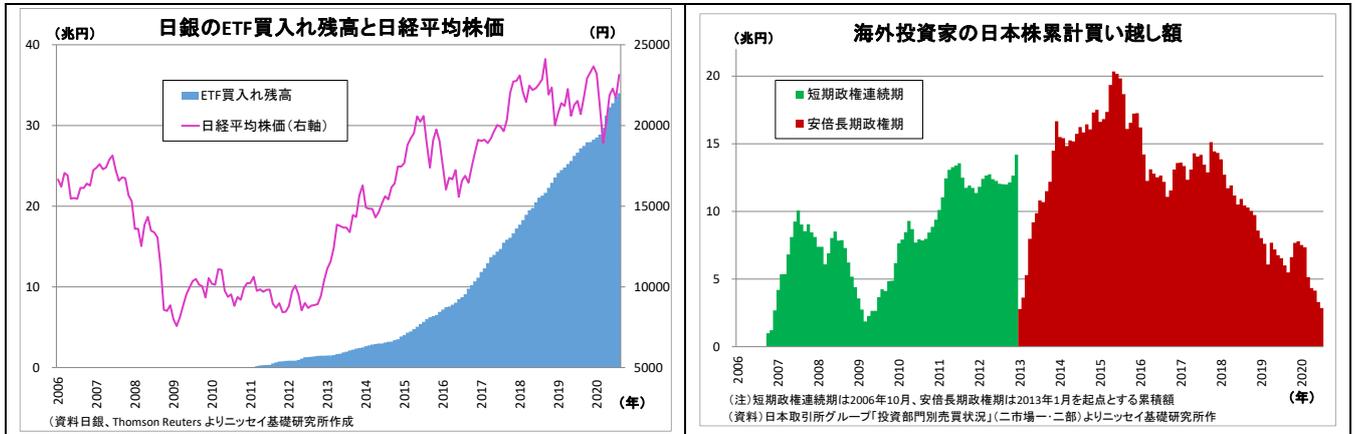
次に株価については、既述のとおり、第 2 次安倍政権が発足から日経平均株価が 2.3 倍強に上昇している(上昇率は 131%)。ただし、2013 年から 2018 年頃までは世界経済が回復局面にあったことから、世界的に株価が上昇している。この間、世界の中心的な株価である米ダウ平均株価は 2.2 倍強に上昇(上昇率は 121%)しているほか、主要国の株価指数を加重平均した指標である MSCI ACWI の上昇率も 75%に達している。

<sup>4</sup> 各通貨について、当該通貨と他通貨の間の為替レートを貿易ウェイトで加重平均して指数化したもので、各通貨の総合的な強弱を示す。本稿では BIS 算出の名目実効レートを使用(60 カ国・地域ベース、各通貨のウェイトは 2014~2016 年の貿易状況に基づく)。



確かに、日本の株価上昇率は相対的に見ても高いものの、輸出企業が多いことで世界経済の回復や先述のドル高の追い風を受けやすかったことに加え、日銀が大量のETF（株式）買入れという世界でも異例の措置を続けてきた影響もある。ETFの買入れ自体は2010年末の白川前日銀総裁時代に始まったものだが、黒田体制で大幅に拡充された。この結果、黒田総裁が就任した2013年3月から直近8月にかけて、日銀のETF保有残高は32兆円増加している。

なお、アベノミクスが開始してから2015年までは海外投資家の日本経済への期待が高まったとみられ、日本株の累計買い越し額（資金流入）が20兆円を超えるまで積み上がった。しかし、以降は期待が剥落したとみられ、急速に累計買い越し額の縮小（資金流出）が進み、直近では約3兆円に留まっている。



以上より、第2次安倍政権発足以降の大幅な円安・株高は、大規模な金融緩和を主体とするアベノミクスによってもたらされた部分があるものの、海外経済、特に米国経済が回復局面にあったことも大きく寄与していると考えられる。つまり、アベノミクス開始後の円安・株高は強い追い風を受けた「追い風参考記録」ということだ。

### （新政権に求められるもの）

今後は今月14日に自民党の総裁選が行われ、16日にも新政権が発足する見込みだ。新政権の下でも世界経済の動向などの外部環境が円相場や日本株に多大な影響を及ぼすことは変わらない。しかしながら、新政権による政策運営が海外投資家による日本株の評価を通して株価を左右する面も当然ある。

持続的な株価上昇のために新政権に求められることを考えた場合、まずはコロナの感染抑制と経済活動の高い次元での両立が挙げられる。今年春以降の株価はコロナ抑制による先々の景気回復を期待先行で織り込んで上昇してきただけに、期待に応えることが求められる。これに関連して、有効かつ安全なコロナワクチンの調達と国民への普及をできるだけ早く実現することも必要になる。

そして、次に問われるのは経済政策だ。主な派閥の支持を固めて次期首相就任が確実視されている菅官房長官は、アベノミクスを継承していくことを明言しているが、アベノミクス前半で効果を発揮した第1の矢である金融緩和の強化はもう期待できない。金融機関の収益圧迫などの副作用が目立ち、日銀もさらなる金利引き下げから既に距離を置いている。実質的な追加緩和の余地は殆ど残っていない。

そうした中で重要になるのはやはり第3の矢である成長戦略だ。アベノミクスでは不十分であったとの見方が多いが、本来、日本経済の地力である潜在成長率を高めるには成長戦略や構造改革によって生産性上昇を促すことが重要になる。各種岩盤規制の緩和や雇用の流動性向上、少子化対策、社会保障改革、デジタル化の推進などが求められる。成長の果実を賃上げという形で家計に届ける工夫も一層必要になる。こうした本気の取り組みによって日本経済の地力を高めることが株価の持続的な上昇に通じる王道だろう。第2の矢である財政政策についても生産性向上に資する「ワイズスペンディング」の視点が重要になる。

さらに、成長戦略を力強く主導するためには政権基盤の安定が必要になる。党内基盤が弱かったり、国民の支持率が低迷したりすれば、十分なリーダーシップを発揮できない。また、短期政権に終わるとの見方が強まれば、政策の持続性への不透明感が強まり、企業も投資家も投資がしにくくなってしまふ。大幅な株安となった第1次安倍政権以降の短期政権連続期は、確かに世界経済が低迷するなど不利な外部環境であったが、政治の不安定さが株安の一因になっていたことも否定できない。

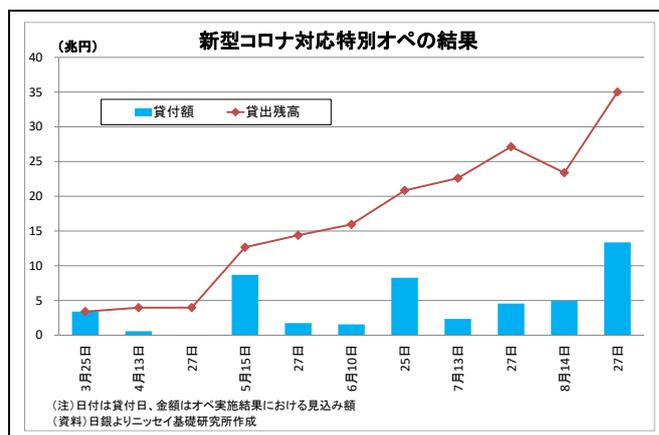
## 2. 日銀金融政策(8月)：コロナ対応特別オペ残高が30兆円を突破

### (日銀) 現状維持(開催なし)

8月はもともと金融政策決定会合が予定されていない月であったため会合は開催されず、必然的に金融政策は現状維持となった。次回会合はFOMCの直後にあたる今月16~17日に開催される予定。

なお、3月に導入され、以後拡充された「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペ」(コロナ対応特別オペ)の利用状況を確認すると、導入以降、着実に利用が進んでいる。同オペは新型コロナウイルス対応で貸出に注力する金融機関向けのバックファイナンス的な資金供給策であり、これまで月2回のペースでオペが実施されてきたが、概ね順調に残高を伸ばし、直近では35兆円に達している。

新型コロナウイルスの拡大後、企業の資金繰り逼迫に応



える形で銀行貸出の伸びが大きく拡大してきたが、同オペの存在も貸出促進に一定程度寄与しているとみられる。

なお、8月27日に開催された鈴木審議委員の講演において、「新型コロナの拡大によって、従来累積してきた“低金利環境長期化に伴う副作用”が“金融システムの安定に影響を及ぼす恐れ”が高まる点には注意が必要」との見解が示された。

具体例としては、「企業の資金繰り支援として現在行われている無利子・無担保の貸出が、今後実行される一般の貸出に対してスプレッドの下押し圧力となり、貸出利鞘の縮小がさらに長期化する可能性」や、「感染症で資金繰りが悪化した企業を金融機関が積極的に支援していく中で、そのうちの一定割合が不良債権化し、信用コストが生じていく可能性」などが挙げられた。

こうした点を踏まえ、鈴木氏は「感染症の影響が想定以上に大きくなった場合には、実体経済の悪化が金融システムの安定性に影響を及ぼし、それが実体経済へのさらなる下押し圧力として作用するリスクがある」との警戒感を示したうえで、「こうしたリスクにも十分配慮しながら、金融政策運営の効果と副作用をこれまで以上に丹念に比較考量していく必要がある」との認識を示した。

銀行出身であることが影響しているとみられるが、黒田総裁ほかの政策委員よりも現行金融緩和の副作用に対する踏み込んだ説明がなされている。

#### (今後の予想)

日銀は既に3月から5月にかけて相次いで追加緩和や資金繰り対策の拡充に努めてきたうえ、金融市場も安定を取り戻し、国内外の景気もひとまず最悪期を脱している。従って、日銀は、コロナ感染の拡大動向とその影響、景気の動向と既往の政策効果を見定めるため、当面様子見姿勢を維持すると見込んでいる。

ただし、経済活動の回復が緩やかに留まっているため、引き続き企業の資金繰りは厳しい状況が続いているとみられる。従って、今後の銀行貸出や倒産動向などを精査し、追加対応が必要との判断に至れば、資金繰り対応策（特別プログラム、CP・社債買入れ等）のさらなる拡充・延長に踏み切るだろう。

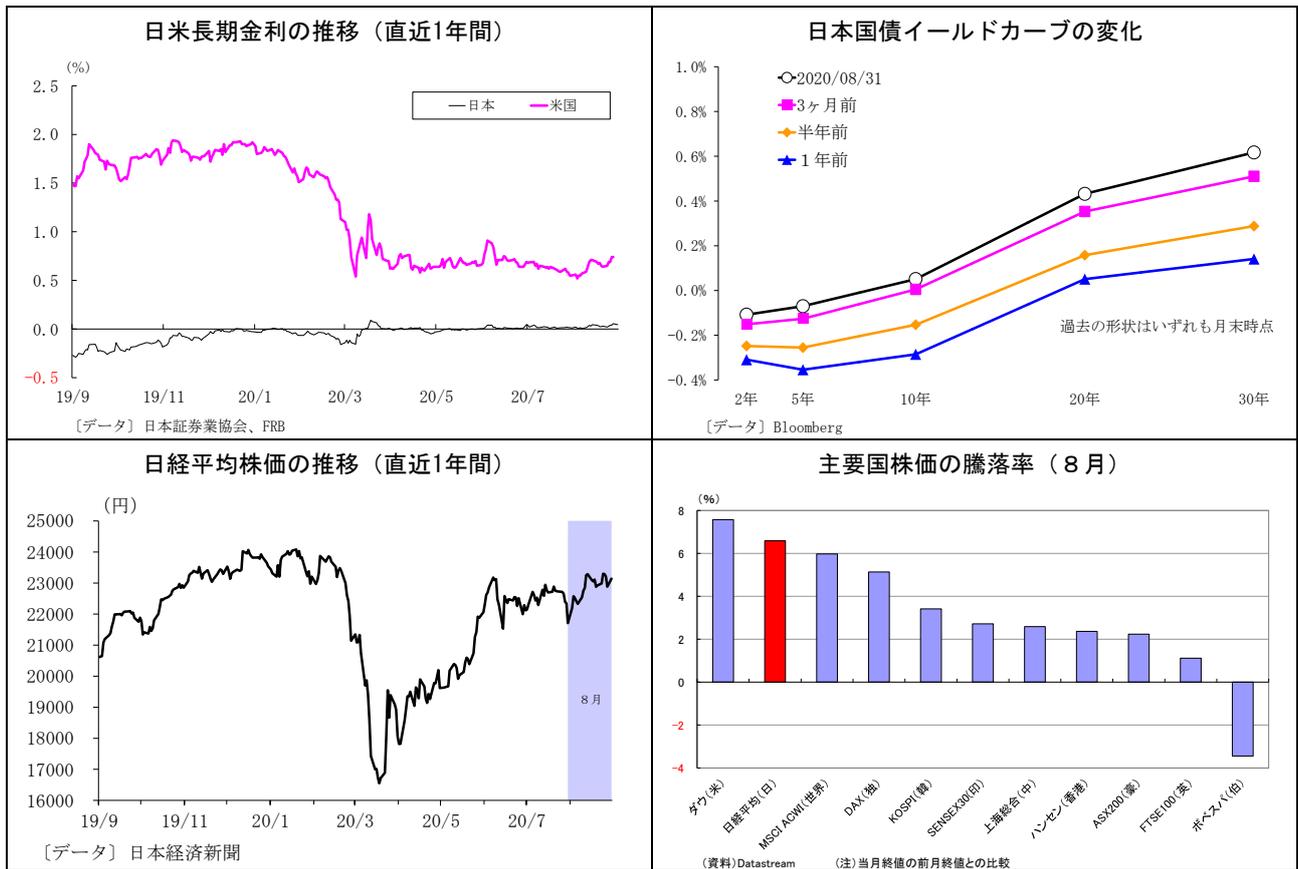
また、米中対立やFRBによる金融緩和長期化示唆の影響などから、前回会合以降、為替が円高に振れる場面が増えていることから、今後は円高けん制の意味も込めて、大規模緩和を長期にわたって維持するとの情報発信を強める可能性もある。

### 3. 金融市場(8月)の振り返りと予測表

#### (10年国債利回り)

**8月の動き** 月初0.0%台前半でスタートし、月末は0.0%台半ばに。

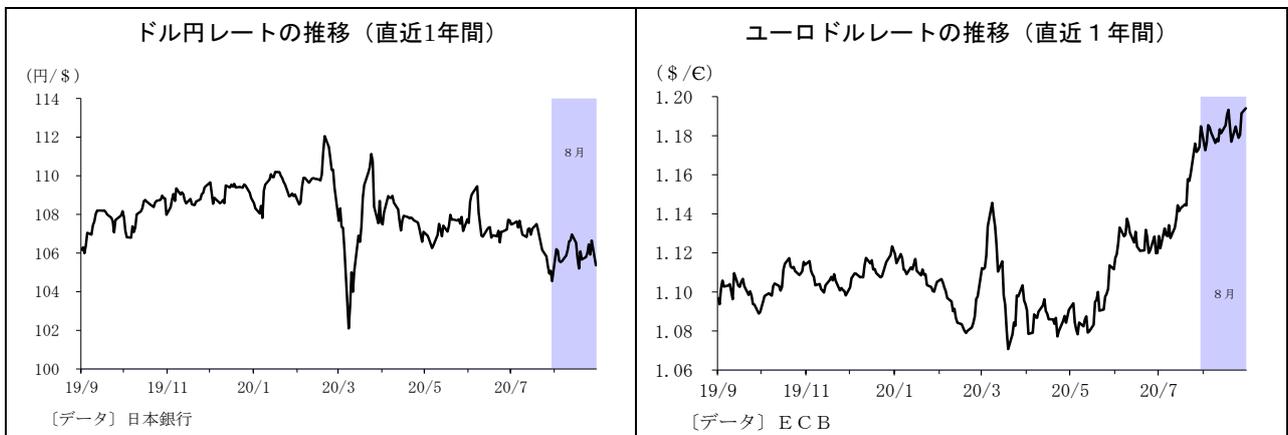
月初は0.0%を若干上回る水準での推移が続いたが、新型コロナワクチン開発の前進を伝える報道や米債券需給の緩みを警戒した米金利上昇を受けて、14日には0.0%台半ばへ。その後下旬にかけては米欧経済指標悪化などを受けて一旦低下したものの、終盤には米中対立の緩和観測に加え、安倍首相の辞任表明に伴う金融緩和継続への警戒によって再び上昇し、28日には0.0%台後半へ。月末も0.0%台半ばで終了した。



**(ドル円レート)**

**8月の動き** 月初 106 円台前半でスタートし、月末は 105 円台半ばに。

月初、106 円台でスタートした後、米国での追加経済対策協議の難航を受けてドルが売られ、5 日には 105 円台後半に。その後、ワクチン開発への期待や日米金利差拡大を受けてドルが持ち直し、14 日には 107 円を付けたが、米経済指標の悪化や米中対立激化懸念によって再び円高圧力が強まり、18 日には 106 円を割り込んだ。下旬は 106 円を挟んだ一進一退が続いた後、28 日には FRB 新指針発表を受けた米景気回復期待によって一旦ドル高に振れたが、直後に安倍首相の辞任表明を受けて日銀金融緩和の不透明感が高まったことで円が買われ、月末は 105 円台半ばで終了した。



## (ユーロドルレート)

**8月の動き** 月初1.17ドル台前半でスタートし、月末は1.19ドル台半ばに。

月初、1.17ドル台でスタートした後、米国での追加経済対策協議の難航を受けてドルが売られ、5日には1.18ドル台半ばに。その後、米雇用統計の改善などを受けて一旦ユーロが下落したものの、米経済対策の協議難航を受けてドルが再び売られ、18日には再び1.19ドル台に戻った。21日にはユーロ圏の経済指標悪化を受けて1.17ドル台に下落し、しばらく1.18ドルを挟んだ展開が続いたが、FRBによる低金利政策の長期化を見込むドル売りが入り、月末は1.19ドル台半ばで終了した。

### 金利・為替予測表(2020年9月4日現在)

		2020年			2021年		
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
		実績	予想				
日本	10年金利(平均)	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
アメリカ	FFレート(期末)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
	10年金利(平均)	0.7	0.6	0.8	0.9	0.9	1.0
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	10年金利(独、平均)	-0.4	-0.5	-0.5	-0.4	-0.4	-0.4
ドル円	(平均)	108	106	107	108	109	109
ユーロドル	(平均)	1.10	1.17	1.16	1.16	1.15	1.15
ユーロ円	(平均)	119	125	124	125	125	125

(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。