



エコノミスト・ストラテジストレポート

情報提供資料  
2023年6月5日

## 日本株急騰の背景、海外メディアの日本褒め殺しにご用心

運用戦略部 チーフ・エコノミスト/チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

2023年4月から5月にかけて日本株が急騰した。急騰は、まず外国人投資家の大量買入れに始まり、事業法人が自社株買いで続き、最後に空売りしていた投資家が恐怖に駆られてレベル感を無視して買戻したことで、強烈な踏み上げ相場となった。確かに日本を取り巻く環境は良くなった。長期的には米中競合を契機とした特に半導体分野での地政学的優位性は明白だ。中期的には米国の景気後退懸念を尻目に経済再開、インバウンド再開、約3倍の生産波及力がある自動車の200万台と想定される挽回生産などに支えられる景気回復のモメンタムは強い。短期的には賃金と物価の好循環が実現する可能性や東証によるPBR改善要請を受けた企業の自助努力などへの期待も大きい。

しかし、ある時期を境にこれほど認識が大きく変わるのも珍しい。突然、外国人からみて劣後していた日本市場が優越する市場に豹変したのだ。今回の特徴は過去に外国人が大量に日本株を買った局面と比較すると明らかになる。今世紀に入ってから外国人投資家は、2003年の不良債権の抜本処理、2005年の小泉郵政解散、2012年の第二次安倍政権の誕生、の3回、大量に日本株を買って越した。これらは後世に日本経済史が書かれたら記載されそうな一大変革であった。そして現実には日本は変わった。しかし今回は、これらと比較して今はまだ小粒で現実感に乏しい。

外国人が大した実体を伴わない日本株にここまで強気になった背景にはメディアの影響もある。FT紙は一連の報道で日本について歯の浮くような報道をした。たとえば、「高いガバナンス基準に支えられた(日本の株価)上昇」、「企業の優先順位が(株主重視へと)潜在的に歴史的転換を迎えた」、「東証は株価を上げる決意を固めた」などだ。これらをひっくるめて「Tokyo story」とまで呼んでいる。これら報道が意味するのは、株主還元強化への期待である。日本企業が溜め込んだ内部留保を株主に大放出する、ならばその前に買う、というのが外国人投資家の思惑だ。

しかし、今の国際情勢は政治的にも経済的にも大変革期を迎えている。大変革期を乗り切るためには軍資金が必要だ。具体的な投資分野は、脱炭素、DX、経済安全保障、人手不足への対応、人権対応、自然復興、等である。物的投資以外にも人材教育など人への投資も喫緊の課題だ。日本政府は脱炭素のために官民で150兆円の投資が必要だと試算している。2021年のその投資額は、中国 72 兆円、米国 19 兆円、日本は 3 兆円だった。企業が優先順位を変えて設備投資を後回しにし、内部留保の株主還元を優先することが本当に高いガバナンス基準なのだろうか。

海外のメディアは日本を褒め殺しにすることがままある。今となっては1970年代の「ジャパン・アズ・NO1」は褒め殺しだったと反省すべきだろう。1990年代には、無謀な利上げをする日銀総裁を「鬼平」と持ち上げた。日本のメディアも海外で評価の高い日銀を批判するわけにはいかず、むしろ日銀が地上げなど闇の勢力を罰する庶民の味方であるかの如く持ち上げた。他国の例でも、経済規模で中国が米国を抜くとの予想には挑発的な褒め殺しの面があった。

日本企業がPBRを引き上げる王道は、投資を通じた競争力の強化である。投資先は既に書いた通り、人材投資と来るべき変化に備えた分野での物的投資だ。とはいえ物事はバランスである。株主還元は、企業の競争力強化、人への投資、更には他のステークホルダーとして仕入先、得意先、地方創生のための地域社会など幅広い利害のバランスを図りながら実施すべきである。幸いなことに近年の日本企業は取締役のスキルマトリクスまで出してガバナンスを強化した。その成果が、内部留保の大放出だけとならないことを、切に願いたい。(脱稿 5月29日) 以上

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。