

## 日本株が冴えない背景

経済調査部 鳶峰 義清

### 傷は浅くてもパフォーマンスは劣後

2007年の世界の株式市場を表すキーワードは、やはり『サブプライムローン』だろう。サブプライムローンを組み込んだ証券化商品の価値が大幅に毀損したことによって、欧米の金融機関を中心に巨額の損失が生まれた。日本の金融機関も無傷ではないものの、その傷の程度は相対的に浅いと認識されている。

しかし、各国の代表的な株価指数のパフォーマンスを見ると、全く異なる結果が現れる。2007年年間の株価騰落率を見ると、サブプライムローン問題の震源地である米NYダウは+6.4%、証券化商品で金融機関が大きな損失を出したとされる欧州圏でも独DAXは+22.3%と、高い上昇を記録した。これに対し、日経平均は▲11.1%と、世界の主要株価指数のワースト5に入る大きなマイナスを記録した。

### 主因は買い手不在だが、それだけではない

このように、サブプライムローンが主役となった2007年の株式市場で、傷が相対的に浅かったと評されているにもかかわらず日本株のパフォーマンスが悪かった主因として挙げられるのが、国内に積極的な買い手がいないという歪んだ構造だ。

バブル崩壊後積極的に日本株の保有を進めてきたのが外国人投資家だが、問題は外国人投資家が売りに回った局面で、これに買い向かう投資家がいなかったことである。個人投資家や国内機関投資家は、これまでのところ積極的に日本株を買う主体とはなっていないばかりか、外国人投資家が売る局面で、同様の売買を行う傾向さえ見られる。

しかし日本株が大きく値を下げた理由はそ

れだけではない。期待していた個人消費の回復は空振りに終わり、デフレ脱却も遠のいた。外需に成長の牽引を任せる経済構造はむしろ強まっており、欧米経済の減速懸念が高まるなかで、為替相場も円高に振れ始めると、景況感さえもマイナスの方向へ振れ始める。このように、海外に期待できない状況では、成長期待そのものが崩れかねない脆弱な構造こそが、日本株のパフォーマンスの悪さに繋がっている。

### “割安で買い”という自立反発は期待薄

では2008年はどうか。巷間よく指摘されるのは、日本企業の業績などを勘案すれば、日経平均株価で1万5千円を割り込むような水準は割安すぎる——といった自立反発期待だ。しかし、バブル崩壊後の株価下落局面は、決して自立反発によって抜け出したわけではない。多くの投資家は、利益を得るために株の売買を行うのであり、できるだけその利益を最大化しようとする。要するに、上がると思うから買うのであって、割安だとしても下がると思えば買わないのである。現状で、米国を中心に海外経済に対する警戒感が強く、円高リスクが指摘され、原油をはじめとした資源価格が高水準を保っている状況では、割安の前提となる業績さえおぼつかない。売買の主体が外国人に負うところが大きいのであれば、外国人投資家が買えるような状況になったかどうかを見極める国内投資家が多いだろう。

結局のところ、2008年の株価の動向は専らサブプライム問題の帰趨にかかっている。すなわち、金融機関の損失拡大傾向に、いつ頃、どのように歯止めがかかるかが焦点となる。

しまみね よしきよ（主席エコノミスト）

第一生命経済研レポート 2008.2