

視 点

株式市場と構造改革・景気刺激政策

目 次

- ・ はじめに
- ・ 本稿で使用する「用語」の定義・分析手法
- ・ 米国・日本の景気循環分析
- ・ 米国・日本の株価循環分析
- ・ 日米比較
- ・ おわりに

三菱信託銀行 投資企画部 荒 和英

要 旨

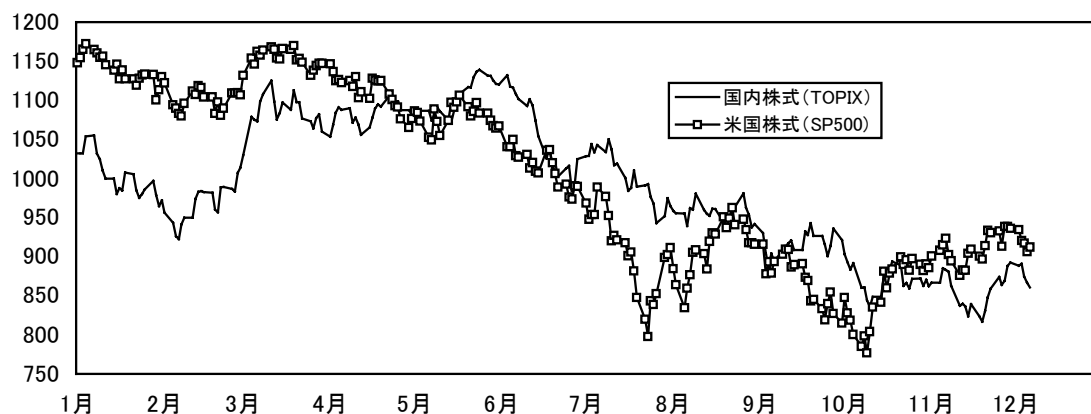
- ・ 本稿の目的は、日本における景気や株価の長期低迷の原因が何処にあるのか、を分析することである。足下での政策論議は構造改革と景気刺激の両政策の選択に費やされている観があるが、低迷の原因を特定化する作業がまず優先されるべきであろう。
- ・ 本稿の分析は、日本の景気と株価の変動を「長期循環要因」「中期循環要因」「短期循環要因」に分解し、米国に対する同様な分析結果と比較することにより、日本における低迷の原因を特定化しようとするものである。
- ・ 日米とも、長期・中期・短期という期間で区切った株価循環は、それぞれ同一期間の景気循環の影響を強く受けている。加えて、景気循環は長期が中期の軸となり中期が短期の軸となっていることから、より期間の長い循環が短い循環に影響力を発揮する。
- ・ 日米を比較すると、景気・株価共に短い期間の循環は同様な波形を描いている。日米両国で大きな乖離が生じているのは、景気・株価共に長期の循環である。
- ・ 日本景気の長期循環は 1990 年代以降低下基調を続けており、安定的な推移を見せる米国と異なった形状を見せている。この長期循環の低下を背景に中期や短期循環の景気減速圧力が増殖されることにより、日本は深刻な景気低迷から抜け出せない。加えて景気の長期循環の低下は、長期安定的な株価上昇を妨げている。
- ・ 株価の長期安定的な上昇を目的とするのならば、景気の長期循環を上昇させるような政策、例えば構造改革政策が必要になってくるであろう。

．はじめに

低迷する日本の景気や株式市場に対し、構造改革政策と景気刺激政策のどちらを選択するか、という議論が様々な場で行われている。短絡的な言い方をすると、景気回復や株価上昇にとって真に必要なのは、構造改革と景気刺激のどちらの政策なのか？というのが論点であろう。しかし昨今の論争をみていると、ターゲットとする期間前提を共有化していないため、議論が空回りしている様に思える。何故ならば期間を異とする景気や株価の動向は全く様相を変えるからであり、景気や株価という同じ対象を目的としていても、期間が不一致な場合対応策に関する議論が単なる同床異夢で終わってしまう杞憂も出てくる。例えば次ページの図表1を見ると、直近1年間の国内株式は米国株式とほぼ連動している一方、1990年以降の長期間で比較した図表2では双方の相違が歴然となる。

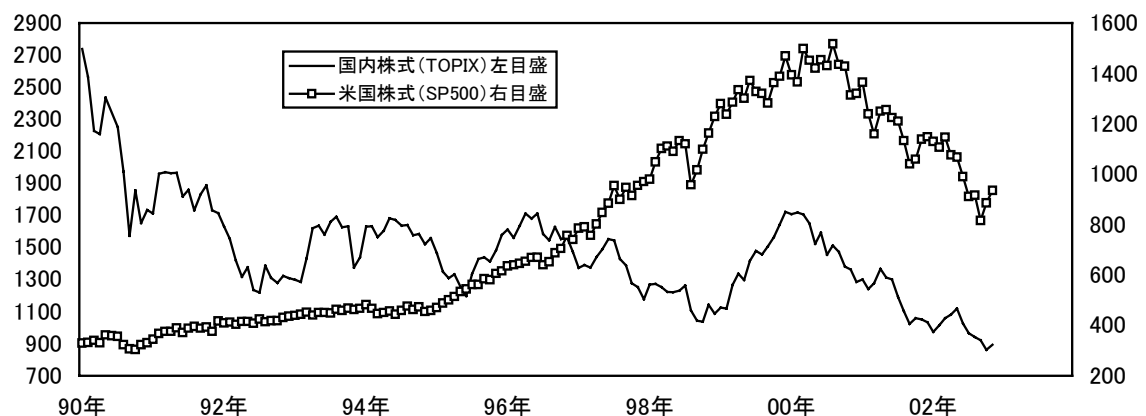
本稿の目的は、日本の景気や株価動向を期間毎の循環へ分解し、更に米国と比較検証することにより、どの期間が低迷の原因なのか、そしてその背景に潜む環境は何であることを特定することにある。もし、低迷の原因となる期間や環境が特定化されたならば、自ずとそれに対応する施策は導き出される筈であろう。

図表1：日米株価推移(2002年、日次データ)



出所: Bloombergより三菱信託作成

図表2：日米株価推移(1990年より、月次データ)



出所: Bloombergより三菱信託作成

．本稿で使用する「用語」の定義・分析手法

１．「用語」の定義

数学者のフーリエは「同じ周期を持つ波は、どんなに複雑なものでも単純な波の合成である」という発見をしたが、本稿の目的は景気や株価変動を幾つかの期間の循環波動へ分解することにある。図表３では、本稿で用いる「期間」分類定義を挙げている。

図表３：本稿で使用する各循環の定義

名称	周期	循環要因
長期循環	10年間以上	構造要因（人口動態・産業構造・技術革新など）
中期循環	5年間程度	中期循環要因（設備投資・個人消費など）
短期循環	1～3年間程度	短期循環要因（在庫投資・生産サイクルなど）

本稿で用いる「長期」「中期」「短期」という用語は、あくまで期間の長短を示唆するためだけの記号として使用している。また景気の周期性に関しては、図表４に挙げられるように代表的な景気循環論が有名ではあるものの、この景気循環論の目的となっているその正確な周期性を検証すること自体が本稿の主旨では無いことから、ある程度の期間の許容範囲を持たせた大枠の定義に止めている。

図表４：景気循環論における波動サイクル

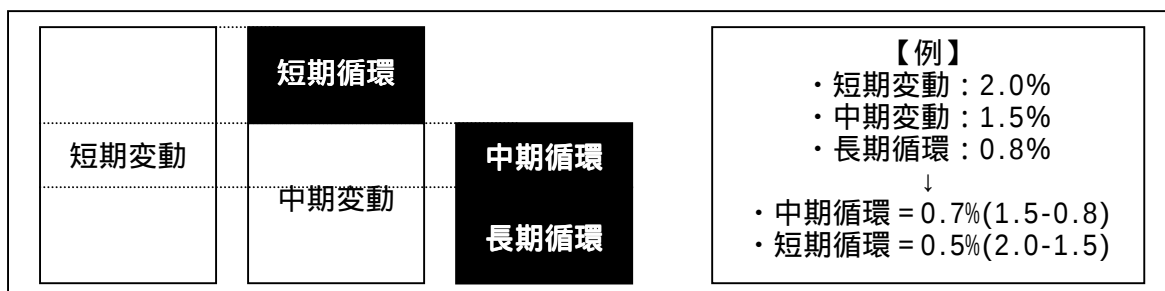
景気循環	発見者	周期	要因
超長期	コンドラチェフ	54～55年	「技術革新」循環
長期	クズネツク	22～23年	「気象条件」循環
	リグルマン	17～18年	「建築」循環
中期	ジュグラー	7～10年	「設備投資」循環
短期	キチン	40ヶ月	「在庫投資」循環

２．分析手法

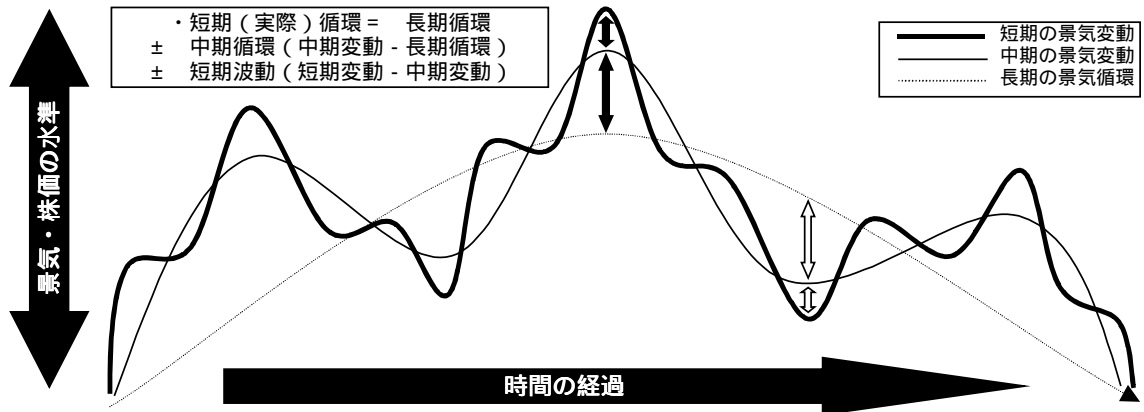
本稿は、景気や株価変動から様々な期間の循環を抽出する分析手法を用いる。各期間の循環を分解する分析手法のフレームワークは以下の通りである。

- ・ 実際(短期)の変動 = 長期循環 + 中期循環 + 短期循環
- ・ 中期循環 = 中期変動 - 長期循環 → <中期変動から長期トレンドを排除>
- ・ 短期循環 = 短期変動 - 中期変動 → <短期変動から中期トレンドを排除>

図表５：分析手法の概念図



図表 6：循環の各波動分解概念図



なお本稿において長期・中期・短期の循環を測定するに当り、「移動平均法」という簡便法を使用した。本来、中長期の構造的景気状況进行分析するためには、全要素生産性等の概念を用いて潜在成長率を測定する方法が一般的であろう。しかし、以下の分析においてこの移動平均法を採用した背景は、全要素生産性算出の過程にどうしても恣意的な作業が残ることと、景気と株価の循環を同一の方法で測定するための手法が必要である等の理由がある。当然、簡便化された手法を用いたことから精度の低下は否めないものの、景気と株価を同一基準の下で分析するための手法としての有効性は維持されたと考えている。

ここで用語の定義を再度行くと、

- ・「変動」= 実際の景気や株価の動き (例：実質 GDP 成長率、TOPIX、SP500 など)
- ・「循環」= 一段階長い期間を軸とした景気や株価の循環

図表 7：本稿で使用する各変動の算出方法

名称	周期	算出方法
長期循環	10年間程度	経済指標・株式指標の10年間移動平均
中期変動	5年間程度	経済指標・株式指標の5年間移動平均
短期変動	1年間程度	経済指標・株式指標の1年間移動平均

．米国・日本の景気循環分析

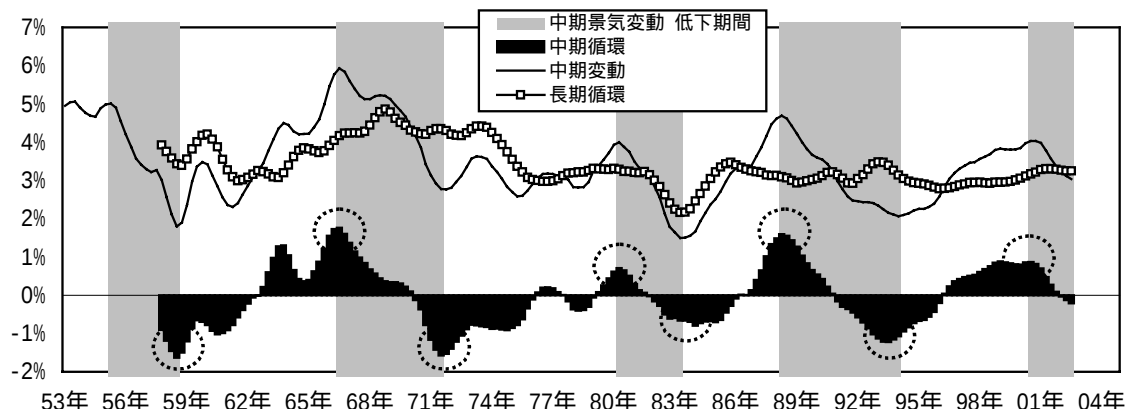
1．米国の景気循環分析

ここでは各期間における米国と日本の景気循環の分析を行うが、米国の分析を先行させることにする。何故ならば、米国の方が長期間の継続的な指標が入手可能である点と、後述するように「長期循環」が安定・均衡状況にあるためである。「中期」「短期」のみが循環する米国を分析した後に、「長期」「中期」「短期」のそれぞれの循環が変動を続ける日本を比較することにより、日本の問題点を浮き彫りにすることが可能となるであろう。

まず第一に、米国の景気動向を 長期循環、 中期循環、 短期循環へ分解してみよう。

下記図表 8 は、 長期循環と 中期循環を示したものである。

図表 8：米国景気の長期・中期循環



・中期変動：実質GDP成長率（対前年比）の5年間移動平均 ・長期循環：同10年間移動平均 ・中期循環：中期変動 - 長期循環
出所：米国商務省経済分析局（BEA）より三菱信託作成

この図表 8 の「中期循環」の動向が示唆する事象は、以下の 2 点である。

- a：中期変動は長期循環を軸とした循環を描く（この結果、「中期循環」が発生する）
- b：中期循環には水準的な上限と下限があり、一定程度の振幅の中で循環を繰り返す（図表 8 における丸印）

a の事象は、米国景気の中期変動が振幅の異なる（長期・中期）循環により合成されているという事実（中期変動 = 長期循環 + 中期循環）を示している。一方 b は、中期的な景気変動（例えば、中期景気変動 低下期間）が一定範囲内で繰り返される中期循環の振幅に起因している事実を示していよう。なおこの長期循環と中期変動の差である中期循環は、図表 9 に示されるように約 10 年間のサイクルを持っている。

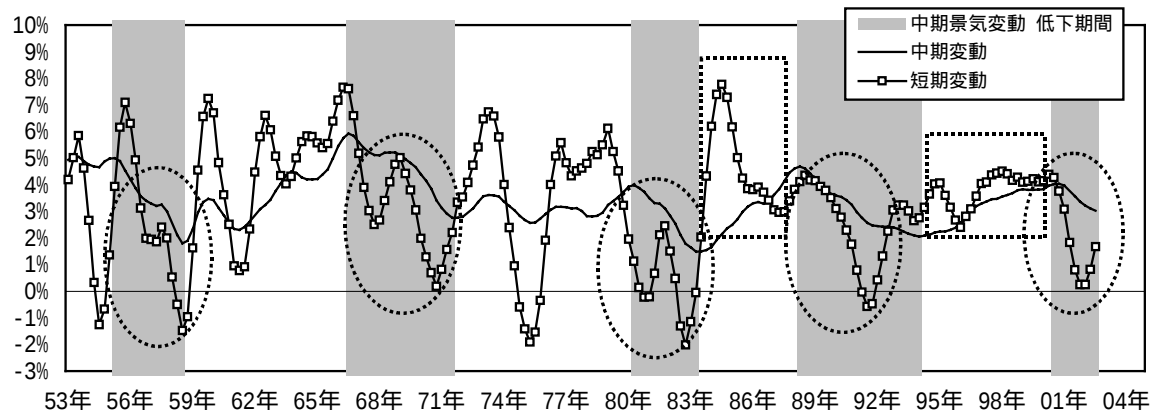
図表 9：米国景気の中期循環周期

底 → 底	年数	天 → 天	年数
58/9 ~ 71/9	13.0	66/9 ~ 80/6	13.8
71/9 ~ 84/3	12.5	80/6 ~ 88/6	8.0
84/3 ~ 93/9	9.5	88/6 ~ 99/3	10.8

次に、米国景気の中期循環と短期循環を分析してみる。図表 10 は中期変動と短期変動を、図表 11 は短期変動から中期変動を差し引いた短期循環を示しているが、両図表の示唆している点は以下の 2 点である。

- a'：短期変動は中期変動を軸とした循環を描く（この結果、「短期循環」が発生する）
 - ・短期循環を示す図表 11 を見ると、約 40 ヶ月間の周期を形成していることが判る
- c：中期変動が低下している時に短期変動のピークは低くなる一方（図表 10 内の丸印）、中期変動が上昇している時に短期変動の底は浅くなる（図表 10 内の四角印）
 - ・中期と短期の関係を詳しくみると、中期変動の低下局面（図表 10 の丸印）において、短期変動ピークは中期変動に頭を抑えられる形で低い水準に止まっている。逆に中期変動が上昇局面に入ると、80 年代半ばや 90 年代後半にみられるように短期変動の底が浅い水準に止まっている（図表 10 の四角印）

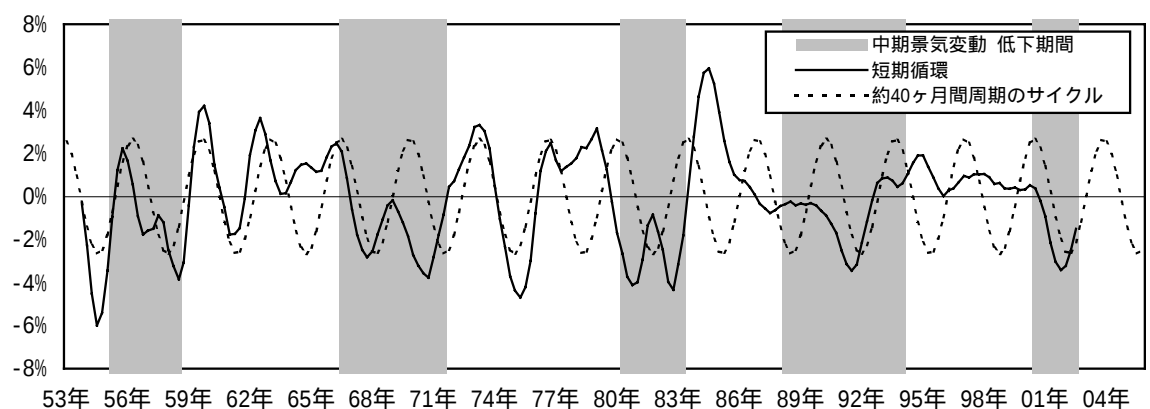
図表10：米国景気の中期・短期変動



・中期変動：実質GDP成長率（対前年比）の5年間移動平均 ・短期循環：同1年間移動平均

出所：米国商務省経済分析局（BEA）より三菱信託作成

図表11：米国景気の短期循環（短期変動 - 中期変動）

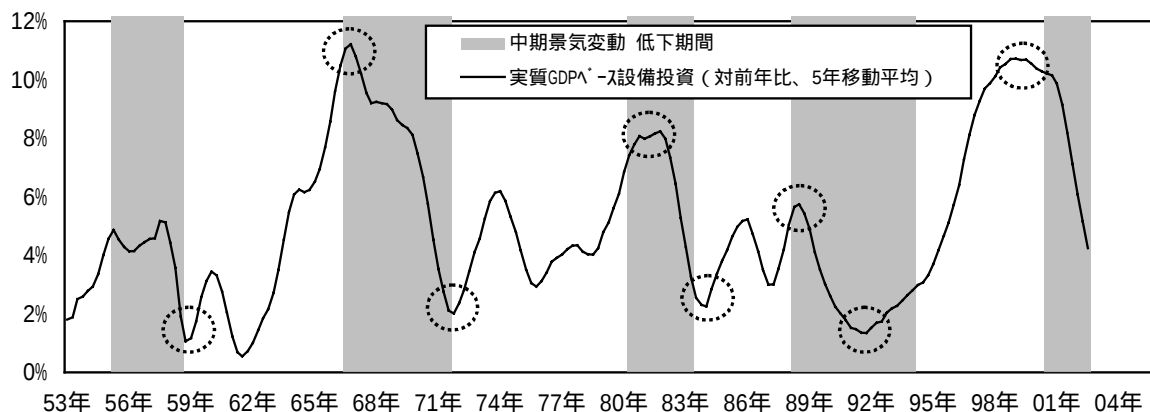


・短期循環 = 中期変動を排除した短期循環 = 短期変動（1年間移動平均） - 中期変動（5年間移動平均）

出所：米国商務省経済分析局（BEA）より三菱信託作成

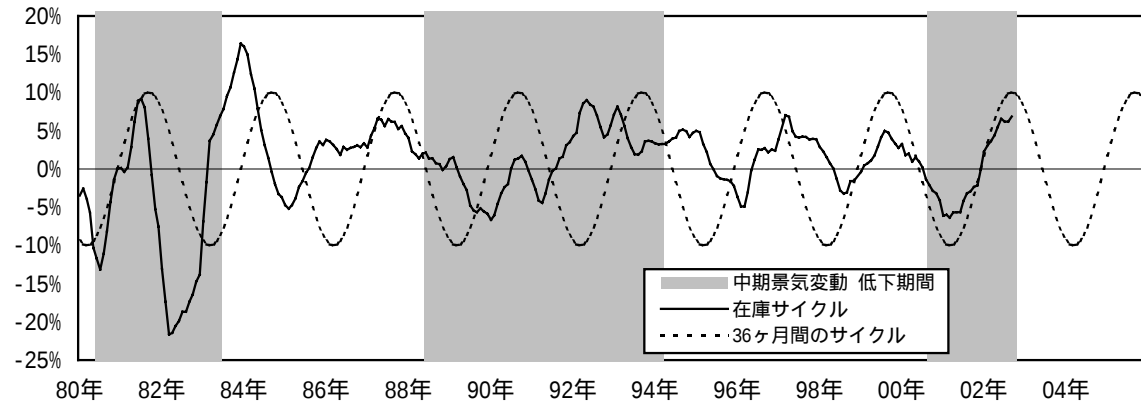
では図表9の中期循環サイクル(約10年間)と図表11短期循環サイクル(約40ヵ月間)は、一体何によって形成されているのであろうか？図表4の「景気循環論」が、その答を示唆している。図表12は米国の設備投資サイクルを、図表13は在庫投資サイクルを示しているが、図表8と図表12、図表11と図表13を比較すると、中期循環が設備投資サイクルに、短期循環が在庫投資サイクルに起因していることが判明する。

図表12：米国の設備投資サイクル



出所：米国商務省経済分析局（BEA）より三菱信託作成

図表13：米国の在庫投資サイクル



・在庫サイクル＝（製造業出荷（前年比）－製造業在庫（前年比））の3ヶ月移動平均
出所：米国商務省センサス局より三菱信託作成

次に図表 10 が示唆する中期と短期の景気変動の関係を、更に詳しく分析してみることにする。図表 14 は、短期の景気変動が中期の景気変動にどのような影響を受けるか、を過去に溯って分類した表であるが、結論は以下の図表 15 のように纏めることが出来る。

図表14：米国景気における短期循環と中期変動の関係

景気中期変動 回復期間	景気短期変動 上昇局面			景気中期変動 調整期間	景気短期変動 上昇局面		
	景気上昇	期間	最大値		景気上昇	期間	最大値
	58/9～60/5	21ヶ月間	68.2		54/9～57/4	32ヶ月間	69.5
	61/6～67/3	70ヶ月間	65.8		67/10～70/3	30ヶ月間	58.1
	71/5～74/10	42ヶ月間	72.1		81/1～81/8	8ヶ月間	53.5
	75/11～79/11	49ヶ月間	62.2		91/10～95/7	46ヶ月間	59.4
	83/5～85/2	22ヶ月間	69.9				
	86/1～89/7	43ヶ月間	61.0				
	96/8～98/8	25ヶ月間	57.7				
	99/4～00/10	19ヶ月間	57.5				
調整期間	景気短期変動 低下局面			調整期間	景気短期変動 低下局面		
	景気低下	期間	最小値		景気低下	期間	最小値
	60/6～61/5	12ヶ月間	43.6		57/5～58/8	16ヶ月間	33.4
	74/11～75/10	12ヶ月間	30.7		67/4～67/9	6ヶ月間	42.8
	85/3～85/12	10ヶ月間	47.1		70/4～71/4	13ヶ月間	39.7
	95/8～96/7	12ヶ月間	45.5		79/12～80/12	12ヶ月間	29.4
	98/9～99/3	7ヶ月間	46.5		81/9～83/4	20ヶ月間	35.5
					89/8～91/9	26ヶ月間	39.2
					00/11～02/3	17ヶ月間	39.5
	平均	11ヶ月間	42.7		平均	16ヶ月間	37.1

・中期変動局面：実質GDP成長率の5年移動平均が、上昇の場合を「回復」、下落の場合を「調整」と定義。
・短期変動局面：米国製造業ISM指数の6ヶ月移動平均が、50以上を「上昇」、50以下を「低下」と定義。
・短期変動局面の中期変動局面判断：各短期変動局面が重複する時間帯の長い中期変動局面を選択。
出所：全米供給管理協会（ISM）より三菱信託作成

図表15：米国における短期と中期景気状況の関係

	景気短期変動状況	
	上昇局面	低下局面
景気中期回復局面	ピーク高く・上昇期間長い	ボトム浅く・低下期間短い
景気中期調整局面	ピーク低く・上昇期間短い	ボトム深く・低下期間長い

この短期と中期の関係は、山道をイメージすると理解し易い。例えば長い下山道の途中でも細かいアップダウンが続くものであるが、この長い下山道を中期、細かいアップダウンを短期と考えてみる。下山道(中期調整)でのアップ(短期上昇)は距離が短く終わり、その登りの標高も限られている(ピーク低く、短命)。一方、下山道(中期調整)でのダウン(短期低下)は距離が長く底も深くなる(ボトム深く、長期化)。つまり、細かいアップダウン(短期変動)を繰り返しながらも、徐々に標高を下げていくのが長い下山道(中期調整)の特徴であり、逆に長い登山道(中期回復)の場合は短期循環の関係が逆転する。

3．米国の景気循環分析のまとめ

以上の景気における長期・中期・短期循環分析をまとめると、以下のような結論になる。

A・長期・中期・短期の各循環は独立しており、中期は長期を軸に、短期は中期を軸に循環を描く

- ・中期の循環は約10年間の周期であり、設備投資のサイクルに起因する
- ・中期の循環は、長期に対する過剰投資・投資不足の周期によって発生する
- ・短期の循環は約40ヵ月間の周期であり、在庫投資のサイクルに起因する
- ・短期の循環は、中期に対する過剰在庫・在庫不足の周期によって発生する

B・景気の短期変動は、景気の中期的変動状況に影響を受ける

- ・景気の中期的回復期では、景気の短期上昇はピーク水準が高く、期間が長期化する
- ・景気の中期的回復期では、景気の短期低下はボトム水準が浅く、期間が短期で終わる
- ・景気の中期的調整期では、景気の短期上昇はピーク水準が低く、期間が短期で終わる
- ・景気の中期的調整期では、景気の短期低下はボトム水準が深く、減速が長期化する

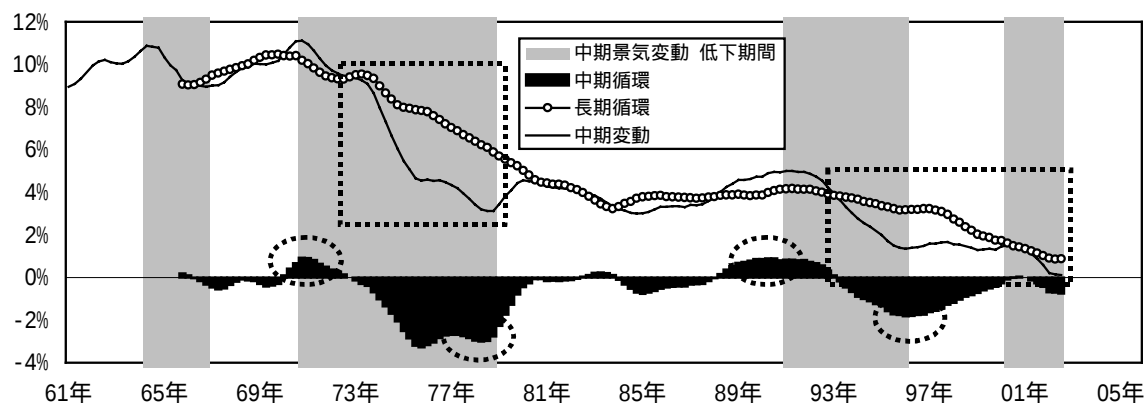
4．日本の景気循環分析

上記の米国と同様な手法を用いて、日本景気の長期・中期・短期の各循環を分析する。分析手法を再掲すると、以下のようになる。

- ・実際(短期)の変動 = 長期循環 + 中期循環 + 短期循環
- ・中期循環 = 中期変動 - 長期循環 → <中期変動から長期トレンドを排除>
- ・短期循環 = 短期変動 - 中期変動 → <短期変動から中期トレンドを排除>
- ・景気の長期・中期・短期変動測定方法 = 10年間・5年間・1年間の移動平均法

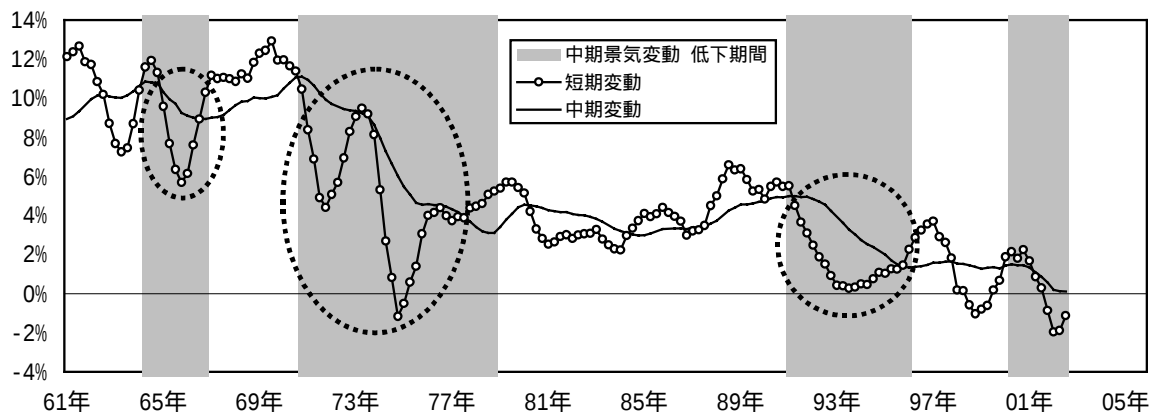
図表 16～18 にみられる日本景気の長期・中期・短期循環は、基本的に前頁でまとめられた米国の特徴と一致している。

図表16：国内景気の長期・中期循環



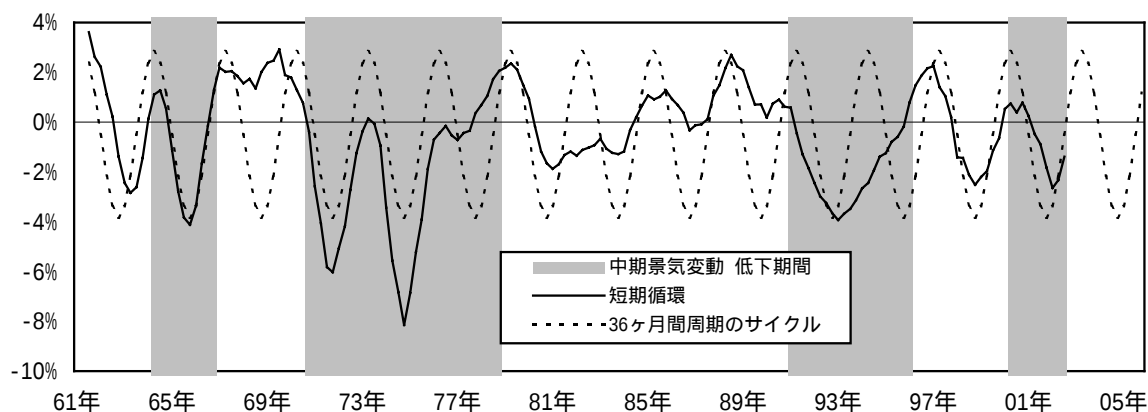
・中期変動：実質GDP成長率（対前年比）の5年間移動平均 ・長期循環：同10年間移動平均 ・中期循環：中期変動 - 長期循環
出所：国民経済計算より三菱信託作成（1980年以前は68SNA、以降は93SNAを用いて系列を継続）

図表17：国内景気の中期・短期変動



・短期変動：実質GDP成長率（対前年比）の1年間移動平均 ・中期変動：同5年間移動平均
出所：国民経済計算より三菱信託作成（1980年以前は68SNA、以降は93SNAを用いて系列を継続）

図表18：国内景気の短期循環（短期変動 - 中期変動）



・短期循環 = 中期変動を排除した短期循環 = 短期変動（1年間移動平均） - 中期変動（5年間移動平均）
出所：国民経済計算より三菱信託作成（1980年以前は68SNA、以降は93SNAを用いて系列を継続）

つまり、長期・中期・短期の各循環は独立しており、中期は長期を軸に、短期は中期を軸に循環を描いている。中期と短期の循環は、その周期から考えるとそれぞれ設備投資サイクルと在庫投資サイクルに起因していると推測される。

但し日米で唯一異なる点は、景気長期循環の形状である。図表 8 で示されるように、米国の長期循環がほぼ横這いとなっているのに対し、図表 16 における日本の長期循環は下降トレンドを描いている。この結果、米国において図表 15 に示された短期と中期の景気状況の関係と同様な関係が、日本では図表 19 のように中期と長期の景気状況にも見出されることになる(米国の図表 10 における丸印と日本の図表 16 における四角印)。

図表19：日本における中期と長期の景気状況の関係

	景気中期変動状況	
	上昇局面	低下局面
景気長期回復局面	ピーク高く・上昇期間長い	ボトム浅く・低下期間短い
景気長期調整局面	ピーク低く・上昇期間短い	ボトム深く・低下期間長い

この結果、日本における問題点は「景気長期調整局面→景気中期減速の深刻化・長期化→景気短期減速の深刻化・長期化」という景気減速の積み木構造にあることが判明する。設備投資サイクルに規定される「景気中期循環」のみがキーポイントとなっている米国と比較した場合、この調整の重層構造こそが日本低迷の深刻さを物語っていると思われる。

．米国・日本の株価循環分析

1．分析手法

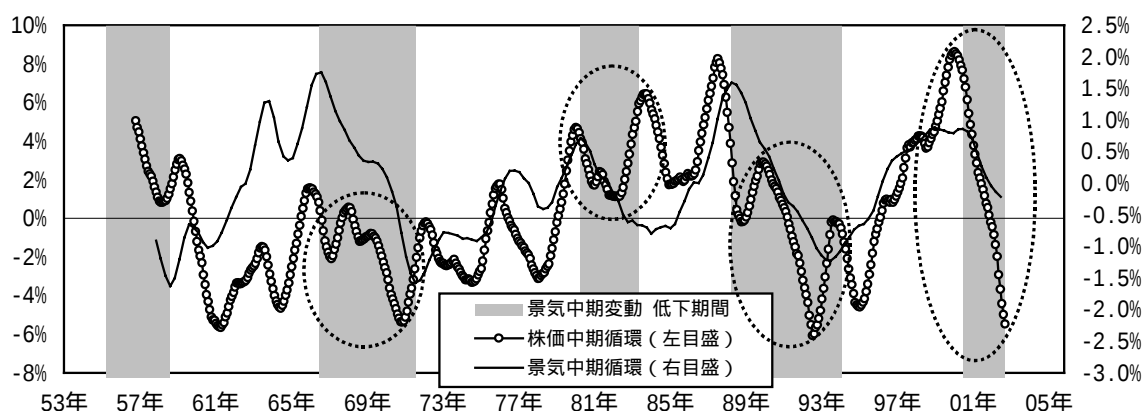
株価循環の分析手法は、景気循環と全く同一である。

・実際の株価 = 長期循環 + 中期循環 + 短期循環

2．米国の株価循環分析

景気動向と同様に米国の株価動向を、長期循環、中期循環、短期循環に分解し、上述の景気循環分析と比較してみる。図表 20 は の中期循環に関し、図表 21 は の短期循環に関し、それぞれ景気動向と株価動向を比較したものである。

図表20：米国景気と株価の中期循環

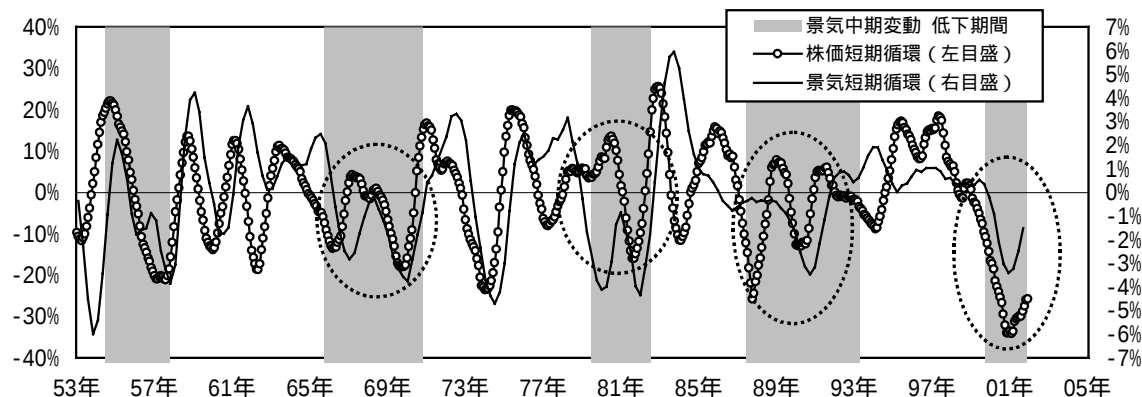


・株価長期循環：SP500（月次ベース）の10年間移動平均 ・株価中期変動：SP500（月次ベース）の5年間移動平均

・景気中期循環：景気中期変動 - 景気長期循環 ・株価中期循環：株価中期変動 - 株価長期循環

出所：米国商務省経済分析局（BEA）、データストリームより三菱信託作成

図表21：米国景気と株価の短期循環



・株価中期変動：SP500（月次ベース）の5年間移動平均 ・株価短期変動：SP500（月次ベース）の1年間移動平均

・景気短期循環：景気短期変動 - 景気中期変動 ・株価短期循環：株価短期変動 - 株価中期変動

出所：米国商務省経済分析局（BEA）、データストリームより三菱信託作成

二つの図表を見ると、景気の中期・短期循環はそれぞれ株価の中期・短期循環に大きな影響を与えていることがわかる。また、景気の中期変動低下時期における株価中期循環は下落を続ける(図表 20 の丸印)一方、株価短期循環は周期性を持った循環を維持している(図表 21 の丸印)。つまり、景気の短期循環は景気の中期変動状況に関わりなく存在し(景気の中期調整局面でも株価の短期反発は有り得る)、景気の中期変動状況が大きな影響力を与えるのは、図表 22 で示されるようにあくまで株価の中期循環に対してなのである。時々、「構造問題が存在するから株価の反発は有り得ない」若しくは「循環景気が回復したから株価の長期低迷は終焉を迎えた」といったような意見を耳にするが、この双方とも景気と株価の期間前提が一致しない意見であるため、有効性に疑問が残ると思われる。

図表 22：景気中期変動局面毎の株価パフォーマンス

中期景気変動	年数	上昇確率	年平均株価上昇率
回復局面	30	76.7%	12.0%
調整局面	21	61.9%	4.1%

・1952～2002年までのSP500で集計。上昇確率＝上昇した年数/全体の年数

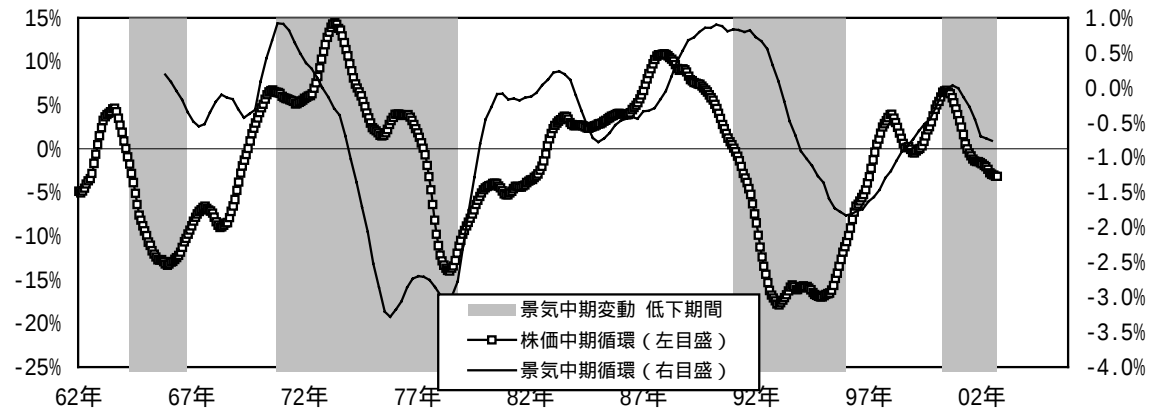
景気循環と株価循環の関係をまとめると、以下のようになる。

- C・株価中期循環は景気中期循環と、株価短期循環は景気短期循環と関連性が強い。
D・株価短期循環は、景気中期変動の影響を強く受けない。

3．日本の株価循環分析

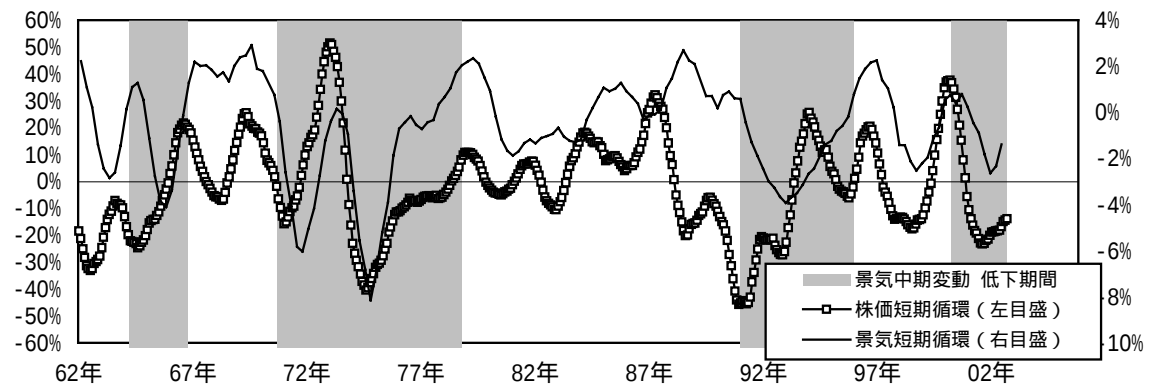
次頁の図表 23 及び図表 24 は日本で同様な分析を行った結果であるが、日本の分析でも、米国と同様に上述のような株価循環と景気循環の関連性が顕れている。但し日本の場合は、米国よりも株価と景気の相関が低いようにも見える。この株価と景気の乖離状況は、日本の株式市場が、米国の景気循環や株価循環と直接連動する動きを示したり、外人投資家動向や為替市場、政策等の外部要因に左右されてきたため、自国の景気循環との関連性が低下した事実を反映しているものと考えられる。

図表23：日本景気と株価の中期循環



・株価長期循環：TOPIX（月次ベース）の10年間移動平均 ・株価中期変動：TOPIX（月次ベース）の5年間移動平均
 ・景気中期循環：景気中期変動 - 景気長期循環 ・株価中期循環：株価中期変動 - 株価長期循環
 出所：国民経済計算（1980年以前は68SNA、以降は93SNAを用いて系列を継続）データストリームより三菱信託作成

図表24：日本景気と株価の短期循環



・株価中期変動：TOPIX（月次ベース）の5年間移動平均 ・株価短期変動：TOPIX（月次ベース）の1年間移動平均
 ・景気短期循環：景気短期変動 - 景気中期変動 ・株価短期循環：株価短期変動 - 株価中期変動
 出所：国民経済計算（1980年以前は68SNA、以降は93SNAを用いて系列を継続）データストリームより三菱信託作成

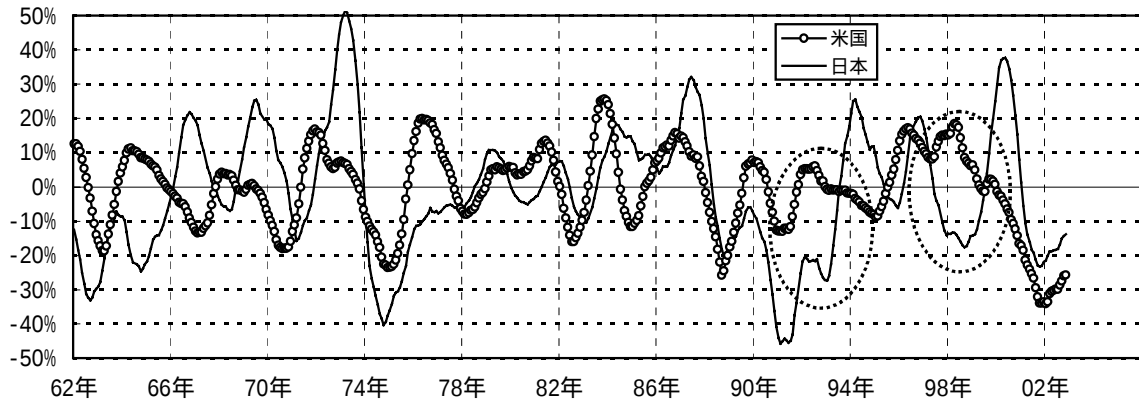
．日米比較

．米国・日本の株価循環分析の結論で見たように、日米両国とも株価循環は自国の景気循環に大きな影響を受けていることが判る。それでは本稿の目的である「株価上昇にとって真に必要なのは、構造改革と景気刺激のどちらの政策なのか？」という命題に対する答えは、どうなるのであろうか？この答えを導き出すためには、日本の特異性を分析する必要がある。ここで、日米の景気循環・株価循環を比較してみよう。

1．日米の短期循環比較

図表 25 に示されるように、日米株価の短期循環はある程度似たようなした動きを示している。この両国の連動性の背景には、図表 26 にある日米景気の短期循環の連動性があると思われる。つまり日米景気の短期循環が互いに連動しているため、それぞれの国において景気と関連性の強い株価の短期循環も、結果的に似た動きを示すのであろう。

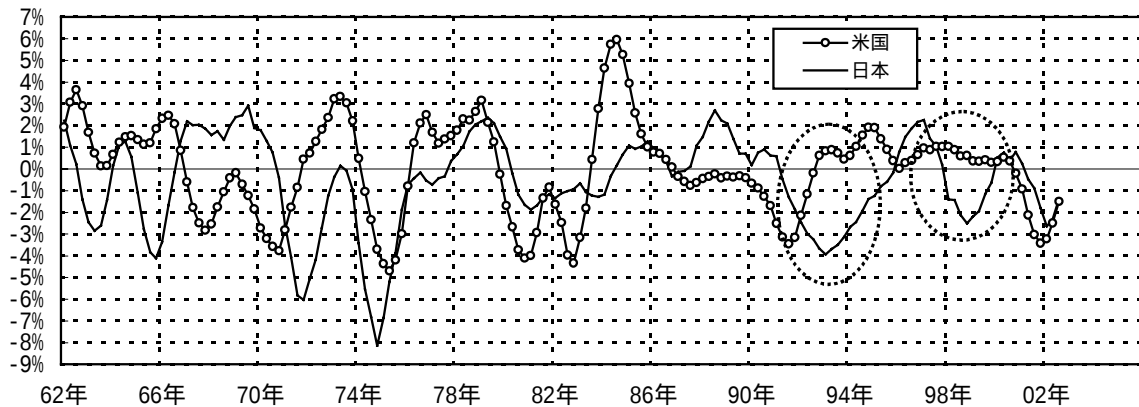
図表25：日米株価の短期循環



・日本：TOPIX（月次ベース）株価短期変動 - 株価中期変動 ・米国：SP500（月次ベース）株価短期変動 - 株価中期変動

出所：データストリームより三菱信託作成

図表26：日米景気の短期循環



・日本：景気短期変動 - 景気中期変動 ・米国：景気短期変動 - 景気中期変動

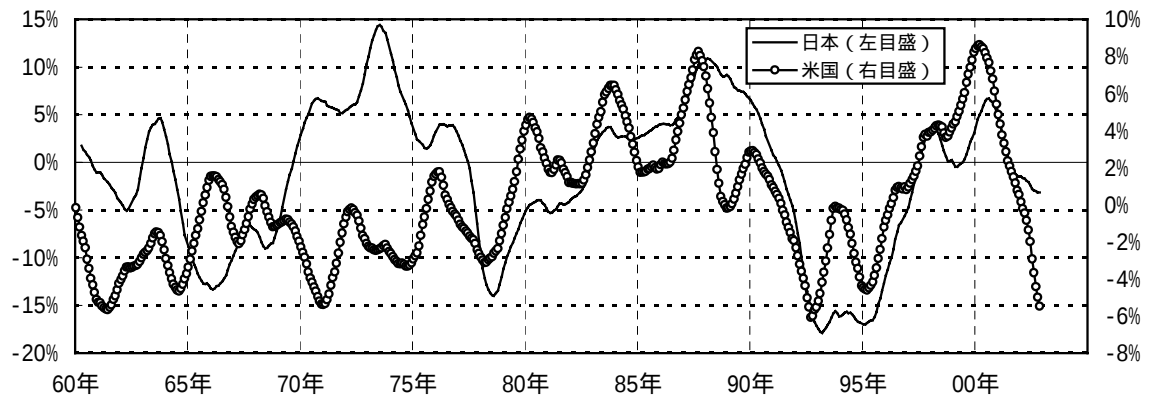
出所：米国商務省経済分析局（BEA）、国民経済計算（1980年以前は68SNA、以降は93SNAを用いて系列を継続）より三菱信託作成

ただし、1990 年代半ばや後半などの期間(図表内の丸印)、日米景気や株価の短期循環が不一致となる局面も散見されるのは、バブル崩壊や急激な円高進行、金融不安等の日本独自の要因が背景にあったからだと思う。

2．日米の中期循環比較

同様に、図表 27 と図表 28 は日米の株価と景気の中期循環を示している。

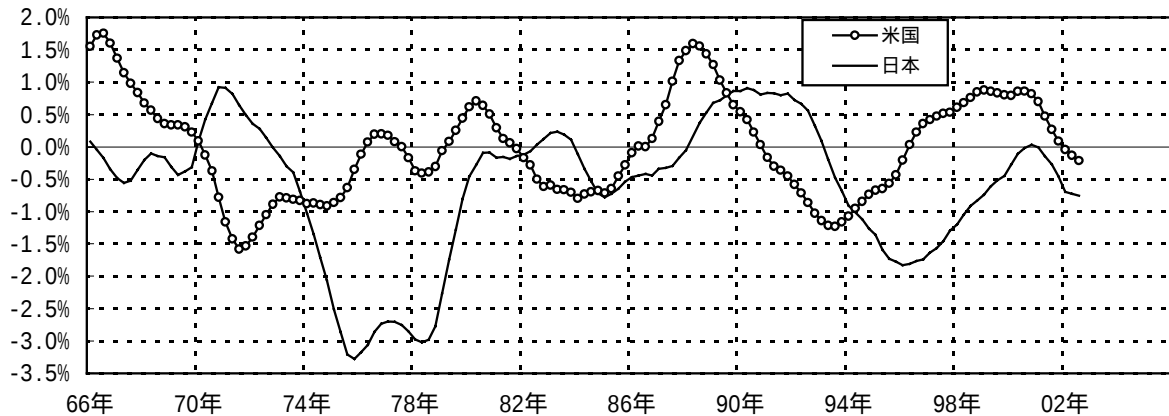
図表27：日米株価の中期循環



・日本：TOPIX（月次ベース）株価中期変動 - 株価長期循環 ・米国：SP500（月次ベース）株価中期変動 - 株価長期循環

出所：データストリームより三菱信託作成

図表28：日米景気の中期循環



・日本：景気中期変動 - 景気中期循環 ・米国：景気中期変動 - 景気中期循環

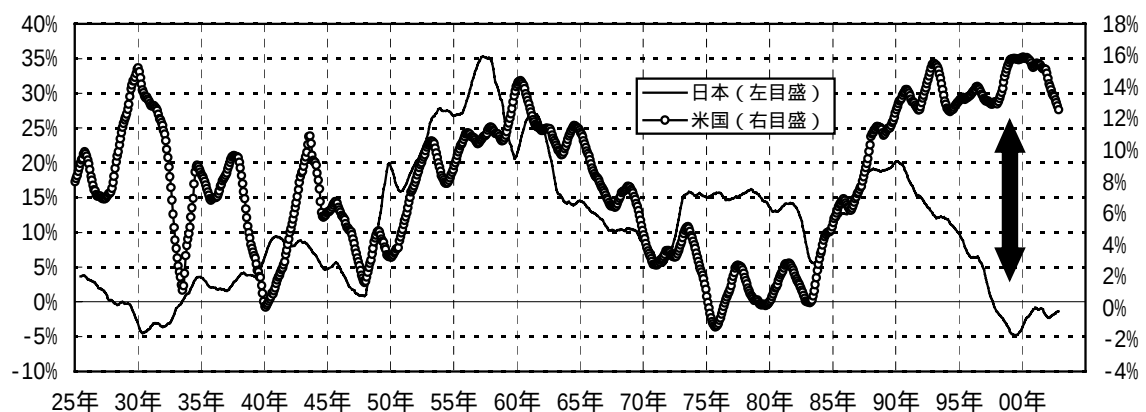
出所：米国商務省経済分析局（BEA）、国民経済計算（1980年以前は68SNA、以降は93SNAを用いて系列を継続）より三菱信託作成

図表 27 を見ると、日米株価の中期循環は、特に 1980 年以降その波形が非常に似てきていることがわかる。しかしここで注意すべきは、両国の目盛の差(日本は左目盛、米国は右目盛)である。例えば 90～95 年における日本株価の中期循環は下落幅が非常に大きかったのに比べ、米国の下落幅は軽微に止まった。一方、図表 28 における日米景気の中期循環はかなり波形が食い違い、米国が日本に数年間先行しているようにも見える。景気循環が不一致であるにもかかわらず株価循環のみが連動するという理由は、国内株式市場内部に存在する米国株式市場との連動性要因(例えば、国内株式市場における外人投資家のインパクト、アノマリーなど)が、強く作用しているためだと思われる。

3．日米の長期循環比較

最後に、以下の図表 29 と図表 30 で日米の株価と景気の長期循環を分析してみよう。図表 29 に見られるように、長期循環は特に 1990 年以降日米の乖離が目立っている。この日米株価長期循環が乖離している原因は、図表 29 における景気長期循環の形状格差にあると思われる。1970 年以降、日本の景気長期循環は下落基調を続けたのに対し、米国の景気長期循環は 1950 年代以降横這いを維持している。

図表29：日米株価の長期循環

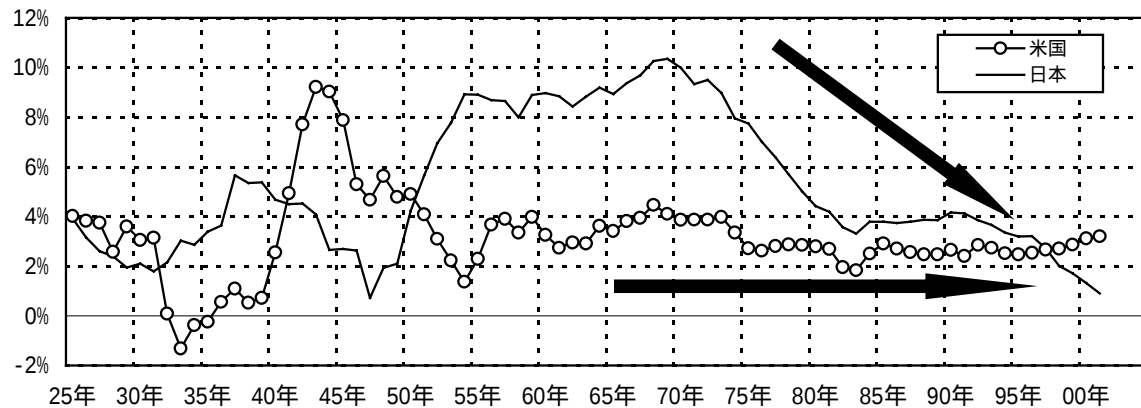


・日本：月次データの10年間移動平均、1949年4月以前はフィッシャー指数（データ欠如期間は直線復帰）、49年5月以降はTOPIX

・米国：月次データの10年間移動平均、NYダウ

出所：データストリーム、日本銀行百年史、その他統計より三菱信託作成

図表30：日米景気の長期循環



・日本：実質GDP成長率(年次)の10年間移動平均(データ欠損期間は直線回帰) ・米国：実質GDP成長率(年次)の10年間移動平均
出所：米国商務省経済分析局（BEA）、日本長期統計総覧、国民経済計算より三菱信託作成

以上の分析の結果、日米の株式は短期・中期循環の波形は連動しているものの、日本株式はその連動の軸となる長期循環が低下基調を続けており、このことが株価長期低迷の原因であると思われる。加えて、日本の株価長期循環低下の背景には、景気の長期循環低下基調が存在している。

4．日米分析のまとめ

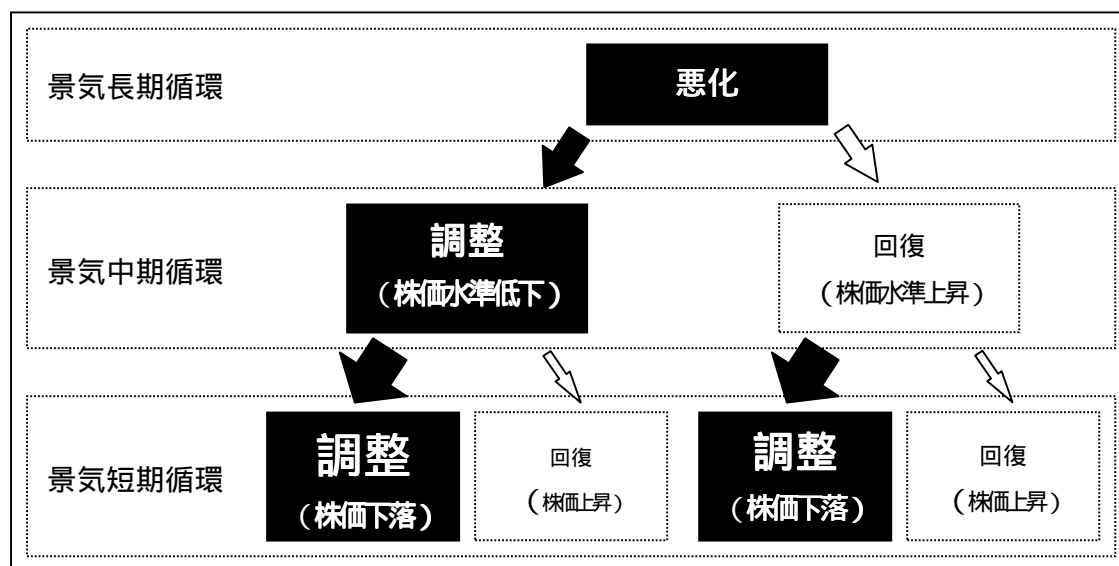
図表 31：日米株価循環の連動性とその影響

株価循環		連動性	背 景	意味するもの
短期循環	波形	一致	短期景気循環 (在庫循環)	短期的な株価動向の波形と 変化率が日米で連動する
	水準	日本 = 米国		
中期循環	波形	米国先行	中期景気循環 (設備投資循環)	中期的な株価動向の波形は連動 するが、日本の株価水準は低迷
	水準	日本 < 米国		
長期循環	波形	米国横這い 日本低下	長期景気循環 (構造問題)	長期的に株価動向が安定する 米国と、長期的に 株価低迷基調が続く日本
	水準	日本 < 米国		

図表 31 でまとめたように、日本株価の長期低迷の原因は景気の長期循環という構造問題にあると思われる。景気長期循環の悪化は景気中期循環の中心軸が下方屈折することを意味することから、景気の中期回復は脆弱になる一方、景気の中期調整が深刻化する。更に、景気短期循環の軸である景気中期循環が下方屈折することにより、景気短期上昇は脆弱になり景気短期低下が深刻化するという、積み木構造の悪循環が増幅されているのが1990年代以降における日本の陥った泥沼状況の構図なのであろう。

図表 32 で景気悪化の重層的波及構造の概念図を示したが、時間軸の短い期間の景気や株価における循環状況は、一段長い期間の景気や株価の影響を受けることから、景気悪化の元凶は長期の循環にあることが判る。この構造下、いくら短期の循環を押し上げる努力を続けても、結果的に元の本阿弥となってしまうのは当然であらう。

図表 32：日本の景気悪化構造の概念図



確かに景気の長期や中期状況がどんなに悪化していても、在庫サイクルを背景とした景気回復は循環的に訪れるし、株価も一時的な反発を示す。しかし、軸である景気の中期や長期循環が低下の傾きを持っている場合、この循環的な景気回復や株価反発は短命で終わるし、水準も限定的となる。

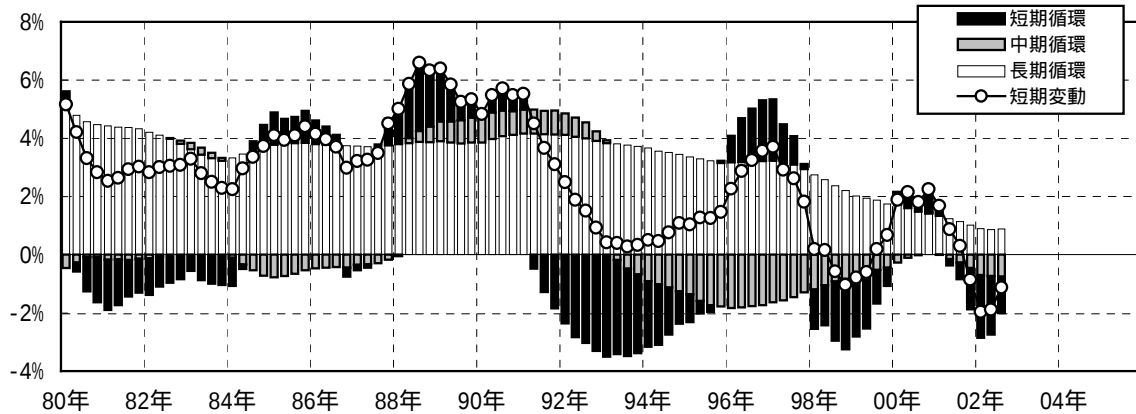
この分析から考えると、株式市場の本質にとって真に必要なとされる政策選択は構造改革路線である、という結論が導き出されるであろう。例えば、半年から1年程度の株価反発を目的とするのであるならば、景気の短期循環回復に有効な財政刺激策も意味がある。しかし、持続的安定的な株価上昇基調や日経平均で2万円・3万円という高い水準を目的とするのであるならば、景気長期循環の悪化に歯止めをかけるような構造改革が必要であると考えられる。

． おわりに

本稿で取り上げた「株価上昇にとって真に必要なのは、構造改革か景気刺激策か？」という命題に対する回答は、「短期的株価上昇目的であれば短期的景気回復政策(景気刺激政策)」「長期的株価上昇目的であれば長期景気状況の改善(構造改革政策)」となるであろう。両論並立という曖昧さが残る結論と思われるかもしれないが、本稿の目的の一つは、長期・中期・短期の各循環毎に景気動向が株価動向を規定するという関係を導き出すことであった。この点から考えると、政策の選択議論を行なうためには目的とする期間を限定する必要があるということになる。

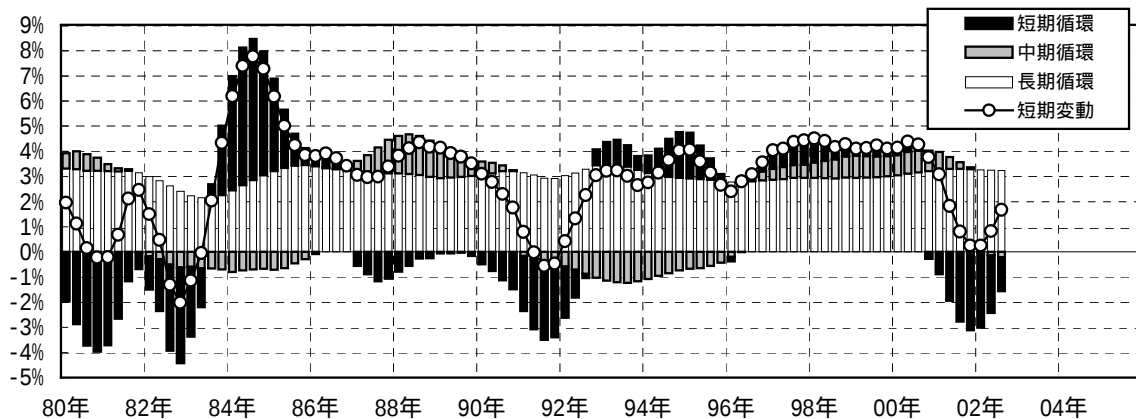
最後に、期間を分解した日米の景気・株式循環の分析結果を以下の図表 33～図表 36 でまとめておきたい。図表 33 と 34 は日米景気の循環分析、図表 35 と 36 は日米株価の循環分析を示したものである。

図表33：日本景気の循環分解



出所：国民経済計算より三菱信託作成（1980年以前は68SNA、以降は93SNAを用いて系列を継続）

図表34：米国景気の循環分解

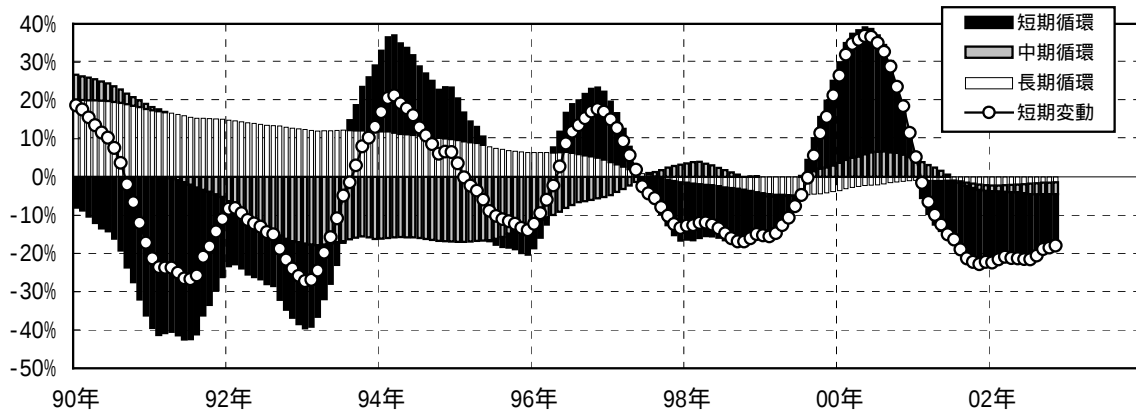


出所：米国商務省経済分析局（BEA）、データストリームより三菱信託作成

上記の二つの図表を見てお分かりのように、景気循環分解における日米の最大の違いは、景気長期循環の傾きにある。長期が低下傾向にある日本と、安定的な米国の差は歴然としている。そして景気長期循環の低下を受け、日本の景気中期循環もマイナスゾーンを中心とした循環に水準が低下している。この日米の相違から導き出される結論は、日本景気長期低迷の原因は景気長期循環の低下にあり、必要な政策はこの景気長期循環の低下傾向に歯止めをかけるための施策ということになるであろう。

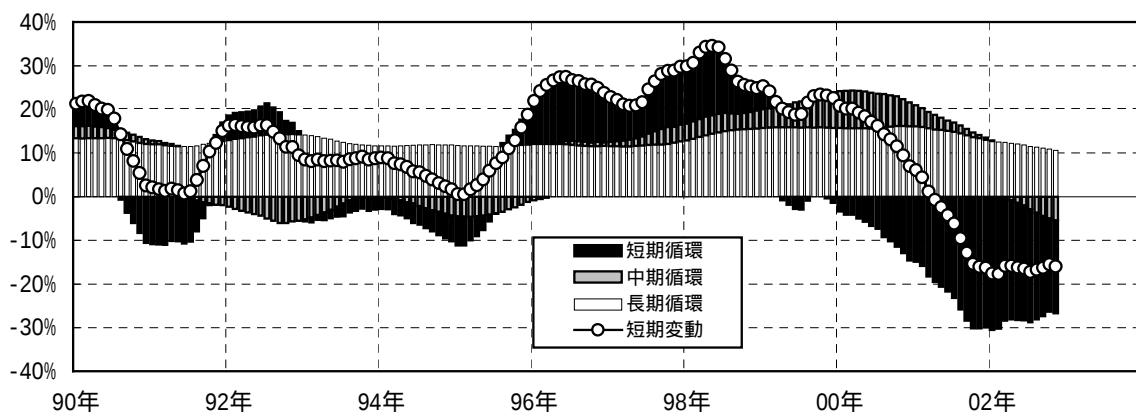
一方株価循環における日米の差も、景気と同じく長期循環の形状の差に起因する。長期循環が安定的なプラス圏を維持する米国とゼロ近辺の日本では、時間が経過すればする程、株価水準に乖離が生じてしまう。長期・中期双方の循環がゼロ近辺まで低下してきている日本の株式市場では、短期循環のみで株価が変動している。しかしこの関係を見て、株価上昇のためには、短期循環の回復つまり景気刺激策が必要であると結論付けるのは短絡的と思われる。何故ならば、長期・中期循環がゼロで短期循環のみで株価が変動している日本株式市場において、短期循環の一周期が終了した時の株価は再び元の水準へ戻るだけであるからである。足下の変動要因である短期循環でなく、短期循環の軸の傾き(長期・中期循環)をプラス圏へ押し上げるような施策こそが、株価の安定的な上昇という目的にとって必要な条件となってこよう。

図表35：日本株価の循環分解



出所：データストリームより三菱信託作成

図表36：米国の株価循環分解



出所：データストリームより三菱信託作成

本稿より、今後の株式市場動向の展開を考えるために重要な視点が、二つ導き出される。第一は、国内で選択される政策がどの期間の循環に有効な施策であるのか、というチェックポイント。その政策が短期のみに有効である政策であったとしたら、景気や株式の回復は脆弱なものに終わる覚悟が必要であろう。その政策が長期の景気循環にどのようなインパクトを与えるのか、をチェックする視点が重要となる。第二は、米国に対するリスクシナリオの視点。過去からの安定的であった景気や株価の長期循環が、もし日本のように低下基調へ移行した場合、米国の崩壊は更なる深刻なステージを迎えることになる。世界の景気や株価を占う上で、足下の短期状況に一喜一憂する以上に米国景気の長期循環状況を注視する必要が出てこよう。

(H14/12/9 記)