MR 武者リサーチ

2015 年 3 月 9 日

ストラテジーブレティン（136 号）

高値を買え、アベノミクス相場第二弾が佳境に

株式会社　武者リサーチ
代表
武者 陵司

代表電話 (03)5408-6818
直通電話 (03)5408-6821
E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

〒105-0021
東京都港区東新橋 2-18-3
ルネパルティーレ汐留 901

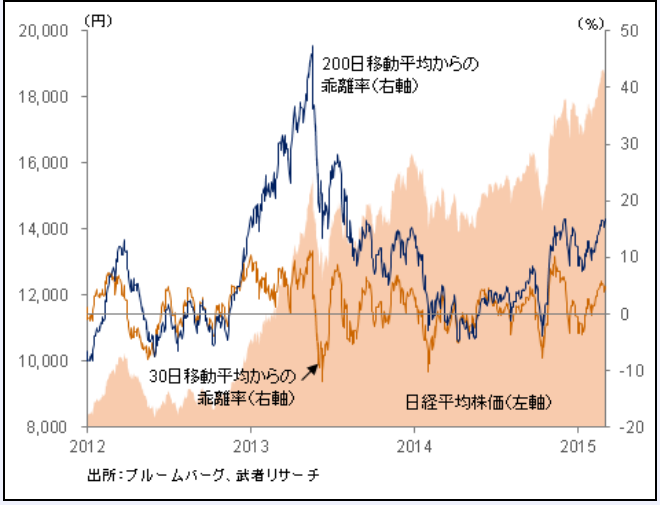
（1）高まる懐疑の中で高値更新

米、独、英など先進国の株価が軒並み史上最高値を更新、最高値から大きく遅れてきた日本株も先週末（3 月 6 日）日経平均が 18,900 円台となり 15 年ぶりの高値となった。力強い長期上昇の波に入った可能性が濃厚である。先進国経済は何重もの追い風を受けている。大幅な原油価格下落、共通の超金融緩和、空前の企業収益が揃うことはめったにない。日本株式で始まっていると（筆者が想定する）世紀の上昇相場の、第二の波に入ったと思われる。

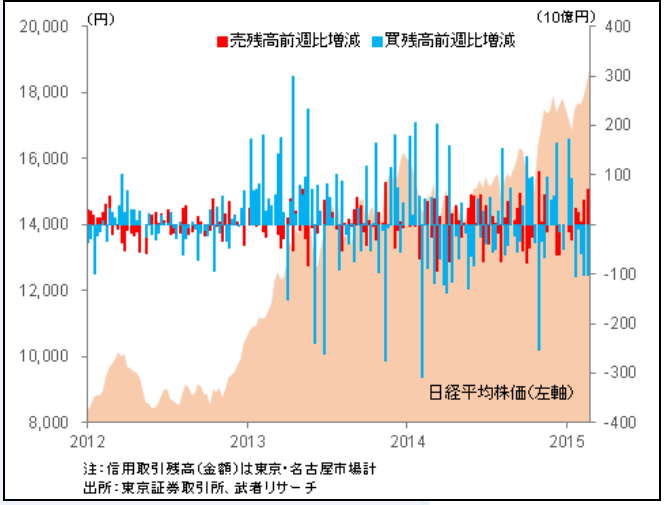
懐疑が高まる中での高値更新である。急ピッチの上昇により株価水準は過熱領域にあるが、需給面では逆で待機資金が積み上がっている。東京・名古屋 2 市場の信用買い残は 6 週連続で減少し、売り残もやはり 6 週連続で増加しており、これは 2012 年のアベノミクス相場が始まって以来最長である。投資家は著しく警戒的なのである。2012 年 11 月アベノミクス相場が始まって以降の大幅下落は 2013 年 5 月、2014 年 1 月、2014 年 10 月の 3 局面があり、いずれも信用取り組みは売り残が減少し買い残が積み上がり、信用倍率が大きく高まった時であったが、今は全く逆である。2012 年からの上昇相場をけん引した外国人も、2015 年 2 月前半までは売り越しであった。

売りの理由は明白である。チャートが棒立ちになり、株価の移動平均からの乖離が極端になっているからである。代表的長期投資家であるある投信は現金比率を現在の 5%弱から 30%まで引き上げると表明している。確かに循環論で見れば今は株を買う局面ではない。では循環ではなくトレンドが変わったのか。

図表 1：日経平均株価と移動平均からの乖離率



図表 2：日経平均株価と信用取引残高増減



（2）トレンドが変わった、「超株高時代」に入った

当社はトレンドが変わり、循環論が通用しない大幅な水準切り上げの局面に入ったと考える。新トレンドを形成する 3 つの大きな要因が揃っている。

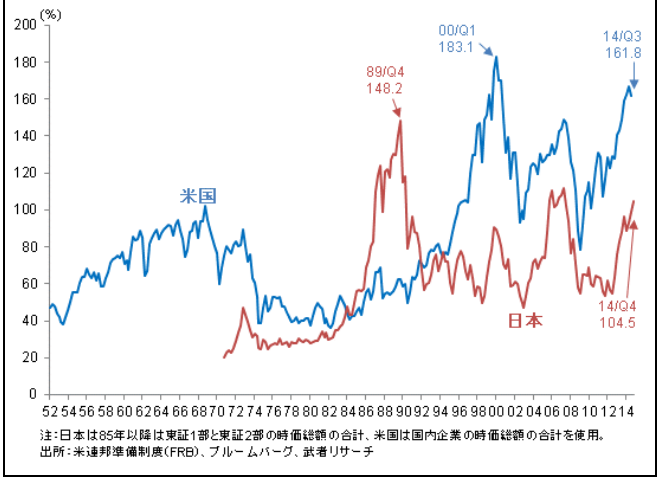
QE が先進国の株価水準を押し上げる

第一はグローバル QE の時代が始まり、米国の QE と株価上昇の経験を日欧が追うということである。今や米日欧のすべての中央銀行が、①2%インフレターゲットの実現、②そのためにあらゆる手段を駆使する（量的緩和の上限を設けない）、という政策で完全に一致している。2%インフレターゲットを絶対化し、そのためには何でもすると公言したことは、換言すれば金融緩和のレベルは 2%インフレの実現可能性によって決まるということである。そして金融緩和量は直ちに株価に影響するのであるから、適正な株価水準は 2%インフレ目標の達成状況に依存するということになる。つまり 2%インフレ達成に整合的な量的金融緩和は、妥当な株価水準をも大きく引き上げるということである。量的金融緩和と共に株価も相対化されたと考えられる。2%インフレが実現するまで際限なく株価が上昇するということは、2%のインフレ目標に程遠い日本とユーロ圏は、今後の量的金融緩和は相当の規模となり、株価の天井も相当高いということになる。

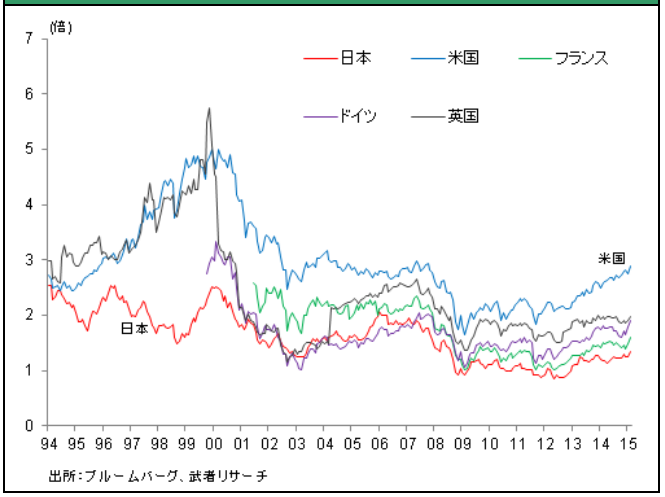
QE に先行している米国で起こったことは、株式時価総額の対 GDP 比率の大幅な上昇である。QE が始まった 2009 年に 100%割れにあったこの比率は現在 160%まで高まった。日本でも今後 QE が展開されていく過程で今 100%にあるこの比率が大きく上昇していくものと考えられる。それは世界最低水準にある日本株の PBR も大きく上昇させるだろう。

米国経済はほぼ完全雇用状態が視野に入り、2%インフレ目標の達成に近づきつつある。つまり QE は見事に成功したと言えるのである。雇用の増加、賃金の上昇、CPI プラスの維持、絶好調の企業収益、企業の健全な財務活動（=資本を退蔵させない）などが次々に顕在化し、株高を持続させている。今年年央にも予想される FRB の利上げが、景気と株価を腰折れさせる可能性は極めて低い。その可能性が少しでもあれば FRB は利上げを先送りするはずである。ドルの下落やインフレの高進などの利上げを必要とする事態は全く起こっていないのである。

図表 3：日米の株式時価総額対 GDP 比



図表 4：各国株式 PBR の推移



日本経済劇的好転が視野に

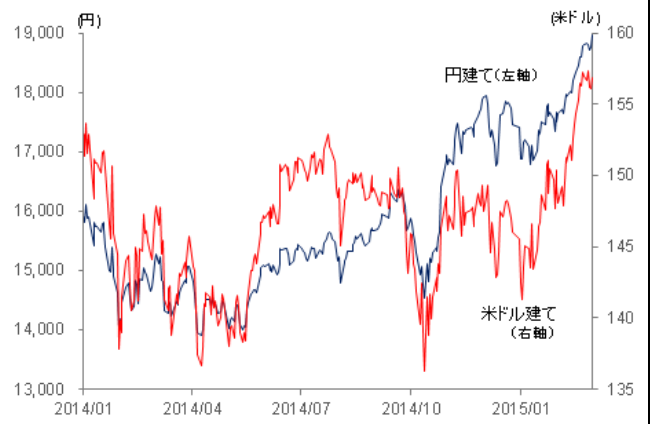
第二に 2015 年の日本の景況感の劇的好転が視野に入りつつある。日本のファンダメンタルズに空前のスイングがおきる。2014 年度と 2015 年度とで二つの特殊要因が甚大なスイングファクターとして作用する。2014 年度は消費税が 8 兆円（対 GDP 比 1.6%）の購買力を民間経済から奪った。2015 年度は原油価格下落が 10 兆円（GDP 比 2.0%）近い購買力を生み出す。消費税増税の影響がなくなる 2015 年 4 月以降、前年比で見れば 3.6%も GDP が押し上げられるのである。このスイングの大きさはかつてない規模である。また遅延していたアベノミクス、円安効果が一気に顕在化する。2014 年までは円安下でも輸出数量が増えずこれまでの景気回復期のような生産誘発が起きてこなかったために、アベノミクスは息切れだ、誤りだ等という批判が強かった。しかしアベノミクスの成果は着実にかつてない規模で企業収益の改善として蓄えられている。いわばダムには水が満々と蓄えられているが、下流は依然カラカラという状態なのである。いずれ蓄えられたダムの水が下流を大きく潤すことは確実である。2014 年までは企業収益改善を起点とした好循環は小さかったが、2015 年は ①賃上げ、②設備・研究開発投資増、③増配と自社株買い、④M&A などの財務投資となって実物経済を潤すだろう。2015 年日本経済と日本株式は世界最大のポジティブサプライズになるのではないか。

ドルベースでも日本株ベストパフォーマーに、日本株に押し出される海外投資家

第三に日本の優位が見えてきた。今年に入ってのドルベース株価では日本株がベストパフォーマーになっている。長期デフレの象徴としての世界最低であった長期金利は上昇に転じ、世界最低はドイツに譲った。日銀の国債購入、政府の国債発行減少など玉不足の中での金利上昇は注目に値する。また大幅なマイナスで世界最低にあつた実質金利が上昇している。明らかに日本のデフレ脱却を市場は織り込み始めたのではないか。その中で日本株高と為替との乖離が始まった。円安の進行はほとんど止まっているのに株高が続く。

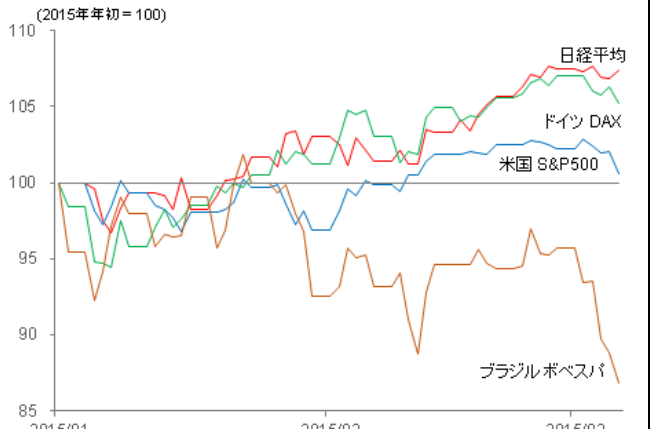
年率換算 11 兆円の貿易赤字一掃が見えてきた。原油価格下落に加えて貿易数量の改善が急進展し始めている。旅行収支や海外所得収支の改善により経常黒字は大きく増加する。加えて世界一割安な日本株、日本不動産の魅力が注目され資金流入が増加しよう。円は 2015 年中に下げ止まるだろう。円が極端に売られ金利急上昇を起こし、日本が財政破たんを起こすなどという極論は消える。ドルベースでみた日本株式の時価が大きく引き上げられ、世界の投資家は一段と日本株の比率を高めざるを得なくなるだろう。

図表 5：ドルベースと円ベースの日経平均の推移



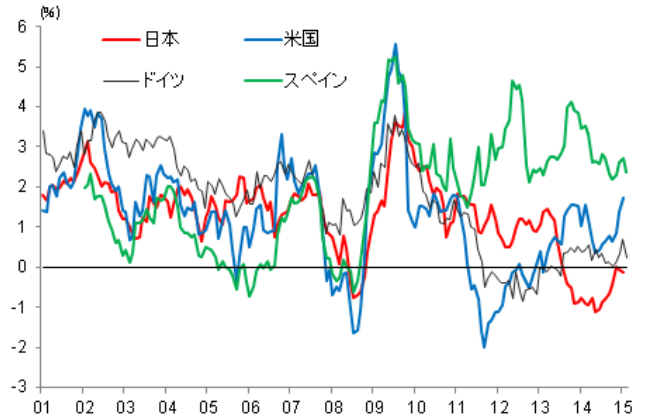
出所：ブルームバーグ、武者リサーチ

図表 6：ドルベースの世界株価指数



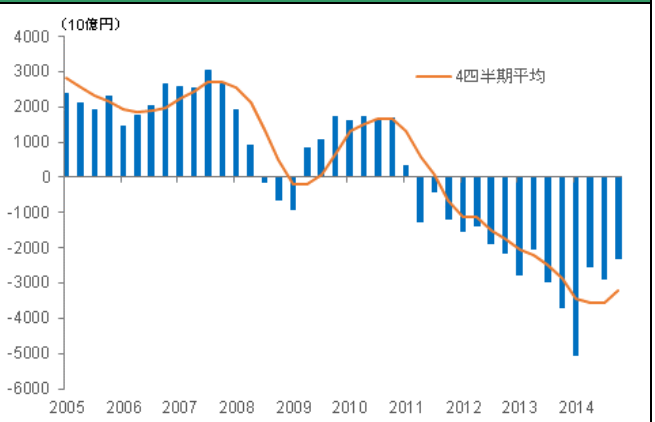
出所：ブルームバーグ、武者リサーチ

図表 7：主要国実質金利推移



注：日本は 2014年4月以降、消費税増税の物価押し上げ効果(日銀試算2%)を除外
出所：ブルームバーグ、武者リサーチ

図表 8：貿易収支推移



注：四半期ベース
出所：ブルームバーグ、武者リサーチ

（3）足止めを食らっている投資家、考えと行動を変える時

悲観論バイアスが極端な日本人、日本専門家不在の海外投資家

IMF は 1 月に日本経済見通しを 0.8%から 0.6%へと引き下げ、日本に詳しくはない多くの世界投資家はその影響を受けて日本株を売った。長期的な日本株の突出したパフォーマンスの悪さにより、日本の専門家は著しく減少してしまい、専門家不在の中で外国人投資家の日本株投資はコンセンサスドリブンとなっている。

またかねてから日本国内に根強いアベノミクス批判派は、消費税増税と QE と円安効果の遅延による一過性の経済停滞をアベノミクスの失敗の証拠と言い募ってきた。言うまでもなく、積年のリスクテイクに失敗した日本の国内投資家は、リスク回避を主張する悲観論者の影響を強く受けることとなる。

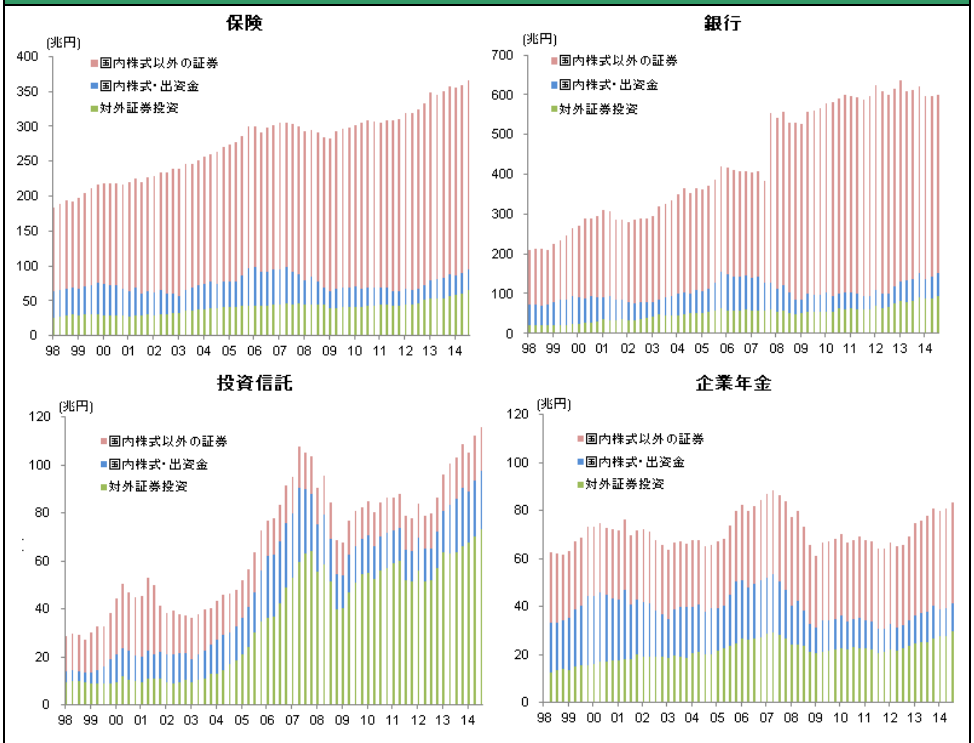
Trading から Buy and hold へ

長期下落相場の中で生き残った投資家はトレーディング投資家である。彼らにとっては株式投資とはトレーディング（つまり安く買って高く売る、またはあらかじめ高く売って安く買い戻す）ということが染みついている。しかし今や局面は変わった。売るためではなく、持ち続けるための投資へと、投資家の行動様式が転換する必要がある。持ち続けることを考えれば、買値がいくらかは大した問題ではない。借金のコストはほぼゼロ、株保有のリターンは配当だけで 1.8%と、大きなキャリーがとれるのであるから、持ち続ければ必ず大きく報われるのである。必要なことはいくらで買うかではなく今株を持つことなのである。

Buy and hold の定着は資本の大移動、株式のバリュエーション革命をもたらすだろう。ツンドラの様に日本の投資家心理を凍らせていたパーセプションと行動様式が一気に変化するとなると、その影響は生半可ではないだろう。群衆が劇場の狭いドアに殺到するように、現金・預金・国債という安全資産から株式に向かう。安全資産とは将来キャッシュフローがゼロの資産であり、リスク資産とは将来キャッシュフローが確かな資産であるというその、ごく当たり前の事実に気が付いたとしたら!!

今、壮大な歴史的相場が幕を切って落とされたのではないか。

図表 9：日本の機関投資家の資産配分

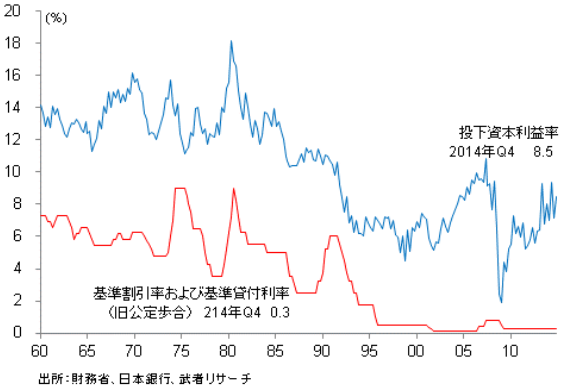


出所：日本銀行、武者リサーチ

図表 10：日本の金融資産リターンギャップ

預金（預入期間2年、1千万円以上）	0.04%
国債	0.3%
配当	1.8%
REIT	3-6%
株式益回り	6.7%
事業リターン（過去投資）	7-8%
事業リターン（現在投資）	10%+α

注：2015年2月26日現在。
出所：日本銀行、Bloombergより武者リサーチ作成



出所：財務省、日本銀行、武者リサーチ

著作権表示©2015 株式会社武者リサーチ
本書で言及されている意見、推定、見通しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当っては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。