

ストラテジーブレティン (406 号)

サナエノミクス相場はこれからだ

～火のない所に煙をたてた日本財務省～

- 日本株の大底と天井形成は、財政金融政策と地政学によってピンポイントで決められてきた。現在の日本株式の突出したパフォーマンスは、昨年 10 月高市政権成立が確かになったことから始まった。積極的財政政策による日本潜在成長率押し上げ、という期待に依っている。期待は、6 月末に巻き起こった骨太方針と消費税減税反対世論の高まりにより一旦萎んだが、高市首相のイニシアティブにより復活し、高市改革の実現可能性が高まった。
- 日本経済は 2027 年以降成長率が顕著に上昇する時代に入るだろう。①来年 4 月からの食品に対する消費税減税、②急上昇する資産価格による顕著な資産効果、③円安と米中デカップリングによる日本国内投資の復活、④2040 年 370 兆円の骨太の方針本格始動、⑤AI 革命と日本半導体投資大復活、等の好要因が山積している。
- 円安進行について疑問が渦巻いている。WSJ や FT、The economist など世界の大手経済メディアや多くの海外主要エコノミストまでが、きっと日本の財政に大きな欠陥があるに違いないとの憶測に基づき記事を書き募っている。投機筋はミステリーに乗じて円を売り建ててきた。この円安は財務省筋の自作自演に他ならない。「日本の財政赤字は深刻⇒消費税減税は国難に結びつく⇒円が暴落する」とのストーリーは、日本の官民連携のキャンペーンに、投機筋が悪乗りして作り上げたものである。しかし日米当局は円安に耐えられず、協調介入に踏み切った。事ここに至り日本財務省は財政赤字キャンペーンを修正せざるを得ない。それに米国当局が協調介入で協同する。円安投機筋は矛を納めずにはいられないだろう。日本財政破綻⇒円急落シナリオは跡形もなく消えていくだろう。

株式会社 武者リサーチ

代表

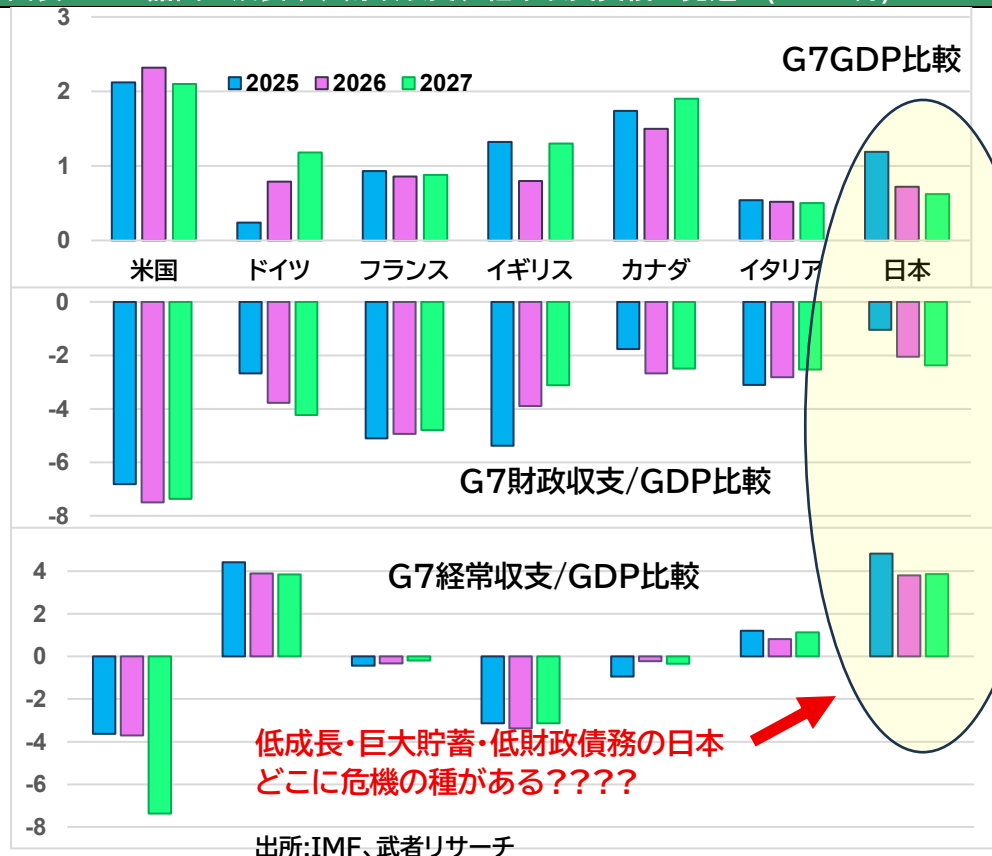
武者 陵司

E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

〒108-0075

東京都港区港南 2-16-7

図表 1: G7 諸国の成長率、財政収支、経常収支実績と見通し(IMF/4 月)



(1) 政治決断が株価上昇の転機をもたらす歴史的場面

骨太の方針の中核となる食品に対する消費税減税が自民党総務会で正式に認可され閣議決定したことで、高市改革の実現性が大きく高まった。6月末以降高市政権の経済政策をめぐって株価下落、金利上昇、円安が同時に起こり、市場の見通しについて不透明感が強まっていたが、ここは絶好の投資場面かもしれない。

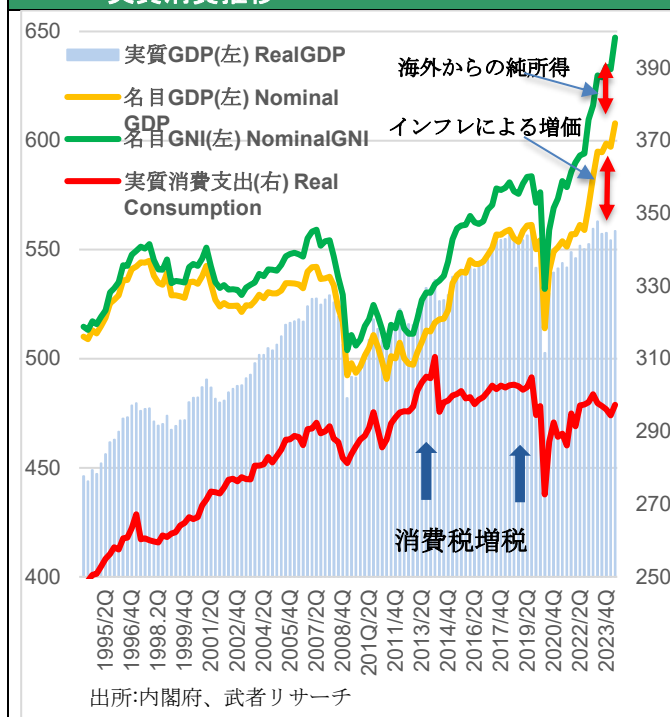
第二次世界大戦以降の日経平均の大転換は、すべて金融・財政政策と地政学によって決定されてきた。これまでに、①1950年6月の朝鮮戦争の勃発(日経平均90円から)、②1989年12月末のバブルつぶしの金融引き締めによる天井(日経平均38916円から)、③2003年5月のりそな銀行部分国有化・金融不良債権処理完了による底入れ(日経平均8117円から)、④2012年11月14日の大底は解散総選挙から始まるアベノミクス変革の開始(日経平均8664円から)、の4回あったが、高市政権の成立は、戦後5番目の長期トレンド形成になっている(図表2参照)。2012年11月に安倍政権の成立とアベノミクスが確かになったことで、日経平均は6カ月で80%上昇した。同様に、高市氏が2025年10月に自民党総裁に就いた後、日経平均は8か月間で60%上昇した。積極財政による成長率上昇期待、いわばサナエノミクス期待が背景にあったと言える。ここ一ヶ月、財務省・大手メディアなどの減税反対キャンペーンにより、高市氏の積極財政政策が頓挫するという懸念が高まり、高市氏に対する支持率が低下したが、首相の指導力によりそれは押し返された。



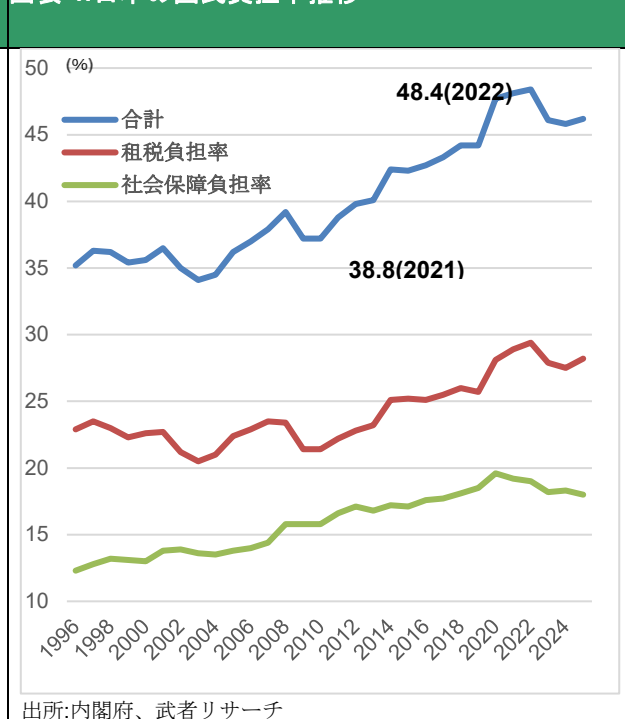
(2) 何故積極財政に天の理が備わっているのか

積極財政は今後の日本の株価にとって決定的に重要である。財政出動が日本の潜在成長率を押し上げ、企業収益の持続的成長を保証するからである。第一の理由は財政による国民生活の救済が待たなしであることである。実質家計消費は2012年度末302兆円、2013年度末311兆円に対して2026年1Q300兆円(2020年基準)と、依然10年前のピークを下回っている(図表3)。また日本の経済成長率はG7の中でも最低水準が続いている。最大の需要項目である消費が10年間落ち込んだままだからである。IMFの経済見通し(2026年→2027年)を比較すると、米国2.3%→2.1%、ユーロ圏1.1%→1.2%に対して日本は0.7%→0.6%と大きく引き離されている。

図表 3: 日本の名目 GNI、名目 GDP、実質 GDP、実質消費推移

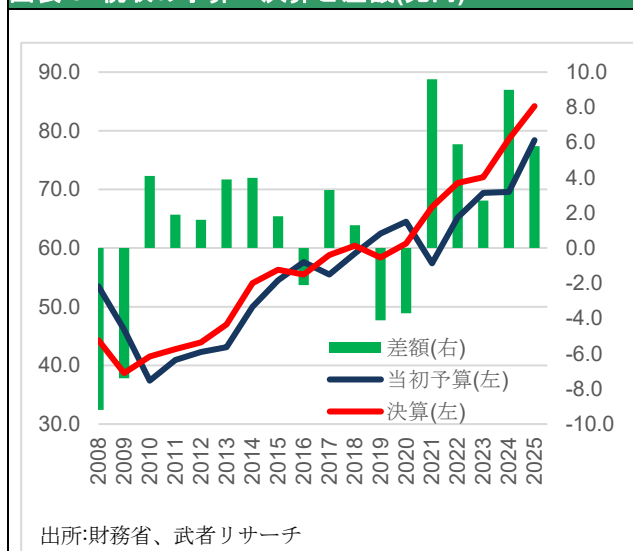


図表 4: 日本の国民負担率推移

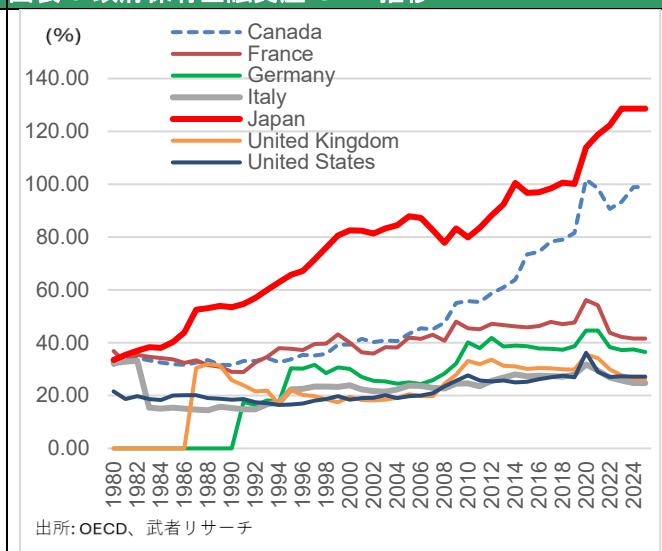


第二に税収が大きく増加し、財政余力が高まっている。IMF(2026 年 4 月経済見通し付属データ)の一般政府財政収支対 GDP を G7 で比較すると、最も経済成長率が低い日本の財政赤字縮小が際立っている。日本の財政赤字/GDP は 2024 年 1.67%、2025 年 1.05% と 2 年続けて G7 最小の赤字となっている。また 2021 年以降、税収は当初予算を 6~10 兆円上回ることが常態化している。税収上振れ額は GDP に対して 1.0~1.6% に相当する(図表 5)。また日本政府は巨額の金融資産(対 GDP 比 130%)を保有しそこには 300 兆円に上る巨額の含み益がある(図表 6)。

図表 5: 税収の予算・決算と差額(兆円)



図表 6: 政府保有金融資産/GDP 推移



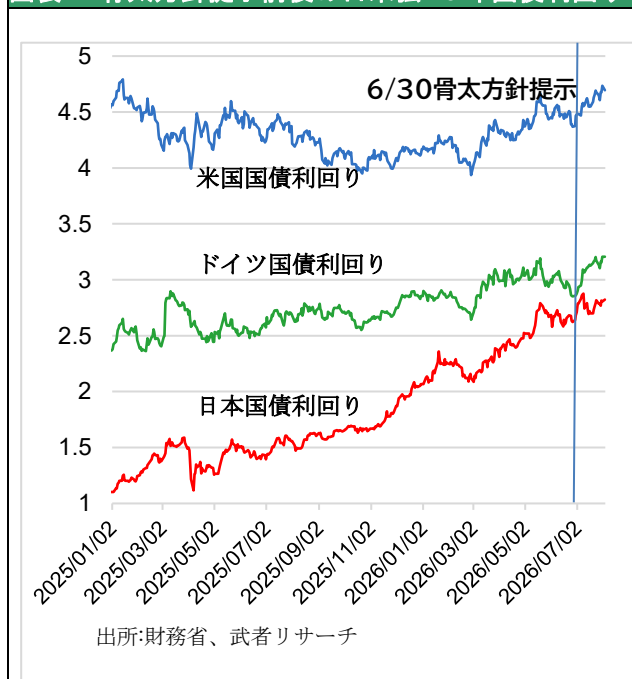
第三に国民が財政による国民生活支援を強く求めている。先の衆院選挙では新党みらいを除くすべての与野党が、消費税減税を公約に掲げた。国民民主党を含む全ての政党は、スキームの違いと言う小異はあれども、減税と言う大同に従わなければ、国民的支持を大きく失うだろう。

なぜ、税収改善と国民生活の窮状が同時に進行しているのでしょうか。それはデフレ経済下で強行された「社会保障と税の一体改革」により国民負担率が、2011 年度の 38.8%が 2022 年度 48.4%、2024 年度(推)46.2%と急上昇したためである(図表 4)。「社会保障と税の一体改革」により社会保険料の引き上げや消費税増税などが打ち出され、デフレの下でも税の取りっぱぐれがない制度が仕組みられた。しかし想定外のインフレになり、税収と企業利益が著しく増える一方、国民生活に打撃を与えた。2014 年以降企業利益 2.5 倍、株価 6 倍、税収 2 倍となる中で、独り犠牲にされている消費を減税で支援するのは当然と言える。これを財政再建と言うことで政府内に留保すれば、著しい民需の押し下げ圧力となる。

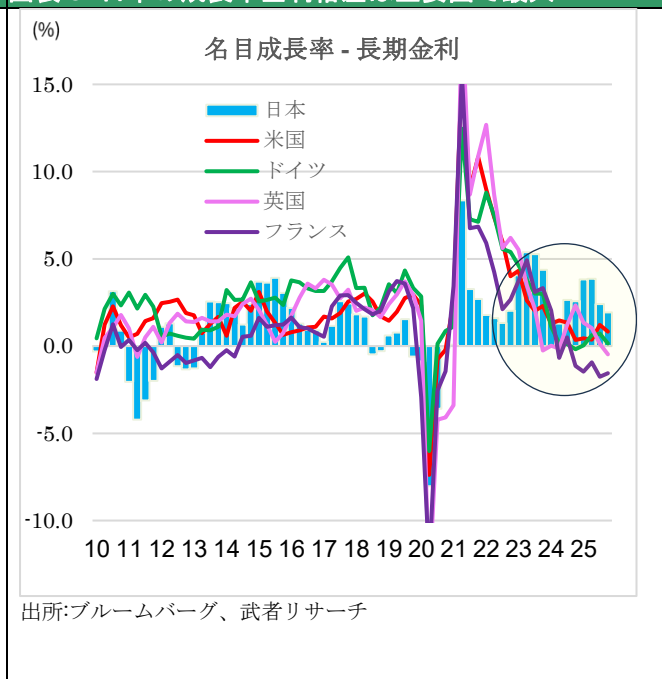
(3) 全くのこじ付け、骨太ショック論

減税反対の世論はすさまじかった。骨太の方針の原案が 6 月 30 日に提示され、食品にかかる消費税の 1%への引き下げが提起された時、たまたま円安が進行し長期金利が上昇した。財務省やエコノミスト、主要メディアは一斉に、骨太の方針と消費税減税が財政赤字懸念と日本売りを招いた、これは「骨太ショック」だ、との議論を展開した。減税は日本売りをもたらすスタグフレーション(インフレ高進と成長率低下)と言う副作用を引き起こすので、やめるべきだという主張である。しかし「骨太ショック」とは全くの的外れ議論である。まず金利上昇も円安も世界的金利上昇とドル高に連動したもので日本だけの動きではない。むしろ長期金利は 7 月後半以降世界的に上昇が強まっているのに、日本では逆に低下していた(図表 7)。また 4%を超える名目経済成長率の日本においては、3%弱の長期金利は決して問題ではない。日本の名目成長率は G7 の中で最も大きく長期金利を上回っている(図表 8)。このように積極財政批判に根拠が無いことはデータを見れば一目瞭然である。

図表 7: 骨太方針提示前後の日米独 10 年国債利回り



図表 8: 日本の成長率金利格差は主要国で最大



ただ円安は、日米協調介入が 7 月 30 日に実施されるまで止まらなかった。財務省の日本の財政はギリシャ以下というキャンペーンが効きすぎて、日本の財政が健全である事実が覆い隠され、投機筋の日本売りの口実とされてきたのである。この円安を見て、他に原因が見当たらない WSJ や FT、The economist など世界の大手経済メディアやエコノミストまでが、きっと日本の財政に大きな欠陥があるに違いないと推測し、社説やコラムなどで議論を展開している。例えばジュリアン・テッド氏(注 1)は日経新聞にも転載された FT コラム「全ての視線は円に、日本初の債務危機に現実味」において「円安の最大の要因は巨額の公的債務だ。…最近の利上げで 2026 年度予算の国債費(注 2)は既に 31 兆円と歳出全体の 4 分の 1 を占める。財務省は 3 年後の 29 年度には歳出の 3 分の 1 になると試算している。これは恐ろしい事態だ」(8 月 14 日)と全くの的外れ議論を展開している。

(注 1) ジュリアン・テッド氏は最も日本通とされるジャーナリスト。フィナンシャル・タイムズ (FT) 紙で東京支局長、米国版編集長などを歴任し、2023 年秋からは英ケンブリッジ大学キングス・カレッジの学長

(注 2) 2026 年度予算の中の国債費 31.3 兆円、内償還費 18.2 兆円、利払い 13.0 兆円。利払いのうち半分は日銀への支払いであり、それは政府に日銀納付金として返ってくる。従って純然たる財政コストは 7 兆円、予算総額 122 兆円に対する比率は 6%に過ぎない。テッド氏は国債費の 3 分の 2 が本来の費用ではない返済額であることを理解していない。

まさにスコット・ベセント財務長官が師事したジョージ・ソロス氏がかつて主張した再帰性理論(reflexivity theory)(注 4)、つまり市場心理が悪循環を引き起こすと言う事の種が生まれたのである。円安の原因が日本の財政赤字にあるとの議論が事実ではなくても、国際的に広く受け入れられ続ければ、円安の進行で経済が危機に陥る可能性は出てくる。財務省のプロパガンダが日本売りの原因を作っているとすれば、これは国益を著しく損なう議論である。財務省は高市政権の下でこれまで誇張してきた日本財政危機論を大修正するべきであるし、大修整せざるを得なくなるだろう。

(注 3) 人々の認識や行動が現実を変え、その変わった現実がまた人々の認識や行動を変えるという理論。通常犬(経済実態)が尻尾(株価など市場価格)を振るが、時には尻尾(市場価格)が犬(経済実態)を変えるというフィードバック理論。金融危機の自己実現的崩壊はそうして起こる。

図表 9: 購買力平価とドル円レート推移

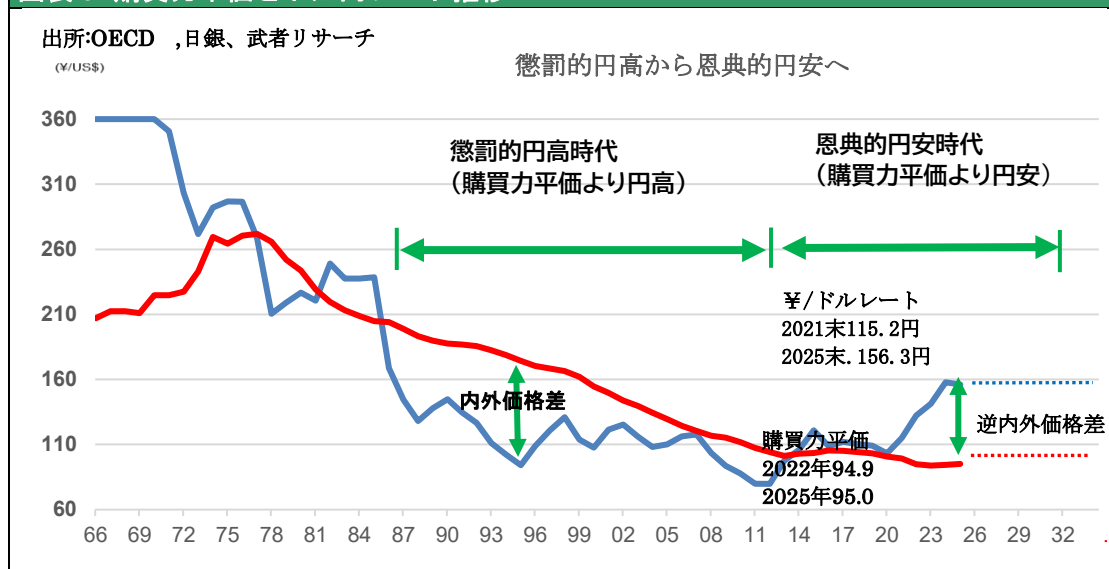
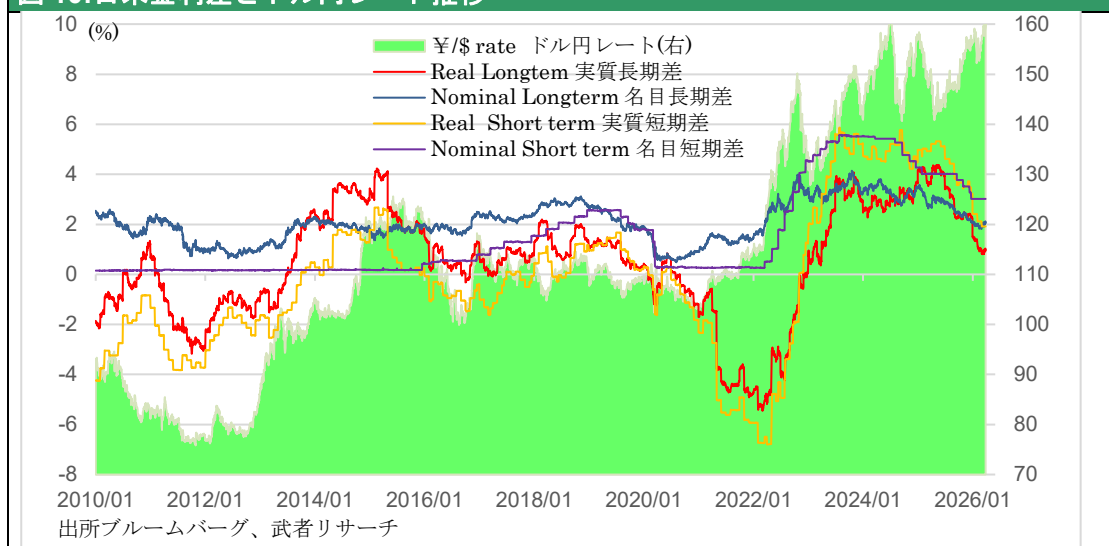


図 10: 日米金利差とドル円レート推移



7 月 30 日に 15 年ぶり日米協調為替介入が実施され、ドル円レート 160 円前後が日米政府が許容できる限界と言う事が示された。トランプ大統領は「我々は常に日本を支援する、これは友情の証」と述べている。この介入は成功しドル円レートの天井圏が形成される公算が強い。第一にこれ以上の円安は日米の国益を損なう。第二にこれ以上の円安は経済合理性(購買力平価や金利差)にそぐわない(図表 9,10)。第三に日本の財政危機は深刻である、という全く間違った観測を日本財務省は是正せざるを得ない。投機筋は、当局の強い決意の前に矛を収めるだろう。

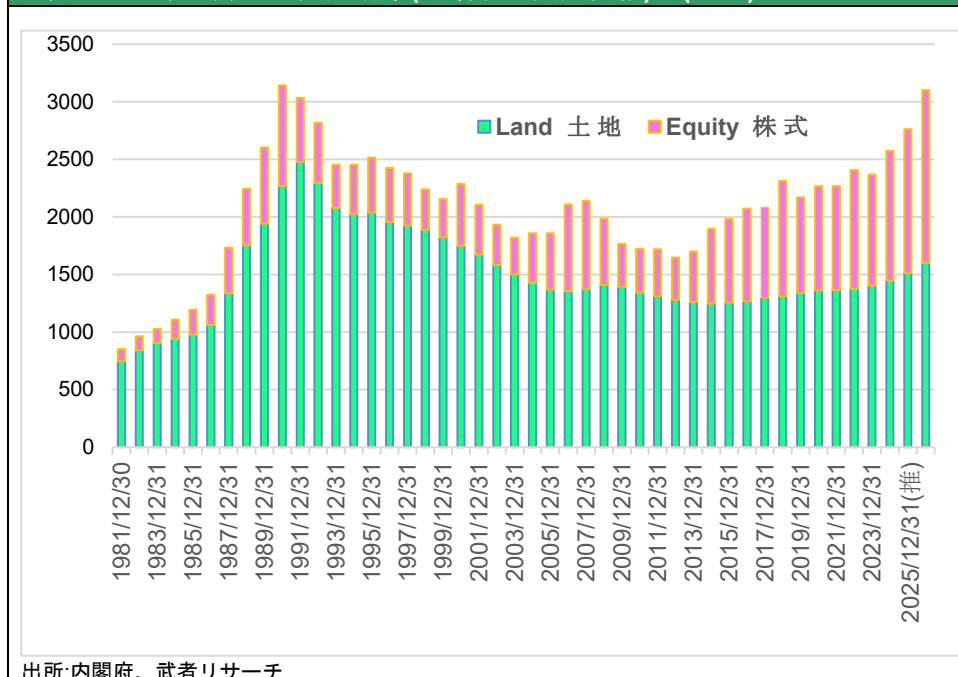
(4) 積極財政と資産効果で日本の潜在成長率高まり、来年中日経平均 10 万円が視野に

円安の心配がなくなると日銀の利上げ圧力も和らぐ。原油価格のピークアウト、円安一巡によりコストプッシュインフレは沈静化する。賃金上昇による物価上昇圧力は残るがそれはむしろ望ましい動きである。日本の財政は健全であり、日本政府には無限の為替介入資金があることを投機家が理解すれば、今度は円高投機が進行する心配もある。下手をすると円高が進みすぎる懸念もあり、日銀は利上げを躊躇するだろう。

米国の断固とした為替介入姿勢は高市政権への支援になりそうである。骨太ショック批判を封じ積極経済政策遂行を容易にする。日本経済は 2027 年以降成長率が顕著に上昇する時代に入るだろう。①来年 4 月からの食品に対する消費税減税、②急上昇する資産価格による顕著な資産効果(図表 11)、③円安と米中デカップリングによる日本国内投資の復活、④2040 年 370 兆円の骨太の方針本格始動、⑤A I 革命と日本半導体投資大復活、等の好要因が山積している。資産価格の上昇は 2009 年以降の米国経済回復の主エンジンとなったが、今の日本にも GDP 比 2 倍に上る資産効果が現れているのである。

金利、為替安定化の下で、株価は再び騰勢を取り戻す。日経平均株価は来年中にも 10 万円に達する可能性が出てきた。

図表 11: 日本の膨大な資産効果(急増する資産価格) (兆円)



出所:内閣府、武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市小学館場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布すること