

# 今月の金融マーケット

## 日本株上昇とデフレ脱却期待

経済調査部 鳶峰 義清



### 株価は4年前の水準に急騰

残暑の頃から、日本の株価の急騰が続いている。きっかけとなったのは8月8日の衆議院解散である。一般に、政治の空白、あるいは先行き不透明感の強まりは、リスク性資産である株価にとってはマイナスに働く。しかし、解散決定から1日をおいて、株価の上昇ペースが加速し始めた。需給面から見ると、積極的な買い手は外国人投資家であった。8月10日から10営業日の外国人投資家の日本株買越株数（外資系証券12社による寄り付き前発注ベース）は2億7,110万株と、莫大な規模となった。これを見た国内投資家は、“外国人投資家は日本の構造改革に期待している”と捉え、自民党が勝利するとの世論調査結果などと結びつけた。銀行などの機関投資家は、引き続き株式を積極的に買い増すことはなかったものの、事業法人や個人投資家、そして投機筋などの積極的な買いが指摘された。この結果、日経平均株価は“壁”と言われた1万2千円を8月10日にあっさりと突き抜けた。実際に自民党の歴史的な圧勝が判明した直後の取引である9月12日以降も上昇基調は続き、同20日には1万3千円を突破、9月末時点では2001年5月以来の水準である1万3,574円となった。

株価を業種別に見ていくと、鉄鋼や銀行、卸売や不動産など、大型株や内需関連株の上昇が目立つ。これらは、日本経済がバブル崩壊からデフレに見舞われる中で、どちらかと言えば投資家から敬遠されてきた業種である。こうした業種の上昇が目立ったことから、日本経済がデフレから脱却するとの期待が高まっていることが窺われる。

### デフレ脱却期待という名の梯子は頑丈か

内需関連や大型株を“デフレ脱却銘柄”と呼ぶならば、政府・日銀が事実上の踊り場脱却宣言を行った段階で、上昇の牽引役になったことは自明である。消費者物価のテクニカルなプラス転換を待つまでもなく、日本経済の需給ギャップはかなりの程度縮小しており、今後見込まれる景気の循環的な持ち直しによって逆転すると見られる。

デフレからの脱却とは、名目GDPが趨勢的に拡大基調に転じることと解釈することができる。日本全体の株式の時価総額が長期的には名目GDPと連動するとすれば、デフレからの脱却は長期的な株価上昇期待をもたらすと考えられる。そうした中で、まずは割安と判断された銘柄や業種に、投資家の資金が集中することも極めて自然なことと言えよう。

しかし、消費者物価が遠くないうちに上昇に転じることと、デフレから脱却すること（ここでは長期的な名目成長率拡大期待と解釈する）、そして株価が安定的に上昇することとは必ずしも一致するわけではない。まず、景気の先行きに一点の曇りもないわけではない。長期的に上昇懸念が強い原油価格の動向や、米国の金利動向と住宅バブルなどは、日本経済だけでなく世界経済共通のリスク要因であり、決して無視できるほど低い確率のものではない。日本経済の長期的な課題である少子化は、成長率を抑制させる要因である。また、引き続き日本株の買い手が外国人投資家に偏っている点も懸念要因だ。米国株が伸び悩む中で日本株の上昇は、日米株のデカップリングをイメージさせるが、海外株が下落すれば外国人投資家は日本株での利益確定を迫られよう。このように、日本株の上昇は日本経済の変化の兆しを捉えたものと判断されるが、安定感には欠けると言わざるを得ない。

しまみね よしきよ（首席エコノミスト）