

基礎研 レポート

日本株に待ち受ける試練 ～日経平均3万円割れも～

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

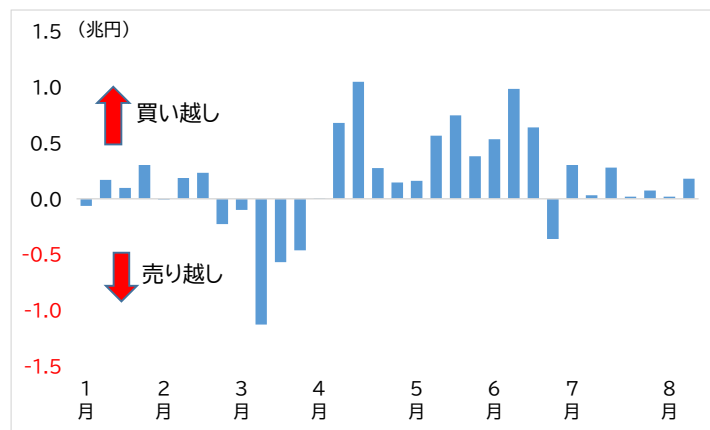
1——サマリー

日経平均株価は7月にバブル後の最高値を更新したものの、その後は上値の重い展開が続いている。今後は米国の巨大ハイテク企業の収益拡大期待を維持できなくなれば、「AI バブル」ともいえる割高な米国株急落の懸念もある。さらに米国の景気後退が意識されれば米国株急落に加えて円高のダブルパンチもありうる。すでにデフレに転換した可能性が指摘される中国経済の先行きも気がかりだ。日経平均が近いうちに3万円を割る展開も想定しておく必要があるようだ。

2——海外投資家の買いがストップ

4月以降の急ピッチな日本株の上昇を主導したのは海外投資家の買いだ。海外投資家は4月第1週から6月第3週まで12週連続、合計6.2兆円の買い越しとなった。多いときは1兆円以上を買い越した週もあったが、6月下旬以降は買いの勢いが弱まった。

【図表1】海外投資家が日本株を再評価



(注) 東京・名古屋2市場、現物株式

(資料) QUICK より筆者作成

海外投資家の買いが一巡して上値こそ重くなったものの、日経平均は7月以降も調整らしい調整なく高値圏を維持してきた。

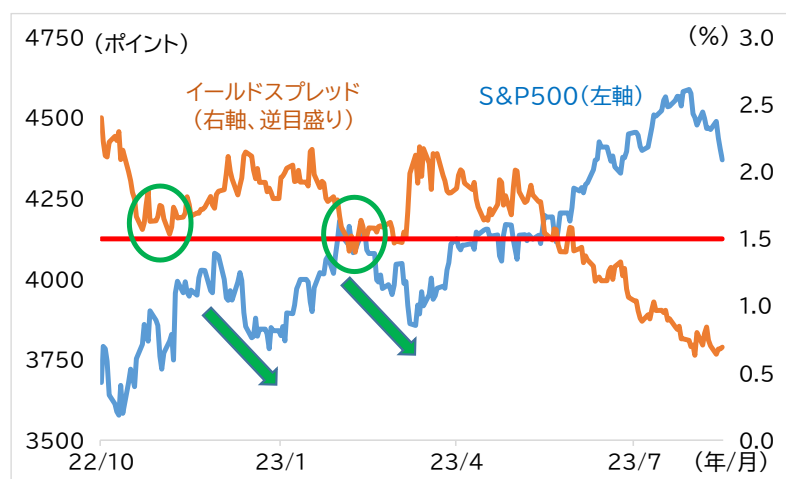
金融市場が注目した7月下旬の中央銀行ウィークに米FRB（連邦準備制度理事会）は0.25%利上げ、日本銀行は意表を突く「長期金利の上昇容認」に動いたが、米国については7月の0.25%利上げを事前にほぼ織り込み済みだったことやFOMC（連邦公開市場委員会）後の会見でパウエルFRB議長が9月以降の利上げについて「あるかもしれないし、ないかもしれない」、「あくまで今後のデータ次第」と述べ、従来よりも若干ハト派の印象を与えたことを株式市場が好感したようだ。

日銀に関しては、「政策変更なし（長期金利の上限0.5%程度を維持）」とみていた市場の予想に反したものだだったが、「金利上昇→円高・株安」ではなく市場は円安・株高で反応した。だが、今後については楽観できない。8月1日のフィッチ・レーティングスの米国債の格付け引き下げを受けた米国株、日本株の急落は、好調を続けてきた株式市場の局面変化の予兆の可能性はある。

3—米国株は「AIバブル」

今後の日米の株式市場で警戒すべきは米国株の急落リスクだ。去年10月以降、S&P500のイールドスプレッド（株式益利回りから米10年債利回りを差し引いた差）が1.5%程度まで低下（株価が上昇）すると、その後の株価が下落した（図表2）。イールドスプレッドが小さいほど国債と比べた株式の投資魅力度が低いことを意味するので、1.5%程度が下限として意識されてきたのだろう。

【図表2】割高でも買われ続ける米国株



(注) イールドスプレッドはS&P500の株式益利回りと米10年債利回りの差

(資料) Bloombergより作成

ところが今回の株価上昇でイールドスプレッドは1.5%よりはるかに低い0.6%台まで低下した。米

国株は明らかに割高で、金利上昇や悪材料に敏感な状況とみられる。それでも米インフレ率の鈍化や米 GDP 成長率が予想以上に強かったことなどを受け、株式の割高さを感じつつ「買うから上がる、上がるから買う」という株価上昇が繰り返されてきた。

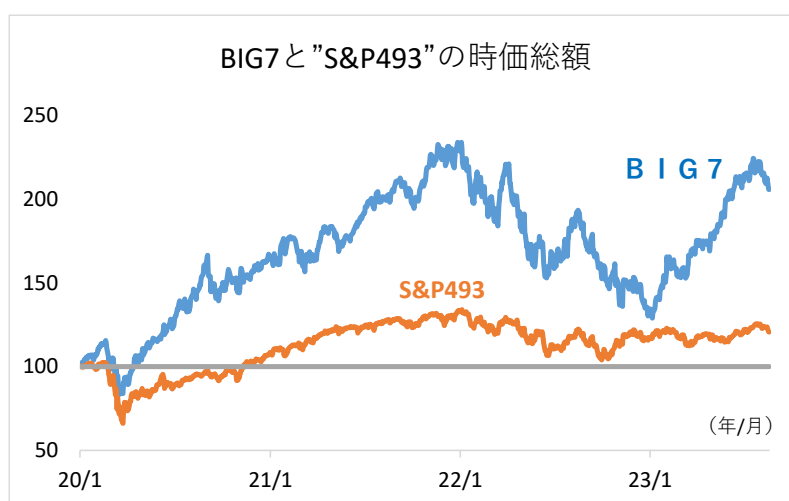
市場の不意をつく米国債の格下げをきっかけに S&P500 は 8 月 17 日までに 5% ほど下落したものの、長期金利が 0.3% ほど上昇したためイールドスプレッドは 0.7% 程度と低水準のまま。米国株は引き続き割高のまま不安定な状況にあるといえよう。ちなみに 2010 年以降の長期で見てもイールドスプレッドが 1.5% を下回ったことはない。

米国株の上昇を牽引しているのは巨大ハイテク企業だ。主要 500 社で構成される S&P500 を、グーグルやアマゾンなど上位 7 社である BIG7 (図表 3 注) と、残り 493 社に分けて時価総額の推移を調べると、23 年の S&P500 の上昇は BIG7 の株価上昇でほぼ説明できる。

ごく一部の巨大ハイテク企業に投資資金が集中している状況は、20 年～21 年にコロナ禍の各国の超低金利政策や巨額の給付金による“カネ余り”で、IT 関連などハイテク企業の株価が急伸したコロナバブル と類似している。

こうした状況に対して一部では「AI は産業革命に匹敵する。将来の収益拡大を先取りしているに過ぎず、米国株は割高ではない」という見方もある。もっともらしく聞こえるかもしれないが、このような“ご都合主義”ともいえる解説が出てくると大抵はバブルだったことは歴史が教えてくれている。2000 年の IT バブルも同様だった。

【図表 3】米国株は AI バブル



(注) BIG7 は Google(Alphabet)、Amazon、Facebook(Meta)、Apple、Microsoft、Tesla、Nvidia の 7 社、S&P493 は残りの 493 社
(資料) Bloomberg より作成

4—米インフレ再燃で株価急落の可能性

米国株の「AI バブル」がいつまで続くか正確に予測することはできないが、目先の注目は8月24～26日に開催されるジャクソンホール会合と31日に発表される個人消費ベースの物価指数（PCE物価指数）だろう。

去年のジャクソンホール会合で思い出されるのは、パウエル氏の講演原稿が前年の15枚から6枚に減り、講演時間は30分の予定にもかかわらず9分足らずで終わったことだ。当時、株式市場は「2023年にも利下げ開始」を期待していたが、パウエル氏はこうした期待を強く牽制した。成長鈍化などの痛みを伴ってもインフレが抑制されるまで粘り強い金融引き締めが必要だと説き、景気よりも物価を優先する姿勢を鮮明にした。

短い講演時間は話の焦点を絞るためと、楽観が過ぎる株式市場への怒りを表したかったのかもしれない。この講演を受けて当日の米株式市場ではS&P500など主要3指数が揃って3%以上急落、その後も株価下落は止まらず、10月に安値をつけるまで15%近く下落した。

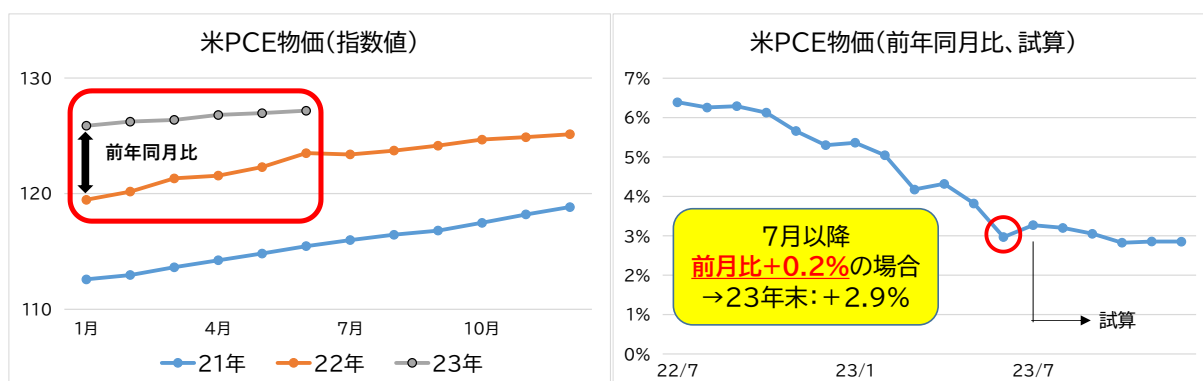
「23年内は利上げなし」を6割の確率で、「24年前半に1～2回利下げ」を9割近い確率で織り込んでいる市場の現状をパウエル氏がどう思っているか定かではないが、市場のこうした見方が意に反するのであれば、去年と同様のことが繰り返されるどころか、当時よりも割高な米国株の下落率は15%を超える恐れもある。

次の山場は月末公表のFRBが重視しているPCE物価指数（CPIより調査対象が広い）だ。8月10日に発表された7月の米CPI（消費者物価指数）上昇率は、事前予想を下回ったものの6月の3.0%よりも上昇した。同様にPCE物価指数も7月以降は前年比の上昇率が鈍化しづらいと予想される。

というのも、去年7月以降はPCE物価指数があまり上昇しなかったため、今年7月以降の前年同月比を計算する分母があまり大きくならない。その結果、前年同月比の上昇率は鈍化しづらくなる。6月のPCE物価は前年同月比3.0%上昇に低下したが（図表4の赤丸）、仮に7月のPCE物価が4～6月平均と同程度の前月比0.2%上昇した場合、前年同月比の上昇率は3.3%程度に再上昇する計算だ。

7月以降の原油価格上昇などを背景に米国でガソリン価格が急上昇している点もPCE物価の押し上げ要因となる。FRBがCPIよりも重視するPCE物価が実際に再上昇すれば、市場では「インフレ再燃」や「FRB利上げ継続」などの警戒感が高まり、株価が急落する恐れがある。

【図表4】米インフレ率は再上昇の可能性も



(注) 前年同月比の試算は7月以降のPCE物価指数が前月比0.2%上昇した場合

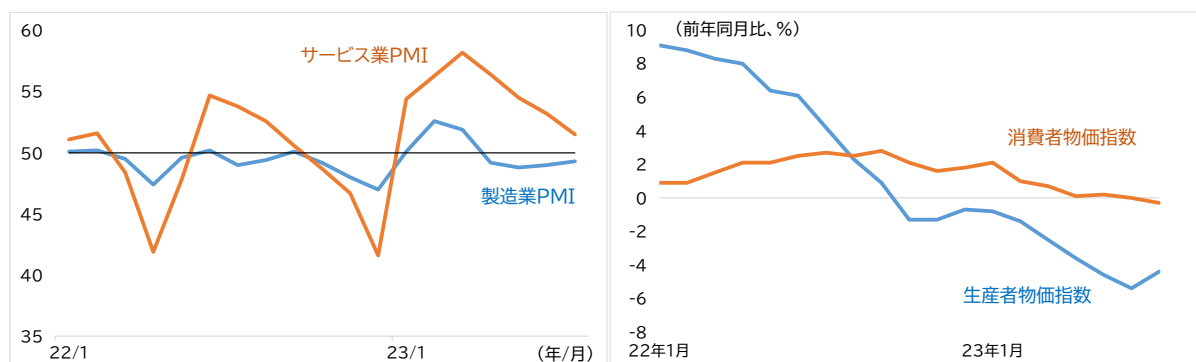
(資料) Refinitiv より作成

5——中国や米国の景気後退、円高のダブルパンチで日経平均株価3万円割れも

中国景気や米国景気の先行きも気掛かりだ。まず中国に関しては22年12月にゼロコロナ政策を解除したものの、その後の景気回復がおぼつかない。製造業PMIは4月以降4か月連続で好不況の境目となる50を下回った。7月の調査では対象企業の6割超が「需要不足に直面している」と回答している。一方、サービス業PMIは50以上を維持しているものの、3月の58.2をピークに7月の51.5まで低下した。

中国経済の急減速はアメリカなど向けの輸出が減速していることに加えて、内需の停滞が主な要因とされる。中国ではコロナ禍において企業を支援する政策が乏しく、中小企業を中心に200万社以上が倒産に追い込まれたとされる。その結果、若者の失業率が20%を超えており、将来不安から消費を抑制している。

【図表5】中国経済はデフレに転換した可能性も



(資料) 中国国家統計局 Refinitiv より筆者作成

これに追い打ちをかけかねないのが中国における不動産バブルの崩壊だ。8月17日、経営再建中の中国不動産大手、恒大集団がニューヨークで破産を申請した。さらに、最大手の碧桂園（カントリー・ガーデン・ホールディングス）の資金繰り難も表面化した。

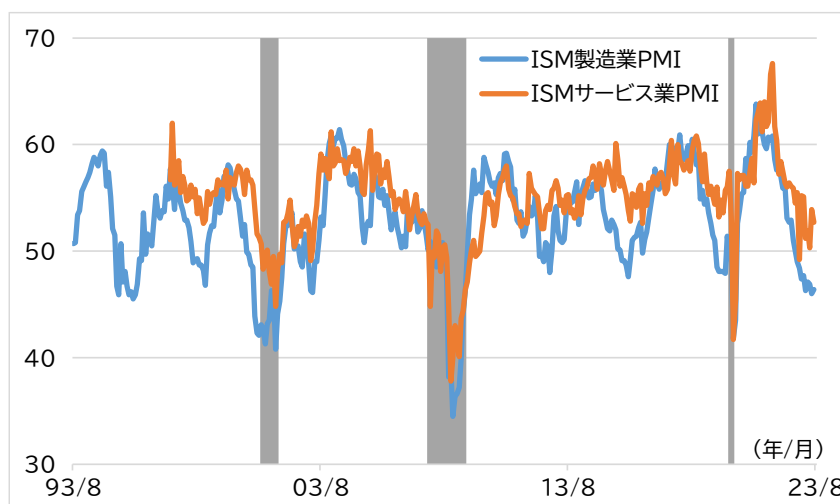
実は、恒大騒動真っ只中だった21年9月、中国国務院の韓正副総理が深圳にあるファーウェイ本社を訪れ、創業者の任正非氏に会った。その直前にはカナダに軟禁されていたファーウェイ副会長（当時、創業者の娘）を取り戻した。ところが、韓正副総理は同じ深圳市にある恒大には姿を見せなかった。

これは「長期発展戦略上、重要なファーウェイは助けるが、放漫経営で不動産バブルを作った恒大など知ったことではない」という中国政府（共産党）の意志の表れとみられている。「中国発のリーマンショックになりかねない」とも囁かれる今回、中国政府はどう出るか。日本への影響も含めて警戒が怠れない。

米国景気の先行きも楽観できない。利上げの効果や学生ローン返済猶予の終了に伴い消費が減速する懸念に加えて、米金融機関の破綻に伴う貸出厳格化により中小企業を中心に設備投資などが弱まる可能性が指摘されている。

足もとの米国景気は2023年4~6月のGDPが前期比年率2.4%増加するなど好調だが、いずれも実績値で過去のものだ。景気先行指数のひとつであるISM製造業景気指数は、22年11月以降9ヶ月連続で好不況の境目である50を下回っている。直近7月は46.4で、コロナショック直後の20年5月以来の低水準だ。

【図表6】米国の景気後退は近い？



(注) シャドウ部分は景気後退

(資料) Refinitiv より作成

図表6のとおり、過去、ISM製造業景気指数が50を下回る期間が長引くと米国は景気後退意陥つ

た。現在はまだ非製造業が 52.7 と 50 以上を維持しているので明確な景気後退ではないが、前述のように消費が減速した場合は本格的な景気後退に陥るリスクが高まると想定される。

米国の景気後退が意識されると、市場では米国株下落とドル安・円高が同時進行しかねず、日本株にはダブルパンチとなり得る。その場合、日経平均が 3 万円割れまで下落する可能性を指摘しておきたい。仮に AI バブルが続いて目先の株価が一段高になっても、深追いは禁物だ。

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。