

リサーチ TODAY

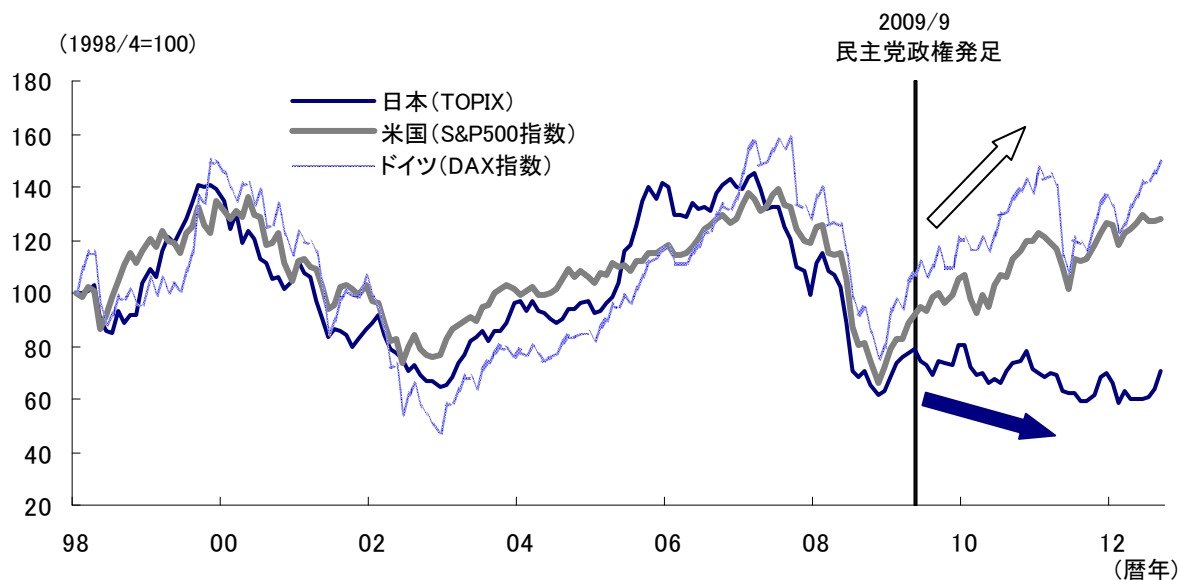
2013年 1月 25日

「株式市場の失われた3年」で外国人が嫌った「空気」

常務執行役員 チーフエコノミスト 高田 創

下記の図表は過去15年にわたる日米独株価指数の推移である。今月のTODAYでは、日本の過去3年は株式市場の「失われた3年」とも言えるとした¹。1990年代の日本のバブル崩壊局面においても長期にわたり、日本株は他の主要株式市場である米・独と連動した動きにあった。しかし、2009年半ば以降、明らかに日本株だけが出遅れた状況にあった。ここ2カ月の日本の株高は確かに急な回復ではあったものの、過去の米独との乖離からみれば、依然として殆ど修正されていない状態ともいえる。従って、仮に、日本株へ海外から見直しが生じれば、日本の市場参加者が当初、想定していた水準よりも日本株が上昇する可能性もあるだろう。すなわち、過去3年余り、これだけの乖離が生じるということは、海外投資家を中心にインデックス対比で大幅なアンダーウェイトが続いたと考えられる。それだけに、その水準の修正が生じれば想定以上の株高も生じることになる。

■ 図表：過去15年の主要株価指数推移



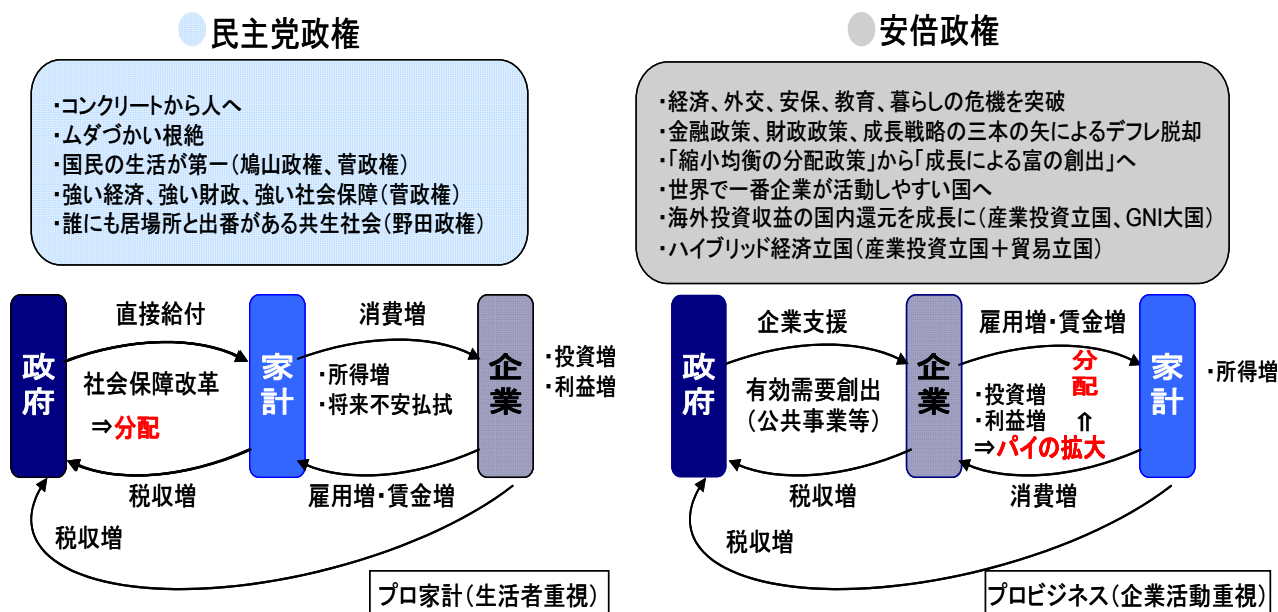
(資料) Bloomberg

今月のTODAYでは、日本の株式市場の「失われた3年」が生じた要因として①当該期間の為替の円高状況、②民主党への政権交代を挙げ、2009年半ばに非連続的な変化が市場に生じたとした。なかでも、民主党政権における「生活者重視」とするスローガンのなか、企業との一体感など「プロビジネス」な動きが後退したとの印象が生じたことが、海外投資家の日本株への不安を生じさせた可能性がある。次ページの図表は、民主党政権における「プロ家計(生活者重視)」の状況から、安倍政権の「プロビジネス

¹ 「日本の株式市場『失われた3年』は戻るか」(みずほ総合研究所『リサーチ TODAY』2013年1月16日)

(企業活動重視)へ変化を示す概念図である。この概念図では民主党政権は「分配」を重視することで政府から家計への直接給付を重視するスタンスにあった。一方、安倍政権においては、政府が企業活動を支援することにより、企業による「パイの拡大」を実現させることを通じ、家計に分配が及ぶとの発想がある。今月のTODAYでも議論したように、「コンクリートから人へ」として公共投資を直接給付にシフトすれば、「均衡財政乗数」からは経済成長を理論的には引下げる効果を及ぼす²。海外投資家は、経済成長を下げる政策が行われることを展望し、理論に忠実に日本株アンダーウェイトを行ったと考えられる。

■ 図表：民主党政権と安倍政権の経済方針の比較



(資料) みずほ総合研究所

2009年半ばにかけて日本で生じた「空気」を振り返れば、それまでの公共投資への大きな不信感があった。また、リーマンショック後の雇用不安のなかで「格差問題」が焦点になり、従来の国家が行う分配機能への不信から、人に直接給付しないと駄目だとの意識が生じていた。当時の政治的環境を振り返れば、日本も「二大政党」への意識が「政権交代」への期待を高めやすく、従来の施策への対抗概念を掲げる政党へ地すべりのシフトが「政権交代」の掛け声のもとでもたらされた。それは、当時の日本の「民意」であり、圧倒的な「空気」であった。ただし、そうした「空気」を意識しない海外投資家にとって、単に成長を志向しない政策に映った可能性がある。

日本では国富を形成する重要な要素である株式・不動産を重視する風潮が薄れた状況になってしまったとしたが³、海外投資家はそうした「空気」を日本人以上に意識した。同時に、内外のファンドも嫌う「空気」が生じ、日本での活動がしにくいとの意識を海外投資家は感じていた。以上を踏まえれば、民主党政権から安倍政権になったことの転換という次元ではなく、我々日本人がこれまで支配されていた「空気」からいかに経済活動を重視する正常のバイアスに戻れるかが重要ではないか。

² 「『均衡財政乗数』と『コンクリートから人へ』」(みずほ総合研究所『リサーチ TODAY』2013年1月18日)

³ 「株・不動産・負債『悪の枢軸』から脱却可能か」(みずほ総合研究所『リサーチ TODAY』2013年1月23日)

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。