

株価の大幅下落と歴史的円安の終焉

日本銀行が追加利上げを実施した直後の8月5日に、日経平均株価は1987年のブラックマンデーを超える過去最大の下落幅を記録した。底流にある歴史的な大幅円安の修正の流れは、今後も続くと考えておきたい。それを強く後押しするのは、日米金融政策が逆方向に動くという異例の事態だろう。

日経平均株価は過去最大の下落幅に

日経平均株価は8月5日に、1987年10月の「ブラックマンデー」時を超える、前日比4,451円もの過去最大の下落幅を記録した。

7月31日に日本銀行が政策金利を+0.25%程度まで引き上げる追加利上げを実施した後、円高傾向が一段と強まったこと、また、8月2日に発表された米国7月分雇用統計で雇用者増加数が事前予想を大きく下回り米国景気の悪化懸念が浮上したことが株価暴落の直接的な引き金になったと考えられる。

ただし、この株価暴落の底流にあるのは、2021年以降の世界的な物価高騰のもと、主要国中銀の中で日本銀行だけが低金利を維持したことが生み出した株高・円安の行き過ぎの調整が急速な株安・円高という形で顕在化し始めたことではないか。行き過ぎがなお残る中、金融市場の不安定な動きは、今後も続く可能性があるだろう。

そうした中、2022年以来急速に進んできた歴史的な円安は、終局にあると考えられる。ドル円レートは7月11日の海外市場で1ドル161円台後半の円安水準にまで達したが、株価が暴落した8月5日には、一時1ドル141円台後半まで円安の修正が進んだ。1か月足らずのうちに約20円の幅と、かなり急速に円安修正が進んだことになる。

ドル円レートを大きく左右する日米の金融政策が、いよいよ逆方向に動き出す、という歴史的に見ても異例である大きな変化が生じつつあるなか、円安修正の流れは定着しつつあるのではないかと。

日米金融政策は逆方向に

政府は7月11日と12日に円買い・ドル売りの為替介入を実施したと見られる。財務省は後に、6月27日～7月29日の期間の介入規模総額が、約5.5兆円だったと発表している。政府は4月29日と5月1日にも円買い・ドル売りの為替介入を実施しており、その総額は約9.8兆円だった。7月の介入は小さい規模であったが、為替市場への影響力は比較的大きく、7月11日を機に大きな幅で円安の修正が生じた。

一般に、為替介入だけで為替市場の流れを大きく変えることは難しいが、今回は、日本銀行の金融政策正常化と米国の金融緩和期待が、為替介入をきっかけとする円安修正の流れを強く後押ししている。

日本銀行は7月31日の金融政策決定会合で、追加利上げと国債買い入れ減額計画を同時に決定した。無担保コールレートの誘導目標である政策金利は、それ以前の0～+0.1%から+0.25%程度へと引き上げられた。

主要銀行は3月のマイナス金利政策解除の際に、住宅ローンの変動型金利などに影響を与える短期プライムレート（最優遇貸出金利）を据え置いた。しかし今回の追加利上げを受けて、主要銀行は短期プライムレートを引き上げ、多くの銀行の住宅ローンの変動型金利や企業向け貸出金利が上昇することになった。今回の利上げが本格的な金利上昇の始まり、とも言えるだろう。

今年3月のマイナス金利政策解除以降に予想外に進んだ円安によって、日本銀行の追加利上げ時期が早められた可能性が考えられる。今回、あえて国債買い入れ減額計画発表と同時に日本銀行が追加利上げを決めた背景に

は、円安阻止に向けた強い姿勢を示す狙いもあったのではないかと見られる。4月の決定会合直後の植田総裁の発言が「円安容認」と受け止められ、為替市場では円安が加速していった。その後、円安進行による物価高、個人消費への悪影響を警戒する政府が、日本銀行への批判を強めたとの報道も流れた。今回の追加利上げは、日本銀行のこうした苦い経験を踏まえた面もあった可能性が考えられる。

昨年と一昨年に、ドル円レートは一時的に円高方向に動いた後、再び円安の流れに振り戻された。その背景には、米国の経済・物価指標の上振れによって、米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げ（政策金利引き下げ）期待が後ずれしたことが大きく影響したと考えられる。

しかし、FRBは9月18日の連邦公開市場委員会（FOMC）で、0.50%ポイントの利下げを実施し、政策金利は4.75%～5.00%となった。また、今後も利下げは続くことが予想される。この点からも、今回こそは円安が本格的に修正されていく局面に入ったと考えることができるのではないかと見られる。

■ 緩やかな円安修正か？ 急速な円安修正か？

円安は、グローバル企業の収益を拡大させ、株価を押し上げる傾向がある。他方で円安は、先行きの物価上昇懸念を強め、個人消費には逆風となる。このように、円安は株高と個人消費悪化という日本経済の2極化を生み出してきている。

この先、円安が修正される過程では、個人の物価上昇懸念が緩やかに低下していくことから、低迷を続けてきた個人消費の回復が期待できるだろう。このように、緩やかな円安の修正は、日本経済にはプラスと考えられる。実際の

ところ、日本銀行の金融政策正常化の下で進む円安の修正は、比較的緩やかなペースになると現時点では考える。円安の大きな原因の一つとなったのは、世界的な物価高騰のもとでも日本銀行が金融緩和を維持する中、企業、家計、そして金融市場の中長期の物価上昇率見通し（インフレ期待）が大きく上振れてしまったことと考えられる。物価高は通貨価値の下落をもたらすためだ。

この先、日本銀行が政策修正を進め、円安傾向が修正されていく中で、物価上昇率は低下傾向を辿ることが予想されるが、それは金融市場の中長期の物価上昇率見通しも低下させるだろう。しかし一度大きく上振れた見通しが修正されるのには時間を要することから、円安の修正も緩やかに進むものと考えられる。例えば、この先数年かけて均衡値と考えられる1ドル110円～120円の水準まで緩やかに円安が修正されていくことを想定しておきたい。

しかし、足もとでも見られたように、もっと急速なペースでの円高と株価下落が続けば、企業収益の急速な悪化、株価の大幅下落、逆資産効果を通じて、日本経済には一転して大きな打撃となってしまいうだろう。米国の情勢次第ではそうしたリスクが出てくる可能性が考えられる。それは、米国経済が大幅に悪化することや、11月の大統領選挙で共和党大統領候補のトランプ氏が再選され、ドル安政策が強く打ち出される場合などだ。日本の金融市場と経済を揺るがすワイルドカードは、米国にある。

Writer's Profile



木内 登英 Takahide Kiuchi

金融ITイノベーション事業本部
エグゼクティブ・エコノミスト
専門はマクロ経済、金融政策
focus@nri.co.jp