

## 「米金融危機後の国内株式市場」

投資企画部:岡 千晴

世界恐慌の再来。ここ数週間、この言葉を良く耳にした。背景には米国を震源地とする金融危機がある。一方、金融危機が本格的に拡大する直前の昨年6月末から今年9月末までの日米株価の下落率を比較すると、米国株の約22%下落に対し日本株は約38%下落と、下落幅では震源地である米国よりも日本のほうが大きい。背景には様々な理由があるが、国内株式市場における外国人投資家の存在感の大きさもその一つだろう。ここもと外国人の株式保有比率は拡大し、主体別で第一位になっている。外国人が日本株に投資する場合、一般的に為替リスクの分だけ自国株投資よりもリスクが多い。リスクを落とす際にリスクの大きい日本株を先に売った結果が下落率の差に現れているのだろう。

それではなぜ、国内の株式市場で外国人の存在がそこまで大きくなったのか。まずは、米国が市場至上主義を掲げ、証券と銀行の業務分離規制の撤廃等の規制緩和を実施、民間も高成長・低インフレ・低金利が共存する環境の下で、資本金の何倍もの借金をして資産を増やし、資本金に対して大幅な利益を上げる、レバレッジという手法を新たなビジネスモデルとして多用するようになったことが挙げられる。米国政府がグローバルスタンダードとしてそれらの世界的拡散を容認した結果、レバレッジの掛かった大量のお金が外国人マネーとして日本に流れこんできたのだ。一方、国内では国内バブル崩壊後の日銀による低金利政策が続く中、伝統的に高利回り（高インカム）嗜好の強い個人は低金利を嫌い、外国債券投資を活発化させた。企業は高成長・低インフレ下で着実に利益を上げてきたものの、バブル期の財テク投資の反省から金融市場での積極的な余資運用を控える一方、利益を社内留保とし資本勘定に滞留させた。その結果、株式市場での外国人保有比率が高まった。

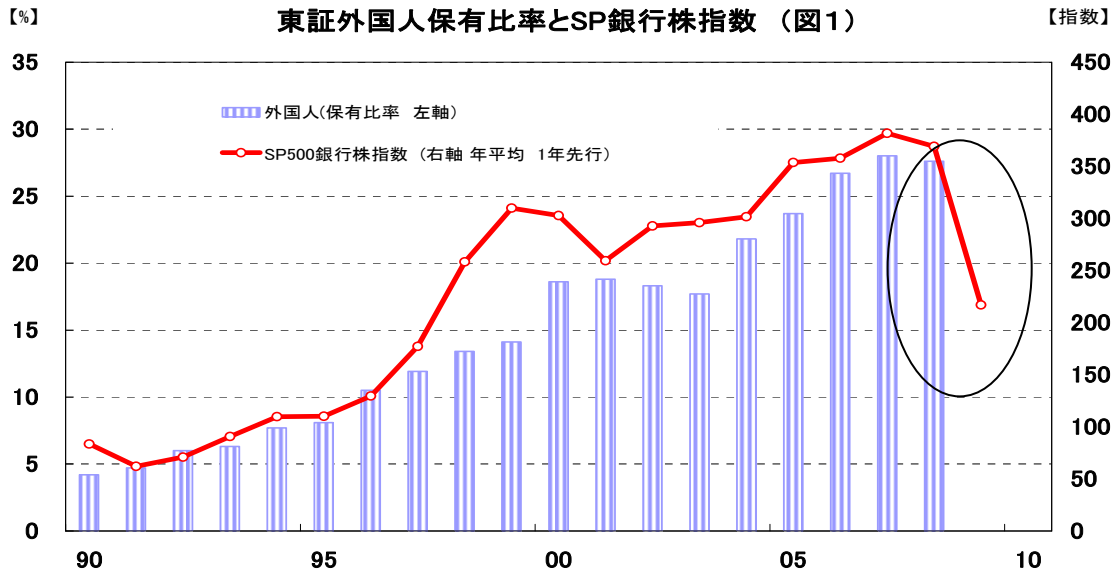
ところで、現在、米国では大規模な金融危機に直面して、市場至上主義やビジネスモデルの変更を迫られている。米国政府は公的資金による銀行への資本注入など、市場原理に反する政策を矢継ぎ早に打ち出している。銀行も資産を売却し資本増強に努めるなど従来のビジネスモデルを否定するような動きに出ている。このような中、外国人投資家は、日本人が国内バブル時期に外国投資を活発

化させバブル崩壊後に撤退というパターンを辿ったのと同じように、日本株を売却して自国市場に回帰する傾向を強めるのではないかと。レバレッジビジネスを推進してきた米国銀行の株価指数の急落はそれを示唆しているように思える。（図1）

外国人の撤退は国内株式市場にどのような影響を与えるのだろうか。一般的に外国人は為替リスクを負って国内株式投資を行っており、国内投資家よりも余計にリスクを負っていることから国内株式市場に対する要求リターンは高い。一方、外国人の株式の売買回転率は短く短期売買を繰り返す傾向がある。（図2）すなわち、外国人が主導する市場では、短期間に株価が激しく上下するハイリスク・ハイリターン型の市場と言えよう。個人を始め、国内投資家はそのインカム嗜好の強さから伺えるようにハイリスク・ハイリターンではなく安定リターンを嗜好していると考えられる。ハイリスク・ハイリターン型の市場は国内勢が参入し難い市場であったと言えよう。逆に外国人の影響力が低下した市場では、価格変動率（ボラティリティ）が低くなり、価格下落による損失を被るリスク（キャピタルロス）が低下することになる。さらに、日本企業はここ数年、社内に溜め込んだ利益を配当金や自社株買いの増加を通じて株主還元を拡大する方向にある。（図3）

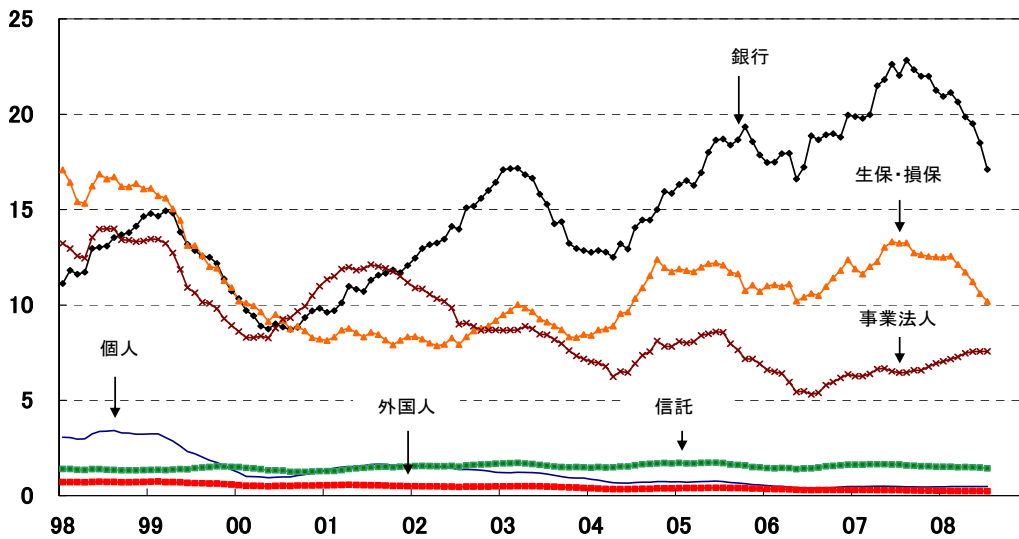
今後の国内株式市場は外国人の影響力の低下を背景に、キャピタルロスによる潜在的な損失が低下する一方で、増配によるインカムは拡大する方向に進もう。これは、一般的にキャピタルロスを嫌い、インカム嗜好の強い国内投資家を国内株式市場へ回帰させる契機になるのではないかと。

さて、足元では公的資金注入等の各国の政策対応にも関わらず、世界の株価は乱高下を繰り返し、株価の先行き不透明感は拭えていない。但し、目線を先に延ばし金融危機終了後の国内株式市場を展望してみると、ボラティリティが低く配当等のインカムが重視される、従来とは異なる国内株式市場の姿があるのではないかと。足元の株価の乱高下に惑わされることなく、その根源で起こりつつある潮目の変化（国内株式市場における外国人のプレゼンス縮小）を注視してゆきたい。（10月20日記）



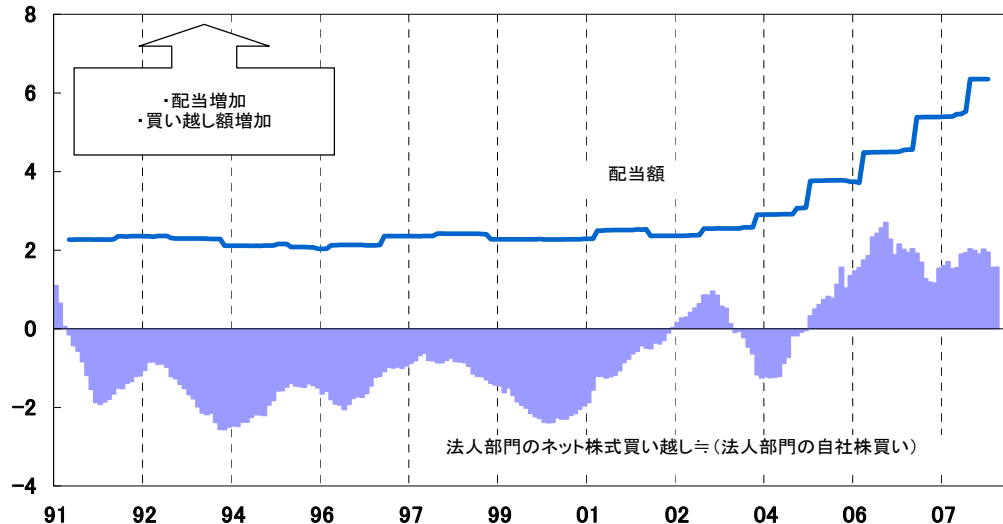
出所) 東京証券所資料より当社作成  
 【保有年】

**主体別回転率(図2)**



出所) 東京証券取引所資料等より当社推計  
 【兆円】

**配当額と自社株買い(図3)**



出所) IABD より当社作成

## 本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部  
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）