

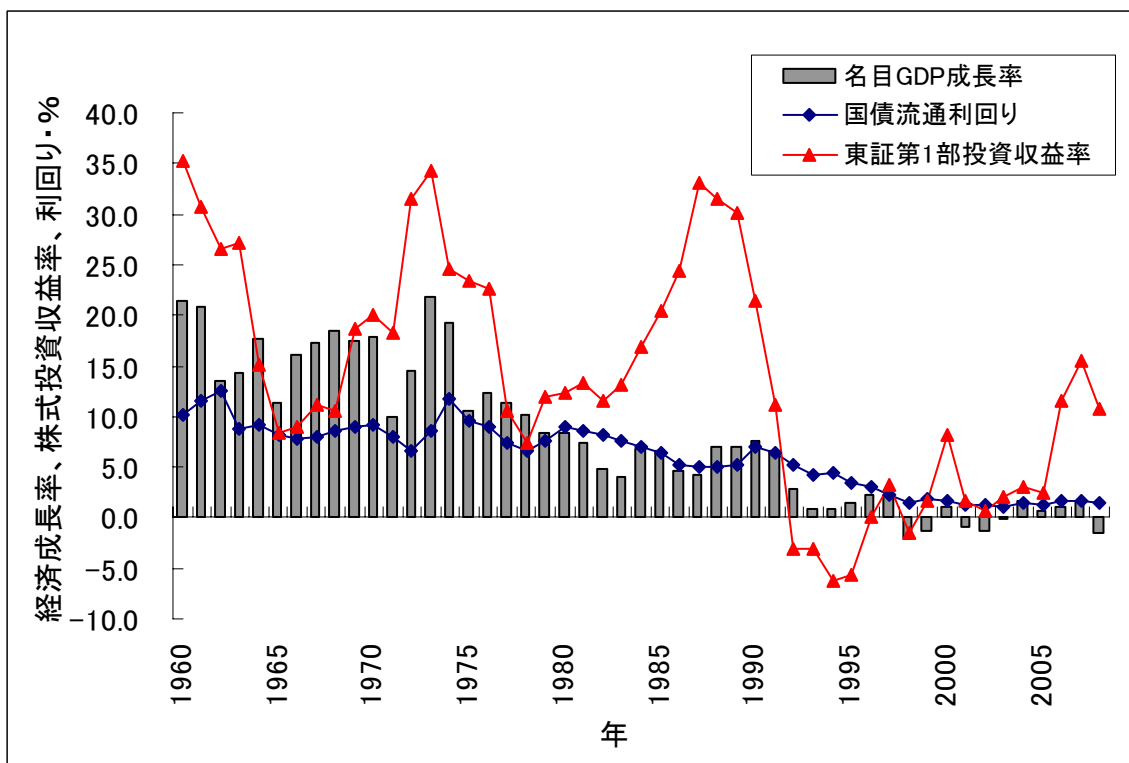
(年金展望台)：株式の長期投資と日本経済

日本の株式市場が短期化しているのは問題である。年金に代表される長期投資家の存在感が増し、短期と長期のバランス回復が望まれる。では、長期投資は報われるのだろうか。値上がり損益と配当を含めた投資収益率について5年間の平均値を計算すると、2003年以降は国債流通利回りを上回っている。日本経済が立ち直れば、株式の長期投資が報われるだろう。

日本の株式市場での投資家のスタンスが短期化している。売買回転率を計算すると、2003年に1.4回転だったものが、5年後の08年には2.6回転に達している。海外投資家の回転率が上昇すると同時に、個人投資家もインターネットを用いて活発に売買しているからだ。

短期投資を一概に否定するものではない。しかし、長期的な視点から上場企業を評価する投資家がいなくなってしまうことは、社会にとって大きなリスクである。第一に、株価形成が容易に一方に流れるリスクがある。第二に、上場企業が短期的な投資家に迎合しかねない。そこで、これらのリスクを軽減するためには、長期的な投資収益の獲得を目的とする年金のような投資家が存在感を増し、株式市場が多様化されなければならない。しかし、その前に検討すべきことがある。日本の株式市場がこれまで長期投資に報いてきたのかどうかである。報いていなければ、いくら長期投資を説いても仕方がない。

図表1：株式の投資収益率と国債流通利回り



(注) 株式投資収益率は当該年を含めた過去5年間の平均値。長期金利水準は、1984年までは利付電々債、それ以降は10年利付国債流通利回りの年平均値。

(出所) 内閣府、日本銀行、日本証券経済研究所等の資料に基づいて作成。

図表1は、日本証券経済研究所のデータを用い、5年間、株式に投資した場合の平均収益率を示したものである。この投資収益率には、株価の変動と配当が含まれている。また、比較のため、国債の流通利回りと名目GDPを図に入れておいた。この図から、次のことが読みとれる。

まず、バブル形成とその崩壊という異常な期間が終わった2003年以降、株式の投資収益率が国債流通利回りを上回り、比較的高い水準を維持していることである。2008年単年の投資収益率はリーマンショックの影響から-26.2%と惨憺たるものであったが、5年間を通して評価すれば、08年もまずまずの水準にある。もっとも、2009年単年の株式投資収益率も良くないことに注意が必要である。これからも長期投資が報われるためには、できるだけ早く株価水準が回復しなければならない。

次に、株式投資収益率と名目GDPの関係が深いことである。実のところ、名目GDPは国債流通利回りとも関係が深い。このことは、図の名目GDPの変動に合わせて株式投資収益率や国債流通利回りが変動していることによって確認できる。相関係数を計算しても、1980年代後半のバブルの頃を除いて、高い相関が確認される。つまり、名目GDP成長率が高くなると、株式投資収益率はもちろん、国債流通利回りも上昇するから、長期投資家にとっては望ましい。これに対し、債券投資の是非は流通利回りではなく、債券パフォーマンス・インデックスで判断すべきだとの意見もあろう。しかし、年金としては、金利水準が低下することで債券の投資収益率が高くなったとしても、決して喜べない。過去に投資したクーポンレートの高い債券という財産を食いつぶしたにすぎないからだ。それよりも、新規に投資する債券のクーポンレートの低下の影響の方が大きい。

株式投資収益率と名目GDP成長率の関係が深いことは当然だろう。経済活動が良好なら、企業の活動水準が高まり、それを反映して株価が上昇し、増配も行われるからだ。現在、日本企業は海外にも展開している。とはいえ、活動の中心が日本国内であることに変わりはない。そうであるから、「リーマンショックから日本の株式市場が立ち直り、今後も長期投資家に報いていく」と断言できるかどうかの鍵は、日本経済と企業活動に対する信頼度が握っている。分析の結果、信頼に足りるのであれば、日本の株式に長期投資していいだろう。

他方、日本経済を信頼できないと判断した場合、従来と同じスタンスで投資を継続してはいけない。この場合、極論すれば、次の二つのサブケースに分けて考えるべきだ。一つは、今後、日本企業がより積極的に海外展開し、成功するケースである。このケースでの投資スタンスは、すべての企業が海外展開して成功するはずはないから、選別して株式に投資する必要がある。言い換えれば、TOPIXベースの株式投資（パッシブ運用）を捨てなければならない。もう一つは、日本企業が海外で成功しないケースである。このケースでは、日本の株式も債券も投資対象として不適格となり、基本ポートフォリオの大幅な見直しが求められる。

筆者としては日本企業に信頼を寄せたい。日本経済の回復をメインシナリオにしつつも、企業の海外展開とその成功も念頭に置き、投資先を選別しつつ、株式に長期投資してはどうだろうか。もちろん、長期投資の実践には、客観的な分析と判断が絶えず必要となる。

(京都大学大学院経営管理研究部 川北 英隆)