

ストラテジーブレティン (312号)

日本株に蓄えられた大きな反発力 (=2つの価格差)

世界的なインフレが進行し、かつてない円安が起こっているのに、日銀は無策である、世界で唯一日銀だけが YCC(イールドカーブコントロール)という超金融緩和を放置している、と言う非難が聞こえる。しかし日銀の超金融緩和策維持には無策どころか、経済復活の推進力を醸成するという明確な意図がある。推進力とはできる限り価格差を大きくし、市場変化の圧力を蓄え続けるということである。日銀の辛抱強い超金融緩和維持のおかげで、現在の日本経済に空前と言ってもよい価格差が現出している。高低差が水流を引き起こし、その水圧が地形を形作っていくように、経済や金融市場においては、価格差こそが市場取引を活発化し経済活力もたらす。価格の低いところに需要と投資が流れ、そこから成長が始まる。

空前の割安さ (=逆内外価格差)

今日本が直面している第一の価格差は空前の逆内外価格差である。購買力の国際比較によく用いられるマクドナルドのビックマックの価格を主要国と比べると、2022年の今日、日本は390円とスイス(920円)、米国(710円)のほぼ半分、ドイツ、イギリスはもとより、韓国、中国、ベトナムよりも安くなっている。翻って27年前の1995年を振り返ると、日本のビックマック価格は390円と米国(200円)、英国(240円)、ドイツ(290円)を凌駕しスイスを除き世界最高であった。過去30年の間に日本は世界最高の高物価国から、最低水準の低物価国へと変わったのである。

世界の平均物価との比較を意味する円の実質実効レート(2010=100)を見ると、1972年に65であった日本円は、1995年には150と2倍以上に上昇してピークを付け、2022年には58と最高値に比べて4割以下の水準に低下した。超円高から超円安へと円レートが他に類例のないほど、大きくスイングしたために引き起こされたものである。

図表 1: ビックマック価格国際比較(1995年→2022年)と値上がり倍率

	日本	米国	英国	ドイツ	韓国	中国	シンガポール	ベトナム	スイス
1995 (A)	390	200	240	290	250	-	180	-	440
2022.7 (B)	390	710	610	660	480	490	580	410	920
B/A (倍)	1.0	3.6	2.5	2.3	1.9	n.a.	3.2	n.a.	2.1

出所: 英エコノミスト誌、武者リサーチ

低物価国日本への世界需要集中始まる

この空前の物価差により、低物価国日本へと世界の需要が大きく集まり始めている。まず輸出競争力が高まり輸出数量が増加し始める。また輸入品を国内製品に代替することが起きる。コロナ禍終息の暁には、お得感を増した日本へ旅行需要が急増するだろう。割安になった日本で商品を調達し海外へと転売する越境EC(Eコマース)が活況を呈している。この日本への需要集中はまだ始まったばかりであり、これが奔流のように力を増していくことは、疑いない。日本はスマホ、PC、半導体などで大きくシェアを失ったが、広範な材料、部品、装置などのブラックボックス化できる部分で高い技術競争力を持っている。またダボス会議を主宰するWEFの調査により、日本の観光開発力が世界最高となった。この高品質(非価格競争力)に価格競争力が加わることの大きな力を軽視するべきではない。

株式会社 武者リサーチ
代表

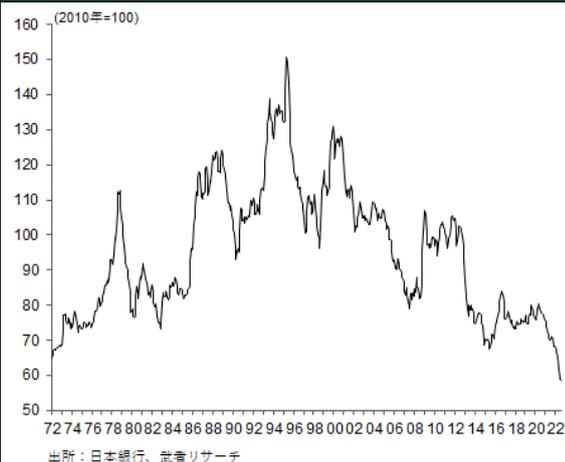
武者 陵司

E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

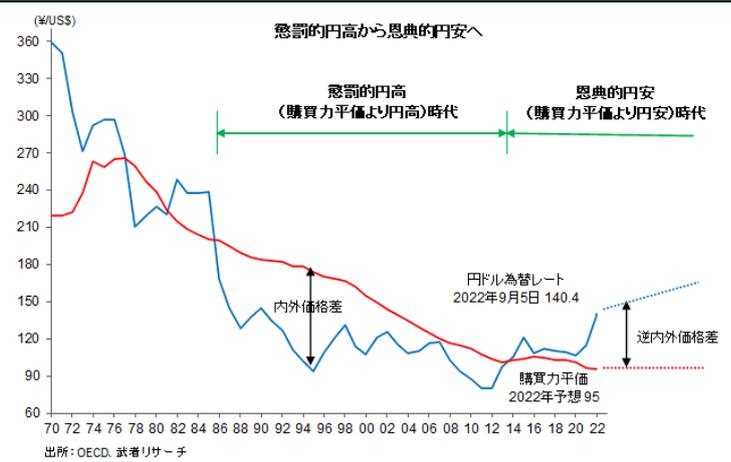
〒108-0075

東京都港区港南 2-16-7

図表 2: 日本の相対物価(実質実効為替レート)



図表 3: 購買力平価とドル円レート推移



図表 4: 観光開発力ランキング

1	日本
2	米国
3	スペイン
4	フランス
5	ドイツ
6	スイス
7	オーストラリア
8	英国
9	シンガポール
10	イタリア

出所: 世界経済フォーラム

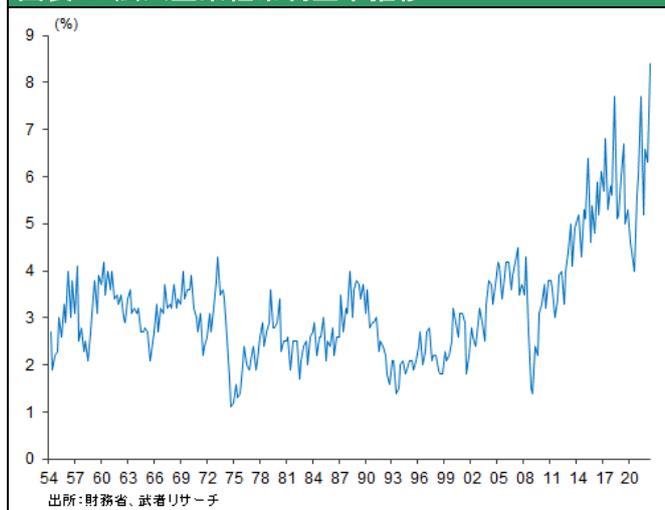
図表 5: 訪日外客数の見通し



過去最高利益と設備投資 20年振りの増加へ

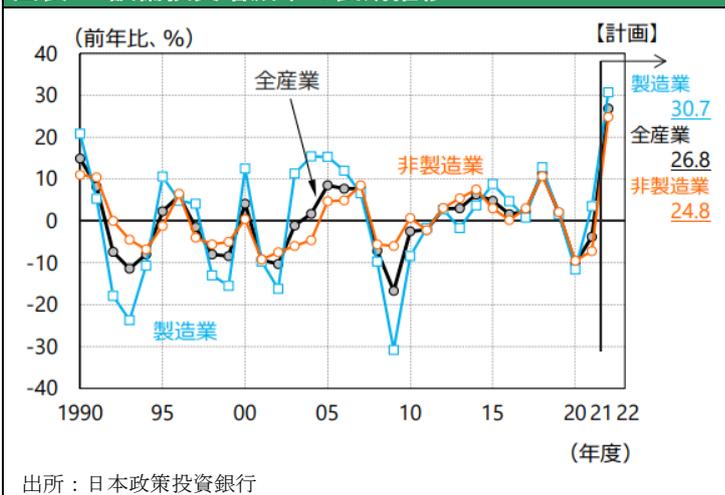
大幅な円安は、輸出主体の製造業や海外展開をしている企業の為替換算益を増やし、企業収益増加をもたらしている。2022年4~6月法人企業経常利益は、17%増、経常利益率は8.4%といずれも過去最高となった。

図表 6: 法人企業経常利益率推移



また国内設備投資急増の兆しが表れている。政策投資銀行調査による22年度設備投資計画は26.8%増とバブル崩壊以降最高となった。シリコンウエハー主体の非鉄金属、化学、電機、機械などの円安の恩恵を受けるハイテク産業の伸びが大きい。総額1兆円に達するTSMCの熊本工場建設も動き始めた。今後円安定着がはっきりするにつれて国内への工場回帰が強まり、投資の伸びはさらに高まるに違いない。

図表 7: 設備投資増減率の長期推移

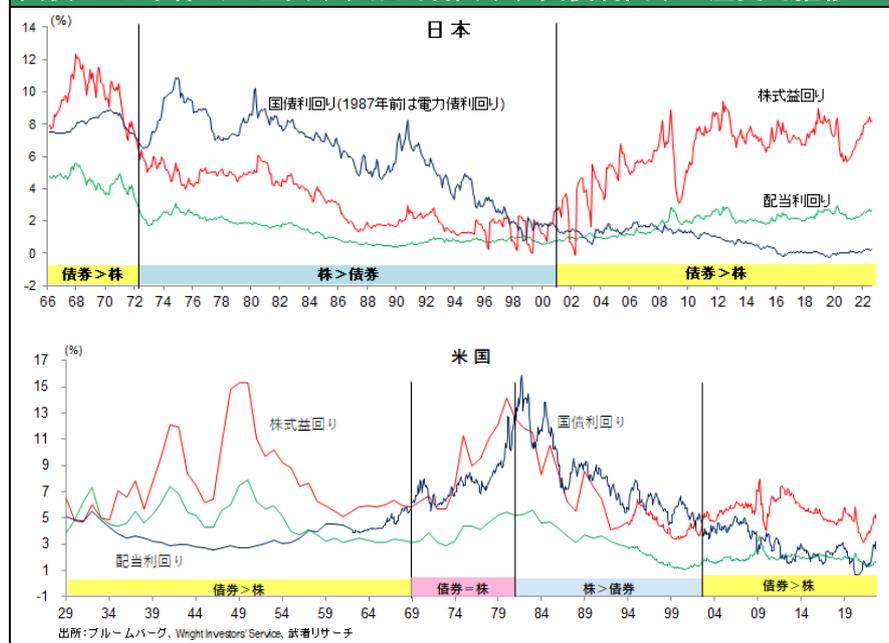


異常に割安化した日本株式

第二に、日銀の執拗な低金利維持は、債券と株式の間に空前の価格差をもたらしている。株や債券などの金融資産の価格は利回りから類推することができる。2 大金融商品、債券と株式の価格は歴史的に見て大きく揺れ動いてきた。日本 10 年国債利回りは 0.2% なので、投下資本を回収するのに 500 年かかると計算される。他方株式は益回り (1 株利益/株価) が 8% なので、投下資本を回収するのに 12.5 年で済む計算となる。ここから株式は債券に対して 1 対 40 という極端な割安状態にあることがわかる。この債券と株式の極端な価格差は、世界を見渡しても、日本の歴史を振り返っても、かつてなかったことである。

図表 8 により日米の国債利回りと株式益回りの推移を振り返ると、株式割高(債券割安)時代と、株式割安時代が交互に到来していることがわかる。そして現在の日本の株式の相対価格は、ばかげていると見えるほど割安であることがわかる。こうした極端な株式の割安さは、1950 年代初頭の米国株式爆騰前夜にしかなかったことである。5 年 10 年後になって、振り返ると今がかつてない株式投資チャンスの時代であったことがわかるだろう。

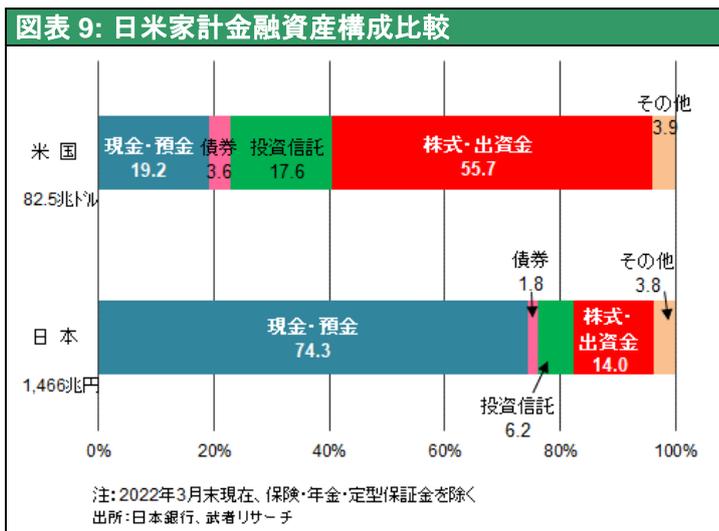
図表 8: 日米株式の益回り、配当利回り、国債利回りの歴史的推移



日本にのみ存在する株高の条件

債券を売った(または預金を下ろした)お金で株を買うことで、とてつもなく有利な運用が可能になっている。日本の家計金融資産の 74%(1089 兆円)は利息が限りなくゼロに近い現預金・債券で占められ、益回りが 8% と言う有利な株式・投資信託は全体の 20%(295 兆円)に過ぎない(比率は保険・年金・定型保証除く)。著しく割高な債券と現預金に巨額の資本が退蔵されているが、この巨額な資金がいよいよ株式投資に向かって流れ始めようとしているのである。

図表 9: 日米家計金融資産構成比較



ちなみに米国の家計金融資産構成は株式・投信 73%、現預金・債券 23%となっている(保険・年金・定型保証除く)。米国では国債利回り 3.2%、なので債券の元本回収に 31 年を要す。それに対して株式は益回り 6%なので回収には 17 年かかる。株式と債券との価格差は 1 対 1.8 と、日本に比べればだいぶ小さい。

日本には海外に例を見ない株式の割安さが存在し、そこに巨大な水圧が蓄えられているのである。2020 年にはウォーレンバフェット氏が、0.4%の低利で資金調達し、配当利回り 4~5%の商社株を購入するなど、外国の長期投資資金も日本の株の割安さを注目し始めている。株式と同様に相対的に割安になった日本の不動産に対して外国人の投資ブームが盛り上がっている。

資産所得倍増政策へと舵を切った岸田政権の NISA 改革もあり、「株式投資で資産形成を」という動きは国民的な広がりを見せている。NISA 口座の急増、NISA 口座からの買い付け額は指数関数的増加ペースにある。積み立て NISA 口座からの買い付け額は倍増ペースの伸びを続けており、2023年には2兆円台に乗せるであろう。一般 NISA からの買い付け(2021 年年間 2.7 兆円、2021 年 1~3 月 1.4 兆円)を合算すると、個人の株式積立投資が年間 10 兆円を超え、一大投資主体として登場するのはすぐ先である。

2023 年は日本株の年になる

今後日本の景況感向上に世界投資家の目が向くのではないかと。IMF の 7 月時点での 2023 年世界経済見通しでは、世界 2.9%、米国 1.0%、ユーロ圏 1.2%に対して日本 1.7%と先進国では最も高い伸びとなっている。①先進国で唯一日本だけが金融緩和を継続していること、②コロナ禍下での景気圧迫特殊要因(2019 年 10 月の消費税増税の影響と、日本人の過度のコロナ防御による経済被害)がなくなること、③上述の価格差が引き起こす経済活性化、がその要因である。

図表 10: IMF 世界経済の見通し

予想時点	実績と見通し (成長率, %)								2019年を100とした時		
	実績	2022年			2023年			実績	2022年7月	2023年7月	
		2021年10月	2022年11月	2022年4月	2022年7月	2022年1月	2022年4月				2022年7月
世界全体	6.1	4.9	4.4	3.6	3.2	3.8	3.6	2.9	102.8	106.1	109.2
米国	5.7	5.2	4.0	3.7	2.3	2.6	2.3	1.0	102.1	104.5	105.5
ユーロ圏	5.4	4.3	3.9	2.8	2.6	2.5	2.3	1.2	98.8	101.3	102.5
日本	1.7	3.2	3.3	2.4	1.7	1.8	2.3	1.7	97.1	98.8	100.5
新興・途上国	6.8	5.1	4.8	3.8	3.6	4.7	4.4	3.9	104.7	108.4	112.7
ロシア	4.7	2.9	2.8	-8.5	-6.0	2.1	-2.3	-3.5	101.9	95.8	92.4
中国	8.1	5.6	4.8	4.4	3.3	5.2	5.1	4.6	110.5	114.1	119.4
インド	8.7	8.5	9.0	8.2	7.4	7.1	6.9	6.1	101.5	109.0	115.7
ブラジル	4.6	1.5	0.3	0.8	1.7	1.6	1.4	1.1	100.5	102.2	103.4
ASEAN5	3.4	5.8	5.6	5.3	5.3	6.0	5.9	5.1	99.9	105.2	110.5
中東・中央アジア	5.8	4.2	3.7	4.1	4.8	5.1	6.1	3.5	102.7	107.7	111.4

出所: IMF

現在、米国の金融引き締めにより日本株式は調整場面にあるが、底値買いのチャンスと考えられる。

著作権表示©2022 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、これを知覚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たっては、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。