

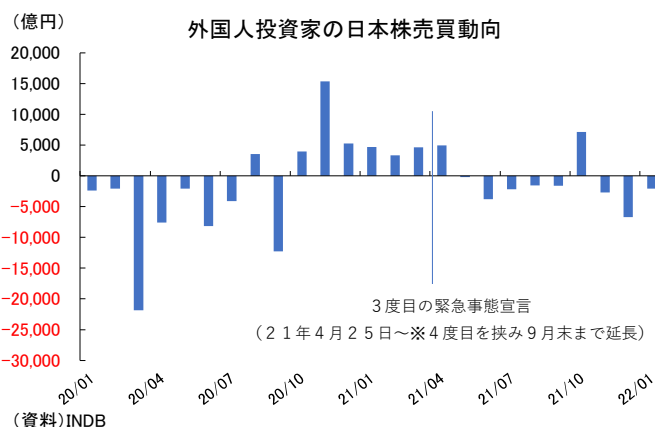
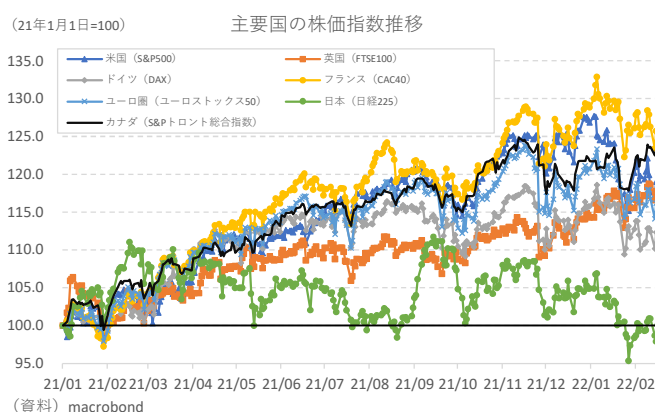
みずほマーケット・トピック(2022 年 2 月 22 日)

孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解？～

「岸田ショック」と揶揄されている現状について岸田首相が前原議員から問い詰められる場面があった。金融市場からの厳しい評価に対し岸田首相は「誤解」と弁明し、改めて株主や市場の重要性を説いた。とはいえ、株主や市場機能の重要性を首相が念押ししなければならない事態はやはり異常。外国人投資家の日本株買いは、岸田政権が発足した昨年 10 月を除けば 11 月から 1 月まで 1 度も買い越しになっていない。「新しい資本主義」を巡る「誤解」がその背景にあるのならば一刻も早く誤解を解くことが必要。「成長」よりも「分配」に力点を置く岸田政権の姿勢はさほどおかしいものではない。しかし、株主還元を「成果の流出」と表現するなど「言葉選び」の不味さが目に付く。真意はどうあれ『新しい資本主義』とは株価や景気を犠牲にすることなのか」という印象は根強く、これを払拭するためには成長重視の姿勢に切り替える必要がある。まずは硬直化した防疫政策を修正した先に成長や分配を検討する余地が出てくると考える。

～「新しい資本主義」への誤解？～

昨日の衆院予算委員会では、金融所得課税導入や自社株買い規制を示唆する自身の言動が株式市場の下落要因として持ち出され「岸田ショック」と揶揄されている現状について岸田首相が前原議員(国民)から問い詰められる場面があった。岸田首相は「わたしの経済政策に懸念の声が出ているのであれば誤解は解く必要がある」と述べ、「新しい資本主義」を巡る一連の評価を誤解と表現し、「資本主義だから株主、市場が基本なのは間違いない」と念押しを迫られている。だが、1 か月前(1 月 25 日)の衆院予算委員会では、やはり前原議員との討論の中で「株主資本主義からの転換は重要な考え方の一つであると認識している」と述べ失望を買った経緯がある。そもそも株主や市場機能の重要性を首相が念押ししなければならない事態が異例なのであって、「新しい資本主義」の本当の狙いがどこにあるかはさておき、その分かり難さに金融市場が戸惑っているのは間違いない。



これは2つの前頁図を見れば明らかであろう。いくらFRBの引き締め懸念やウクライナ関連の地政学リスクがあるとはいえ、主要株価指数の水準が前年割れしている主要国はない。また、外国人投資家の日本株買いについても昨年5月から今年1月までの9か月間において8か月が売り越しである。もちろん、日本株低迷は昨春からの話であり、岸田政権の政策運営だけに帰責するものではない。しかし、岸田政権について言えば、発足した昨年10月を除けば11月から1月まで1度も買い越しになっていない。恐らく2月も売り越しになっている公算が大きいだろう。「新しい資本主義」を巡る「誤解」がその背景にあるのならば一刻も早く誤解を解くことが必要である。

～「言葉選び」の不味さ～

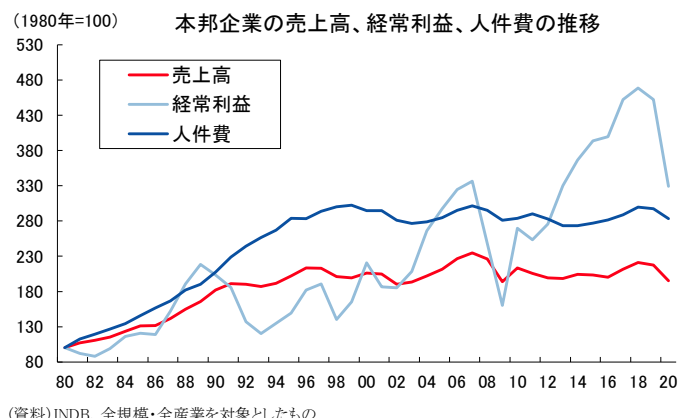
岸田政権は発足当初から「成長」よりも「分配」を掲げてきた。再分配政策に力点を置くこと自体、リーマンショック以降の国際的な潮流であり、それほど的外れなものではない。しかし、政治資源に乏しい政権発足初期から金融所得課税案を巡って株価が大幅に下落し、その後も自社株買い規制、株主資本主義からの転換など資本主義を否定するような強烈なワードが散見されてきたことで、「岸田政権はマーケットアンフレンドリー」という印象が付いてしまった。日経CNBCが視聴者に対して1月27日から31日に実施したアンケート調査では「あなたは、岸田政権を支持しますか？」との問いかけに95.7%が「いいえ」と回答している。金融市場から「支持されていない」というよりも「嫌われている」と言った方が腑に落ちる状況と言える。その政策思想の正否はさておき、強烈なリフレ思想を前面に押し出して金融市場を味方につけた安倍政権とは対照的な立ち上がりと言わざるを得ない。発足当初のイメージを転換するのは相当に労力を要するだろう。

岸田首相が最も関心を抱いていると思われる企業収益の分配先に関しては、賃金、自社株買い、配当、内部留保など様々な選択肢があるが、一連の首相答弁を総合すると賃金以外の分配先を全て「悪」と断じている印象も抱かれる。昨日の答弁でも岸田首相は「株主還元という形で成長の果実等が流出しているということについてはしっかりと受け止め、この現状について考えていくことは重要」と述べたことが話題になった。株主還元（即ち配当や自社株買い）を成果の「流出」と表現することは、（首相は「誤解」と言ったものの）やはり市場や株主の全否定に繋がりがかねない。株主還元があるから投資家はリスクを取って資本を拠出するのであって、それを浪費のように表現されてしまうと相当に危ういことである。このように株主資本主義（この言葉自体も一般的ではない）からの「転換」と言い切ったり、株主還元を「成果の流出」と表現したりする「言葉選び」の不味さが岸田政権の金融市場における評判を著しく下げているのは間違いないだろう。

～企業の利益・売上高と人件費がアンバランスだったのは事実～

但し、株主価値の最大化だけを追求するのではなく、企業収益の配分先を上手く調整することで経済厚生を高めようとする流れは他国でも見られる話ではある。バイデン政権も発足当初から株式譲渡益（キャピタルゲイン）課税の税率を大幅に引き上げ、富の偏在を是正しようという姿勢が示してきた。岸田首相は上述の答弁の中で「資本主義の持続可能性を考えたならば、その成長の果実が一方的に、一部に資するだけで終わってしまったら続かない」と続けている。この発言にそれほど違和感はなく、日本企業に対して「稼いだ収益をもっと賃金に分配すべき」という思いを抱くことは理解できる。図に示すように過去40年余りに関し、経常利益、売上高、人件費の推移を見ると、

人件費抑制が利益の押し上げに寄与してきた印象は確かにある。もちろん、日本企業が賃上げに踏み切れない背景には1度採用したら解雇の難しい日本型雇用の硬直性などもあって、一概に企業姿勢の問題だけとは言えない。だが、この状況を踏まえて、(安倍前首相も同様だったように)「賃金への分配は十分なのか」という問題意識を持つこともまた、自然ではある。



～そろそろ成長を・・・～

とはいえ、賃上げに踏み切らせるだけの環境整備という観点に立てば、非科学的と揶揄されながらも入国規制や行動規制を漫然と継続する姿は経済成長を犠牲にする政策であり、結果的に企業部門における賃上げ原資も圧迫する話になる。現実問題として、日本の成長率が他国のそれと比較して大きく劣後していることは本欄でも繰り返し批判的な議論を重ねてきた通りだ。

一連の政策運営の結果、眼前に残っているのは『新しい資本主義』とは株価や景気を犠牲にすることなのかという現実である。この状況を打開するにはまず、厳格なコロナ対策に拘泥する姿勢を修正し、成長率の復元を図ることから始めねばなるまい。高い支持率が得られるとは言え、新規感染者が増えるたびに行動制限や時短措置など経済活動に介入する政策を慢性化させれば、消費や投資が伸びるはずがない。日本経済の貯蓄・投資 (IS) バランスにおいて貯蓄過剰状態が強まっていることが何よりの証左である。結果、企業収益も伸びるはずがなく、賃金も伸びない。

何度目かの期待になるが、今後も到来するであろう感染拡大に対して闇雲に行動制限を強いるのではなく医療資源を拡充し、社会機能を止めないことに注力して貰いたいと思う。その結果として株価が今のような状況から抜け出せる光明も見えてくるのではないか。硬直化した防疫政策の修正の先に成長や分配をできる余地があると思う。

市場営業部・金融市場部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔 (TEL: 03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2022年2月21日	ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～
2022年2月18日	週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)
2022年2月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分)
	円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～
2022年2月16日	ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～
2022年2月15日	本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～
2022年2月14日	「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス
2022年2月10日	週末版(ウクライナ問題～ドイツの自衛行為は止まらないのか～)
2022年2月8日	為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか？
2022年2月7日	米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～
2022年2月4日	週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か？～)
2022年2月2日	沈む円相場の全体感と日本の現状
2022年2月1日	オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済
2022年1月28日	週末版
2022年1月27日	FOMCを終えて～いつまで株価を無視できるか～
2022年1月26日	IMF見通し改定について～リスク満載の世界経済～
2022年1月25日	孤立感が強まるドイツ～ショルト政権の迷走～
2022年1月24日	夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～
2022年1月21日	週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～)
2022年1月20日	米実質金利上昇とドル相場への影響
2022年1月19日	日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～
2022年1月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分)
	続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～
2022年1月17日	既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は？～
2022年1月14日	週末版
2022年1月13日	円安と物価高と国民感情の近況について
2022年1月12日	「嵐の前の静けさ」を警告するIMF
2022年1月11日	信じて貰えないECBのハト派姿勢
2022年1月7日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≒「為替の進捗」～)
2022年1月5日	欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定
2022年1月4日	2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か？
2021年12月28日	2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～
2021年12月27日	2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～
2021年12月24日	週末版
2021年12月23日	円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～
2021年12月22日	無視はできない需給面のドル安リスク
2021年12月20日	2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する
2021年12月17日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)
2021年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分)
	FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク？～
2021年12月15日	「安い日本」を体現するアパレル生産日本回帰報道
2021年12月13日	41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～
2021年12月10日	週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)
2021年12月8日	2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～
2021年12月7日	過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか
2021年12月6日	弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて
2021年12月3日	週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本当の正常化プロセスは23年以降に～)
2021年12月2日	変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～
2021年11月29日	アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～
2021年11月26日	週末版
2021年11月25日	再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～
2021年11月24日	ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～
2021年11月22日	欧州の感染再拡大の影響をどう見るか？
2021年11月19日	週末版
2021年11月17日	10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)
2021年11月16日	不安視される米消費者心理の悪化
2021年11月15日	今年2度目のマイナス成長となった日本
2021年11月12日	週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安 & 資源高の怖さ～)
2021年11月11日	ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か？
2021年11月10日	欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～
2021年11月9日	FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～
2021年11月5日	週末版
2021年10月29日	週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)
2021年10月28日	2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後
2021年10月26日	供給制約下の利上げは正当化されるのか？
2021年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～
2021年10月22日	週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイトマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)
2021年10月20日	本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～
2021年10月19日	ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも？～
2021年10月18日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分)
	欧州委員会、初のグリーンボンド発行を受けて
2021年10月15日	週末版(IMF秋季世界経済見通し(WEO)を受けて～世界とは別次元の日本の悩み～)
2021年10月13日	円安に蝕まれる日本経済の現状
2021年10月12日	現実味を帯びるECB正常化、日銀にも好機
2021年10月11日	米9月雇用統計を受けて～既定路線の修正には至らず～
2021年10月8日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月9日開催分)～争点は「PEPPの次」へ～)
2021年10月7日	インフレ高進を考える～「目先の生活」vs「地球の気温」～
2021年10月5日	交易条件の悪化に蝕まれる日本経済
2021年10月4日	岸田政権に求められる「新規感染者主義からの脱却」
2021年10月1日	週末版
2021年9月30日	ドル/円の年初来高値更新と岸田新政権への期待
2021年9月28日	次期ドイツ政権が直面する課題②～域内再分配～
2021年9月27日	次期ドイツ政権が直面する課題①～対中関係～
2021年9月24日	週末版(FOMCを終えて～既定路線と化した「22～23年の利上げ」～)
2021年9月22日	恒大問題の現状整理～2つのポイントで理解する今後～
2021年9月21日	ドイツ総選挙直前プレビュー～政治空白は必至か～
2021年9月17日	週末版(実質実効為替相場(REER)の国際比較～過去1年で割安感が加速したのは円くらい～)
2021年9月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年8月分)