

# 太陽 ASG

## エグゼクティブ・ニュース

テーマ：ガラパゴス日本を買う外国人 — 震災を経ても変わらぬ日本株復権の兆し

執筆者：公益社団法人日本経済研究センター 研究本部 主任研究員 前田昌孝氏

要旨（以下の要旨は1分50秒でお読みいただけます。）

この度の東北地方太平洋沖地震で被災された皆様には、謹んでお見舞い申し上げますとともに、1日も早い復興を心よりお祈り申し上げます。

2011年3月11日（金）午後2時46分、突然東北や関東を襲ったM9.0のが国史上最大の巨大地震の発生により、三陸沿岸は広範囲にわたり壊滅的な被害を被りました。その津波の影響で生じた東京電力・福島第一原子力発電所の事故で、今度は放射能漏れの危険が報じられています。原発事故の行方は予断を許さず、災害の復旧にどの位の時間を要するのか不明なほか、その被害額も20数兆円にも及ぶとの推測が出ています。

こうした巨大災害の報を受け、東京株式相場は一時急落（＜終値＞3/11:10,254円→3/15:8,605円）しましたが、最近では持ち直しを見せており、また一方で円高が進む（同上82.78円→81.51円）など、先行きが不安視される国の相場にしては、やや奇妙な動きを示しています。震災で明るい話題が少ない中、今月はポジティブなお考えを持つ日本経済研究センター主任研究員・前田昌孝氏に、日本の株式相場を分析していただきます。

まず現状認識として、最近の日本は「新興衰退国」と評され、世界標準から隔絶された状態をもって「日本のガラパゴス化」も指摘されてきました。しかし、昨年（2010年）11月から日本株は海外投資家主導で上昇してきました（2010/10月末9,202円→2011/2月末10,624円）。これは、①民衆デモで政権転覆が相次ぐ中東・北アフリカとは異なり、日本は政情が安定してインフレとも無縁なため、世界の富裕層が他の資産から割安な日本株に「質への逃避」をしたこと、②今年2月の新日鉄・住友金属の合併話に象徴されるように、日本企業が潤沢な資金を活用しこれから合理的な経営を推進すると読まれたこと、③株式の持ち合い売りが一巡したこと、などによると見られます。

もっとも、日本株の買われ方は以上のようにやや消極的なもので、株価の天井はあまり高くはないと考えられます。同氏は、株価の天井を上げるには規制緩和による事業機会の拡大などが重要だと訴えます。加えて、配偶者の年収が増えると家計の手取り総額が減るといった税制や社会保障制度のいびつさを解消したり、親から子や孫へ毎年110万円ずつ贈与する場合の税制上の不透明感をなくしたりするという工夫で、消費の活発化や日本経済の潜在力発揮が可能だ、と指摘されます。

このニュースの初稿が書かれたのは震災の前であり、今度の災害の影響を全て分析するのは難しいのですが、震災復興に向け巨額の前倒し予算が組まれること、3月開催のG7財務相・中央銀行総裁会議の合意から日米欧の通貨当局が円高阻止に踏み切ったことなど世界が日本の復興を支援していること等から、わが国の株価の先行きに弱気になる必要はない、と結論付けています。

---

「太陽 ASG エグゼクティブ・ニュース」バックナンバーはこちらから⇒<http://www.gtjapan.com/library/newsletter/>  
本ニュースレターに関するご意見・ご要望をお待ちしております。Tel: 03-5770-8916 e-mail: t-asgMC@gtjapan.com  
太陽 ASG グループ マーケティングコミュニケーションズ 担当 藤澤清江

**ガラパゴス日本を買う外国人 —震災を経ても変わらぬ日本株復権の兆し**

公益社団法人日本経済研究センター  
研究本部 主任研究員 前田昌孝

**1. なぜか買われる日本株**

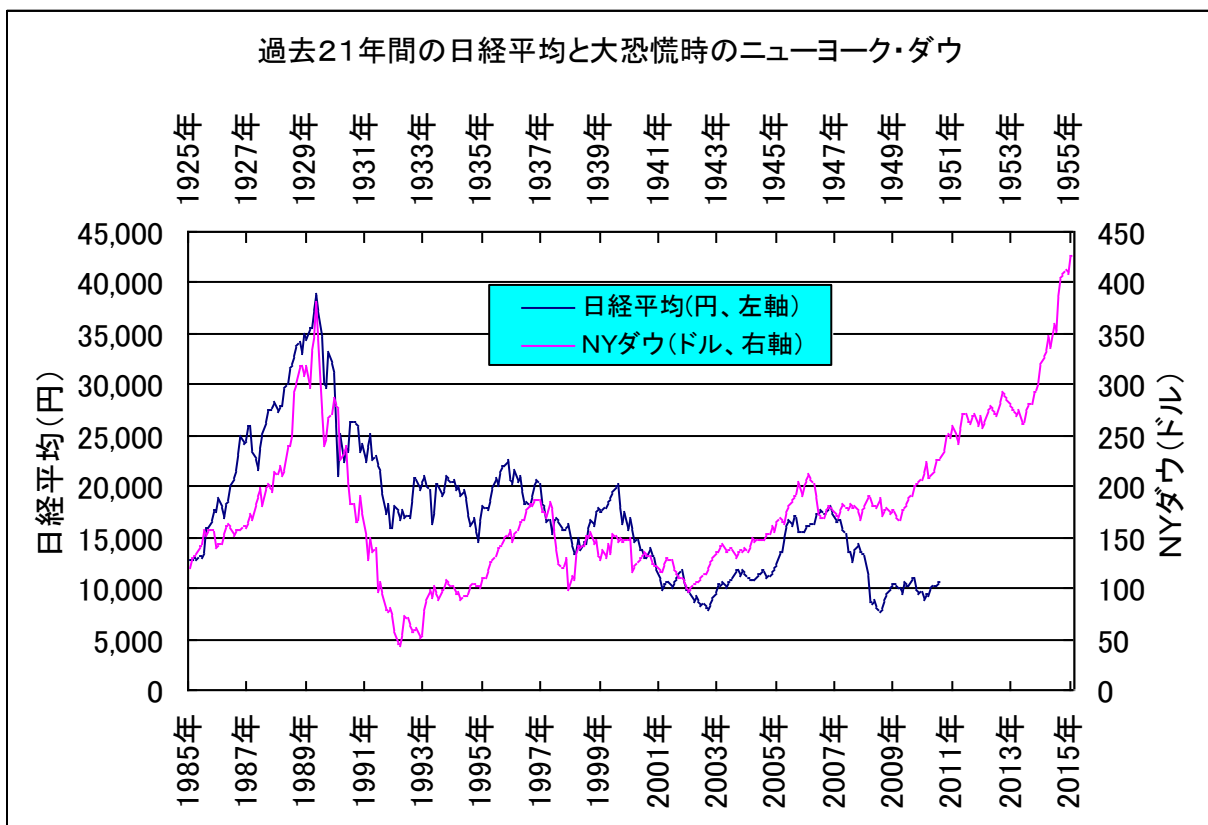
つい最近まで日本経済の先行きに強気な投資家は、世界を見渡してもほとんどいなかった。膨大な財政赤字、進む少子高齢化、内向きの企業経営、政治の混迷とどれをとっても、経済に浮揚感を与える材料など見当たらなかったためだ。ところが、こんな日本の何がいいのか、日経平均株価は昨年11月から4カ月間も海外投資家主導で力強く上昇した。日本人ですら見落としている変化が、日本の内部で起こりつつあるのかもしれない（注）。

（注）3月に発生した東北地方太平洋沖地震の影響から株式相場が一時急落したが、大勢としては以下の分析が当てはまると考えている。

**2. 米国の大恐慌時よりも低迷**

まず冷静な現状の点検から。とにかく長期的な株式相場のパフォーマンスは、1930年代の米国の大恐慌当時と比べても劣っている。ニューヨーク・ダウ工業株30種平均が暴落直前の1929年9月に付けた高値381ドルを上回ったのは、1954年11月のことで、経済史の教科書には「実に回復まで25年もの年月を要した」と書いてある。

しかし、日経平均は1989年12月末に高値3万8、915円を記録してから、今年2月末までに21年2カ月がすぎたのに、いまだに水準は高値の3割にも満たない。ニューヨーク・ダウは高値から21年2カ月後の1950年11月には、高値の6割の水準まで戻っていた。当時のニューヨーク並みならば、あと4年で高値を奪回しなければならない。可能性はゼロではないが、限りなく非現実的である（下表）。



### 3. 日本は新興衰退国—ガラパゴス化への道

日本経済については、さまざまな批判が浴びせられた。2000年代前半にはドイツとともに、新興衰退国（NDC＝ニューリー・デクライニング・カンTRIES）と呼ばれた。しかし、ドイツはその後、見事に復活し、ギリシャ、アイルランドと債務危機が広がるなかで、欧州経済の機関車役になっている。エコノミストの間でNDCと言えば、今は日本のことであり、RDC（ラピッドリー・デクライニング・カンTRIES）とも呼ばれる。

「日本のガラパゴス化」もここ数年、言われ続けた。ガラパゴスとは南島太平洋上にあるエクアドル領の島々。世界から隔絶され、独自の進化を遂げた動植物が多いことで知られる。野村総合研究所は07年に携帯電話メーカーなど日本の製造業の特異性を取り上げ、グローバルスタンダードから隔離した状態を「ガラパゴス化」と指摘した。

だからというわけではないが、世界の株式市場で日本株の存在感はじわじわと低下した。1980年代後半の40%は「異常値」だったとしても、世界の株式市場の時価総額に占める東京市場の割合は、2008年末の9.6%から09年末には7.1%に低下し、最近では7%割れが定着している。

海外の投資家、特に年金基金などは世界の株式市場に分散投資するのだが、そこまで時価総額構成比が少なくなってしまうと、日本株を持とうが持たなかろうが、年金基金全体の運用成績には響かない。だから、もはや日本株を独立した運用対象とは見なくなった。つまり、東京に日本株を担当するファンドマネジャーやアナリストを置かず、香港やシンガポールの担当者がアジア株の一部として担当するようになった。

もちろん、こうした経営判断の背景には、中国やインドなどアジア株の台頭と日本株の地盤沈下という事情が潜んでいるだけでなく、リーマン・ショック後の金融危機のなかで証券会社も機関投資家も経費削減を迫られたという要因もある。人件費や物件費の高い東京にオフィスを置き、たいして魅力のない日本企業をこと細かに分析したところで、杓子（しゃくし）に合わない。だから、日本株など無視していいと言う訳だ。

### 4. 日本株復権の3つの理由

こんな日本の株式がいまなぜ浮上しているのか。筆者は3つの理由があると思う。第1に、イスラム圏の民衆運動の広がりなど激動の時代を迎え、日本社会の安定性が改めて評価されたのではないか。第2に、企業がダイナミックな経営をするようになり、株高と内需拡大との好循環が生まれつつあるのではないか。第3に、構造的な売り要因として日本株の上値を抑えていた持ち合い解消売りが、ほぼ一巡したのではないだろうか。



#### 1) 民衆デモとインフレには距離

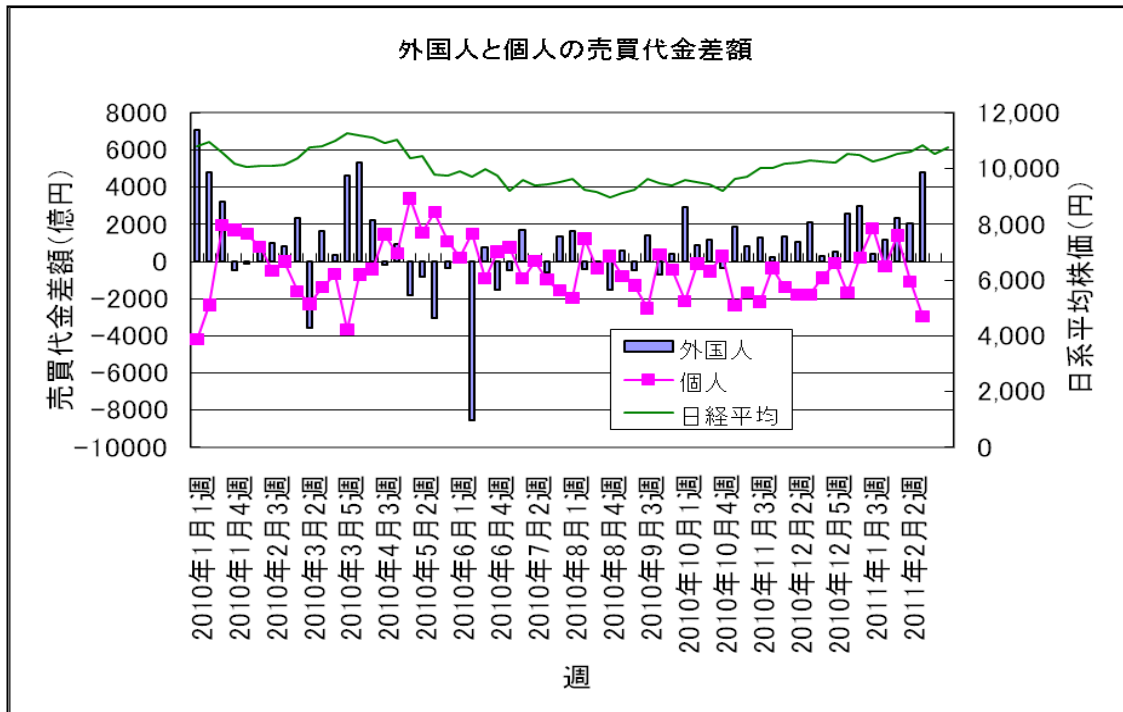
ほかにも要因はあるかもしれないが、欧州危機、中東・北アフリカ危機と世界の金融・資本市場を揺るがす問題が相次ぎながら、昨年11月第1週（1～5日）から今年2月第3週（14～18日）まで16週も連続して外国人投資家が日本株を買い越したのは、「日本株は価値保全に役立つ」と考えるニーズがいかに大きいかを示している。

特にイスラム危機は宗教上の対立なども含む複雑な要素があまりにも多く絡んでいて、「どうなるのかまったく予想がつかない」（欧州系証券のエコノミスト）。3月上旬の段階では①原油価格が大幅に上昇するかもしれない②中国の民主化運動に飛び火したら問題が複雑になる、などと語られている。とにかく一筋縄では解決しないだろう。

ただ、各国で起きている民衆デモが日本でも起きる可能性があるかという点、ちょっと考えにくい。民衆デモの背景には食料品価格を中心としたインフレが、低所得者の生活を苦しめている実態があるが、日本はインフレよりもデフレ脱却が課題になっている。金融市場の参加者が嫌う金融引き締めなど、まだしばらく実施されそうにない。

世界の富裕層は何か投資してもうけたいというよりも、自分が築いた資産の目減りを防ぎたいという観点から、金融資産をあちこちに分散することが多い。かつて、金融市場のリスクが高まると、フライト・トゥー・クオリティ（質への逃避）という現象が起き、その先はもっぱら米国債だった。

しかし、欧州危機にしても中東・北アフリカ危機にしても、米国の支配力の低下を見透かして起きている側面があり、こんな場面ではじり安が続く米ドル建ての金融商品に、それほど多くの資産を振り向けるわけにはいかない。勢い、それほど大幅な値上がり期待できるわけではないが、下値不安も乏しく、万年割安ともいわれる日本株で資産を保全することが、有力な選択肢になっている（下表）。



## 2) 攻めの経営への転換も

第2に、日本企業の経営の変化だ。昨年2月に麒麟ホールディングスとサントリーホールディングスの経営統合交渉が破談に終わり、「やはり日本では本格的な合併・買収 (M&A) など起きない」と落胆する市場関係者が多かった。それから1年たった今年2月10日に新日本製鉄と住友金属工業が合併を決めた。

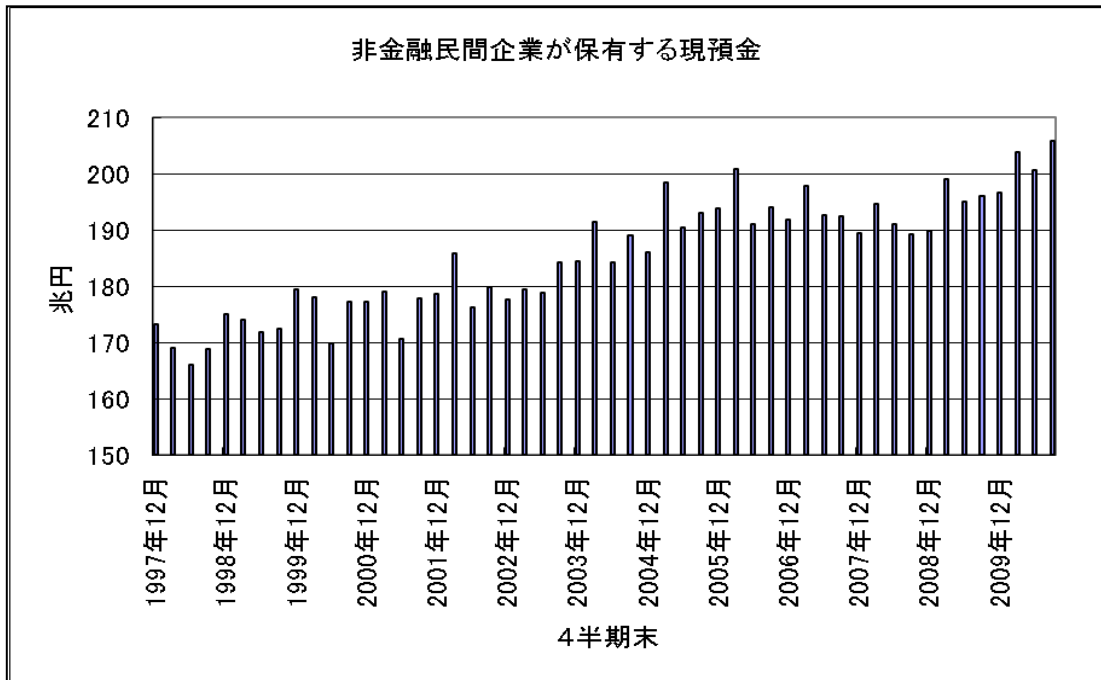
両社の事情だけを言うと、鉄鉱石などを産出する「川上」部門が次々とグローバルな経営統合を進めて価格支配力を強めるなかで、建設業や自動車産業など需要業界との間にはさまれて、経営が立ちゆかなく恐れがあった。だから、追い込まれての決断という側面がない訳ではないが、世界の投資家は「あの新日鉄」が動いたことに感動した。

これに続く企業が次々と現れるのではないかというのが、市場関係者の読みだ。何しろ日本企業はここ数年、極めてお金を使うことに消極的で、設備投資なども減価償却費

の範囲内にとどめるのが一般的だった。この結果、日銀によると、日本企業がバランスシート上で保有する現金と預金の合計額が昨年中に 200 兆円を超えた。この多額の内部留保をようやく将来に向けて活用し始めるのではないかと市場は期待を高めた（下表）。

設備投資と言っても、人件費の安い中国など海外での投資が中心で、雇用面も含め、国内の経済は潤わないという批判もある。しかし、企業に採算の合わない投資をさせて、予想通りに収益が低迷し、株価が下がってますます日本人が自信をなくしていく循環からは卒業する必要がある。

企業が合理的な経営で収益を上げることができれば、株価も上昇するはずだ。配当や値上がり益が増えて株主が潤えば、国内の消費が活性化するはず。実際、このところ個人消費は割と好調で、昨年クリスマス時期には「高いケーキから先に予約でいっぱいになった」とも言われる。雇用情勢もますます悪化するどころか、1 月には有効求人倍率が 0.61 倍と 2009 年 1 月以来 2 年ぶりに 0.6 倍台に乗せ、有効求人倍率の先行指標である新規求人倍率は 1.02 倍と 2 年 2 カ月ぶりに 1 倍を超えた。

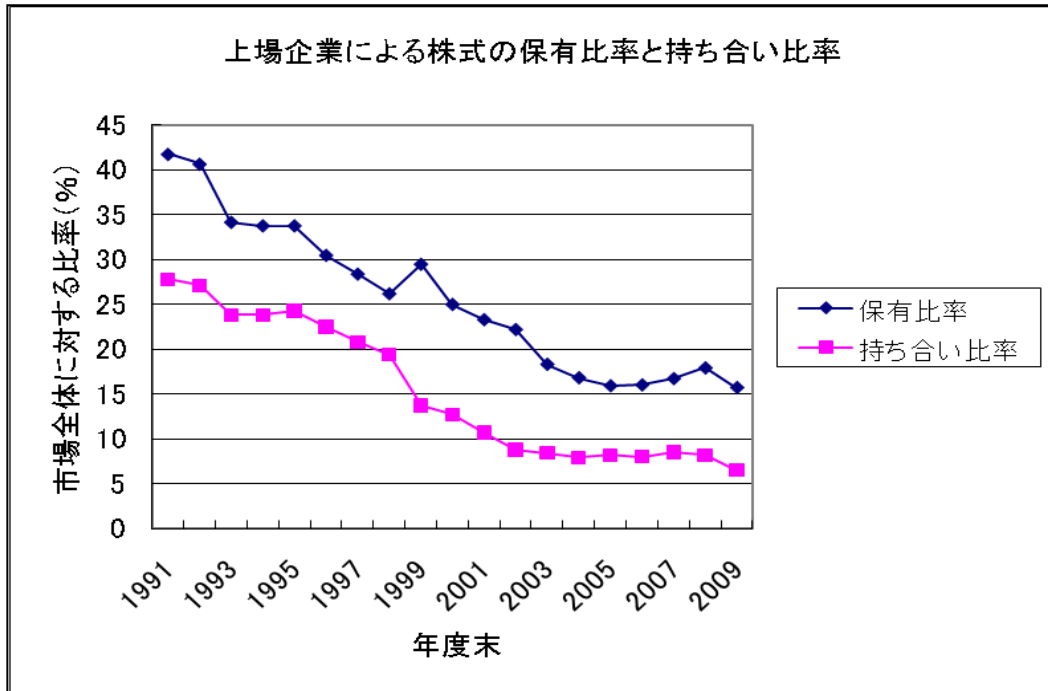


### 3) 株式の持ち合い解消が一巡

第 3 に、株価水準にかかわらず株式を売りたい投資家は、保有株をすでにだいたい売ってしまった。例えば都市銀行の保有有価証券に占める株式の割合をみると、1998 年度には 50% を超えていたのに、2009 年度には 10% に満たない。株価が下がると銀行の経営がおかしくなる状況を卒業するために、01 年 11 月に銀行等保有株式制限法を設け、強制的に売却を促してきた事情もあるが、その後も国際的な自己資本比率規制や国際会計基準（IFRS）の導入をにらんで、株式保有を減らしてきた。

株式の持ち合いも減った。大和総研の集計によると、上場企業どうしの株式持ち合い比率は 1991 年度には 27.8% に達していた。その後、低下傾向をたどっていたが、05 年 2 月に堀江貴文社長（当時）が率いるライブドアがニッポン放送の株式を買い集めて経営権取得に動いたことがあり、一部に持ち合い復活の動きも出ていた。しかし、

09年度には6.5%にまで低下し、もう解消売りは売り圧迫要因にならなくなった(下表)。



### 5. 株価の天井は高くない

ただ、昨年11月に米国がQE2と呼ばれる量的金融緩和政策の第2弾に乗り出してからの日本株の値上がりは、どちらかといえば、これまで世界の株式相場に比べて出遅れていた面の修正と言った要素もあり、消去法的な買われ方でもある。その分、どこまで上がるかと考えると、天井はあまり高くないのではないかと考えざるをえない。

米国の著名投資家ウォーレン・バフェット氏は2月26日に公表した毎年恒例の「株主への手紙」のなかで、「米国には最良の日々が待っている」と語りかけた。「お金はチャンスを探して動く」傾向があり、「米国には豊富なチャンスがある」からだという。

ところが、日本では社会の変革につながりそうないろいろな提案が出てきても、寄ってたかってつぶしてしまう傾向がある。米国のグローバル・アントレプレナーシップ・モニター調査の2011年版によると、日本では「自分の住んでいる地域に向こう6カ月以内に有利な事業機会が生まれそうか」という設問に対して、肯定的な回答を寄せたのは5.9%と、調査対象の62カ国中の最低だった。ちなみに米国は34.8%がYESだった。

### 6. 「日本の最良の日々」への工夫

株価の天井を上げるにはどうしたらいいのか。大上段に振りかざせば、①もっと規制緩和を進めて事業機会を増やすべきだ②硬直的な雇用慣行を改めるべきだ③環太平洋経済連携協定(TPP)には積極的に参加し、自由貿易体制をリードすべきだ④女性の社会進出を促すべきだ、などともいえるが、真の問題の解決策は、多くの人が見過しているような制度の細部に宿っているのではないかと筆者は考えている。

たとえば、女性の社会進出を促すには、配偶者控除の廃止などと政治的に大議論を巻き起こしそうなアプローチをするのではなく、税制や社会保障制度の継ぎ目をなくすほうがいいのではないかと筆者は考えている。

## 1) 配偶者控除の工夫

今の仕組みだと、主婦の収入が103万円を超えて控除対象配偶者ではなくなったり、130万円を超えて国民年金の第3号被保険者の地位を失ったりすると、突然、世帯の実質収入が減ってしまう。主婦の収入に応じて少しずつ配偶者控除の金額を減らしたり、年金保険料の金額を増やしたりしていけば、こんな逆転現象は起きなくなる。

## 2) 連年贈与への対応

世代間の所得移転を促すには、毎年続けて贈与することに伴う税制上の不透明感を排除すればいい。現行の仕組みだと、受贈者1人について110万円までは贈与税を支払わずに資産を渡すことができるが、例えば110万円の贈与を10年続けて実施した場合に、税務署から「これは最初から1、100万円を贈与するつもりだったのではないか」と指摘され、いっぺんに1、100万円の贈与をしたときにかかる贈与税を追加徴収される恐れがあるという。

しかし、一定の外形的基準を満たせば、追加徴収などの目にあわないように、制度の透明度を高めれば、もっと所得移転は進むのではないか。2011年度の税制改革では相続税の控除額がこれまでの6割になる予定なので、少しでも納税額を減らしたいと考える高齢者は、存命中に子や孫に積極的に資産を移すと予想される。

今の相続の仕組みでは相続人も被相続人も高齢者ということが多いから、なかなか個人消費の活性化にはつながらない。消費意欲が旺盛な若い層に資産を移したほうが、社会全体のお金の回りが良くなって、内需を押し上げる力になる期待がある。

ほかにも、ちょっとした制度的な工夫をすれば、日本経済がもっと潜在力を発揮できるようになる余地は大きいのではないか。変化への期待が大きくなれば、企業家は必死で新たな事業機会を探そうとし、投資家も有望銘柄の発掘に真剣になる。その先には「日本の最良の日々」が待っているであろう。

## 7. 激甚災害でも弱気は無用か

3月11日に発生した東北地方太平洋沖地震は、見直し気分が強まっていた東京株式相場に大きな打撃を与えた。15日には地震と津波が引き起こした福島第一原発の事故の深刻化懸念から、日経平均株価が1、015円安と歴代で3番目の大幅な下落を記録し、すべての株高シナリオは雲散霧消したようにも見える。



原発事故は対処を誤れば、国家の存立をも危うくする要素があり、予断を許さないが、関係者の懸命な努力によって、大事に至らないうちに事態が収束できれば、激甚災害に直面しながらも、それに冷静に対応し、秩序立って解決できた日本の姿を、世界中の人々が知ることになるであろう。

震災復興に向けては巨額の予算が組まれると思われる、金融政策面からのサポートも予想される。18日に日米欧が急激な円高阻止のために外国為替市場に協調介入したことは、世界が日本の復興を支援している表れでもある。かなりの国富が失われ、日本経済も株式相場も「仕切り直し」が必要だが、既得権益重視の旧来の悪弊を断つ絶好の機会でもあり、その限りにおいて、株価の先行きに弱気になる必要はないと思われる。

以 上

執筆者紹介

---

**前田 昌孝**（まえだ まさたか）**1957 年** 神奈川県生まれ  
公益社団法人日本経済研究センター 研究本部 主任研究員

<学歴・職歴>

1979 年 東京大学教養学部卒  
1979 年 日本経済新聞社入社  
1991 年 ワシントン支局記者  
1994 年 東京本社編集局証券部次長  
1997 年 証券部編集委員  
2008 年 ヴェリタス編集部編集委員  
2010 年 日本経済研究センター研究本部 主任研究員

<著作>

こんな株式市場に誰がした(2003 年、日本経済新聞社)、株式市場を読み解く(2005 年、同)、日経新聞をとことん使う株式投資の本(2006 年、同)など