

ストラテジーブレティン (315 号)

必至のポートフォリオ大改造 ～日本株爆騰開始前夜の可能性～



2011 年 東日本大震災の年から、協賛会社からのご協力を得てセミナーを開催しています。多くの犠牲者を出した未曾有の大災害を忘れることなく語り継ぎ、今後どのような投資行動をすべきか議論・提言を行うセミナーです。

11 月 12 日(土) 13:30～16:00 紀尾井フォーラムより

YouTube ライブ配信 致します。

お申込み方法・プログラム等の詳細は、最終ページをご覧ください。

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

今の日本株を語るとき、チャーチルの名言ほどぴったりはまるものはないだろう。

- 風は追い風ではなく、逆風に向かう時最も高く上がる。
Kites rise highest against the wind – not with it.
- 悲観主義者はあらゆる機会の中に困難を見いだす。楽観主義者はあらゆる困難の中に機会を見いだす。
A pessimist sees the difficulty in every opportunity; an optimist sees the opportunity in every difficulty.
- 私は楽観主義者だ。それ以外のことは、あまり役に立たない。
I am an optimist. It does not seem too much use being anything else.

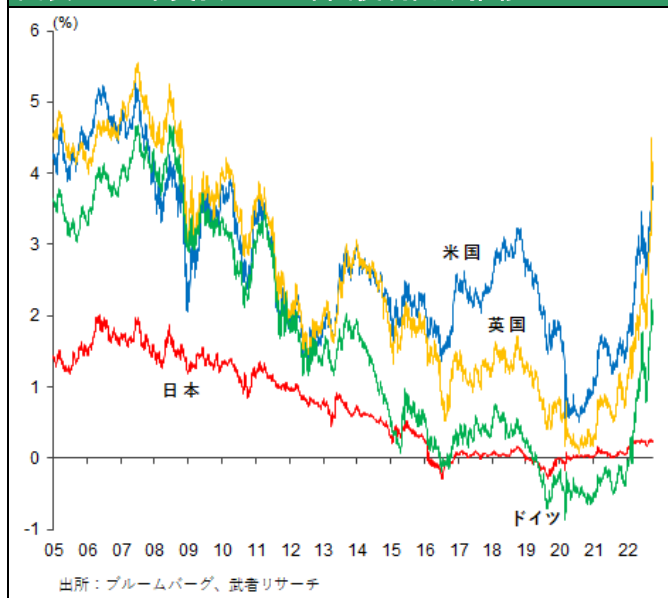
(1) 思い知らされる債券投資リスク

惨憺たる 9 月が終わった。8 月末のジャクソンホールでのパウエル FRB 議長スピーチ以降、市場で広がっていた早期利下げ期待が急速に後退した。特に 9 月 21 日の FOMC によるターミナルレート的大幅な引き上げが決定打となった。FF レート年末予想値(参加メンバーの予想中央値)が 2022 年末 4.4%、2023 年末 4.6%と、6 月時点での予想(2022 年末 3.8%、2023 年末 3.8%)から、それぞれ 1%もの大幅引き上げとなり、底値買いを狙って買いを入れた短期筋のはしごを外した。米国長期金利の急騰に突き動かされ、四半期末と重なって世界株式は底割れの惨事となった。楽観論総崩れの様相である。

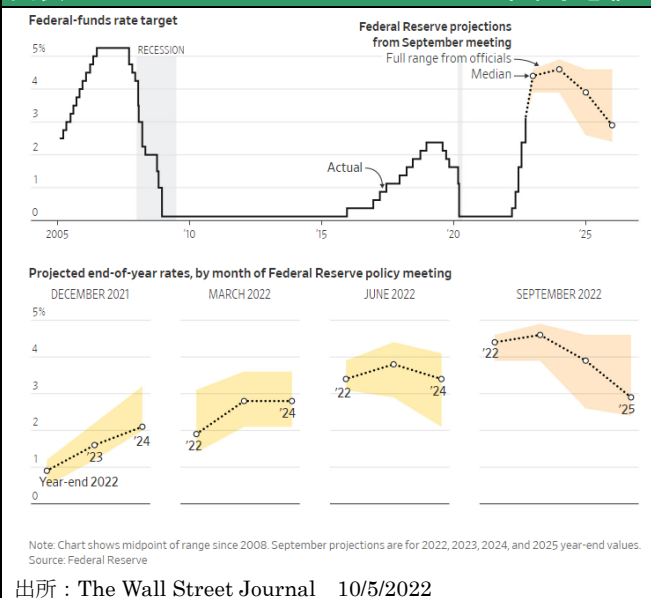
金利急騰の直撃を受けた英国年金のレバレッジ型債券投資

象徴的なのは英国金融市場の混乱であった。折悪しく、FOMC のドットチャート発表、米国長期金利の急上昇とほぼ同時(23 日)に、トラス新首相とクワテング新財務相による 450 億ポンドの減税を含むミニ予算が発表された。これが財政赤字不安を掻き立てたことで、イギリスでは長期金利が急上昇し、スターリングボンドの急落、株価急落をともなってトリプル安が起きた。

図表 1: 日米英独の 10 年国債利回り推移



図表 2: FF レートと FOMC メンバーの年末予想値



この英国長期金利の急騰を引き起こしたのは年金筋の国債売りである。英国の確定給付型年金では、リスクの高い株式を大きく減らし債券の比率を高める一方、レバレッジを使ってリターンを高める戦略(Liability-Driven Investment Strategy)がとられてきた。そこに債券価格の急落が襲い、担保価値の急減、追証の発生と売りが売りを呼ぶ連鎖を引き起こした。イングランド銀行は緊急避難策を発動し、国債の緊急買い入れ(事実上の QE の復活)を実施しパニックは収まったが、金利リスクの大きさを思い知らされる事態となった。

日本でも懸念される機関投資家の外債投資損失

米国長期金利の急騰による損失は、日本の機関投資家においても発生していると推察される。米国長期国債価格は過去 1 年間で 2 割下落した。この損失は、過去 1 年間の 2 割以上の円安による為替益によってまるまるカバーされた。しかし為替ヘッジをしていた投資家は、米国国債の暴落の直撃を受けることになった。図表 3 は元日経新聞編集委員、前田昌孝氏による週刊「マーケットエッセンシャル 35 号」に掲載されている野村 NEXT FUNDS 外国債券・FTSE 世界国債インデックス ETF(為替ヘッジあり、なし)のトータルリターン価格の推移である。為替ヘッジありの ETF 価格は、昨年高値以降 20%を超える下落となっている一方、為替ヘッジなしの ETF は前年比ではプラスが維持されており極端な対比となっている。

ここに来ての円急落、為替ヘッジコストの急上昇により、日本の銀行、生損保など機関投資家はヘッジ比率を引き下げていると推察されるものの、図表 4 に見るように、4 割程度はヘッジされているのではないかとすれば各社において相当の運用損失が発生している可能性がある。

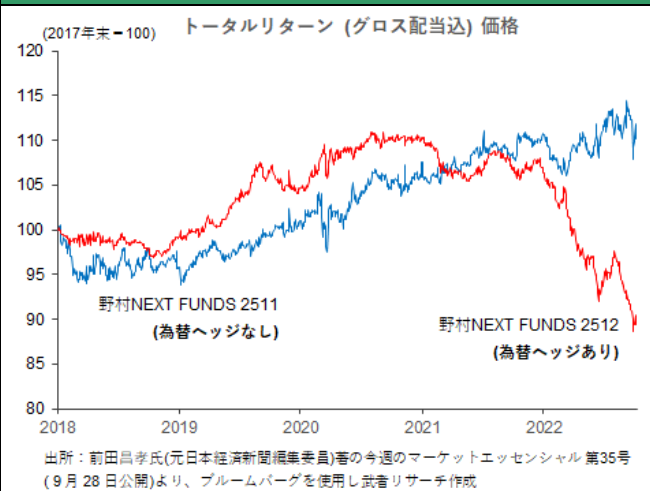
図表 5 は第一生命一般勘定における 2022 年度の資産運用方針であるが、公社債 48%、ヘッジ付き外債 17%、貸付金 7%、株式等 15%、オープン外債 5%、不動産その他 8%となっており、外国債券の 2/3 が為替ヘッジがされている。ヘッジ外債は安全資産であるという思い込みが大きな見込み違いを引き起こした可能性がある。

日本最大の外債プレーヤーはゆうちょ銀行で、郵便貯金で集めた資金を内外市場で運用している。235 兆円(22 年 6 月末)の運用資産のうち 141 兆円が有価証券運用に振り向けられ、そのうち 76 兆円が外国証券(大半は債券)である。この外債投資が為替ヘッジ付きでなされているとすればそのダメージは無視できないだろう。

真打は予想される日本国債大幅下落……YCC 解除は時間の問題

このように欧米の金利急騰が波乱を引き起こしているが、金利リスクとなればまず懸念されるのが、今は YCC(イールドカーブコントロール)で抑えられている日本の長期金利の帰趨である。日銀による政策変更はまだ見通せないが、どこかの時点でサプライズが起きる可能性は十分にある。市場はそれを予期して日本国債を売り始めるかもしれない。日本の長期金利急騰、債券暴落は 2~3 年の中期予想ではメインシナリオになっていくかもしれない。

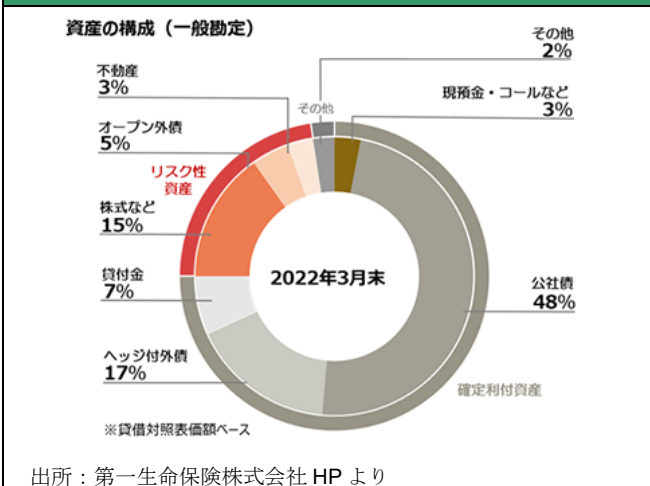
図表 3: 為替ヘッジ付き対ヘッジなし ETF 価格推移から見る外国国債投資の明暗



図表 4: 国内生保会社のドルヘッジ比率推移



図表 5: 第一生命 2022 年資産運用方針



(2)最後に残った有望リスク資産、日本株式

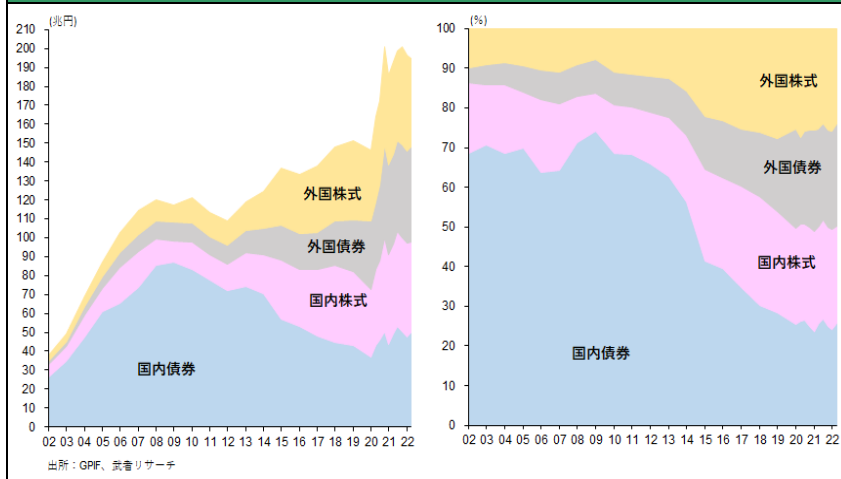
焦眉の本邦機関投資家ポートフォリオ大改造、日本株にウェイトを

このように世界的金利上昇と債券のボラティリティの高まりを所与のものとするれば、外国債券にウェイトを置いてきた日本の銀行、生保、年金などの機関投資家のポートフォリオは大改築が必要になってくるのではないだろうか。

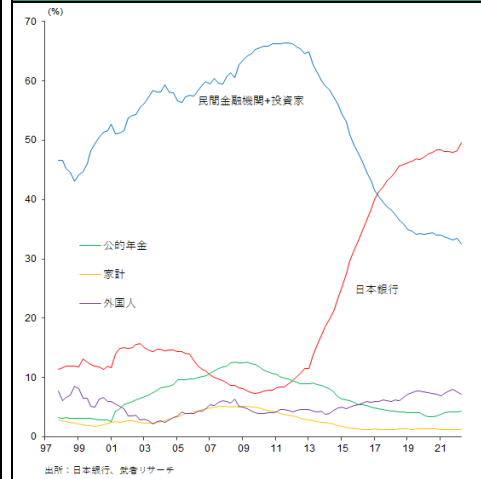
日本の銀行・機関投資家の資金運用はかつては国債投資主体であったが、2013-14 年の日銀異次元の緩和、GPIF の運用改革以降、外国証券をリターン追及のためのリスク資産の中枢に据えてきた。図表 6 は GPIF のポートフォリオ推移だが、アベノミクスの一環として始められた GPIF 改革により、外国債券、外国株式、日本債券、日本株式各々 1/4 の構成にシフトしたことがわかる。

改革直前の 2012 年度から 2021 年度までの 10 年間では総資産年平均 6.6% の高リターンが実現し、収益累計は 105 兆円と、運用資産(197 兆円)の過半を占めるという良好な成果がもたらされた。資産クラスごとの収益率をみると、日本債券 1.0%、外国債券 5.6%、日本株式 10.8%、外国株式 15.4% となっており、2013-14 年の改革が功を奏したことがわかる。日銀の異次元の金融緩和 QQE は、これら GPIF、ゆうちょ銀行をはじめとする日本の金融機関・機関投資家が保有していた国債を肩代わりし、それらのポートフォリオバランスを可能にしたという点で、大きな役割を果たした。

図表 6: GPIF のポートフォリオの大転換



図表 7: 日本国債の主体別保有比率



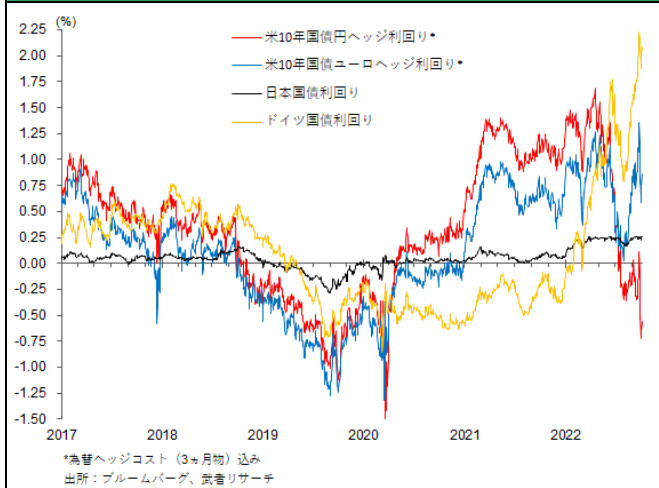
しかしこれから、外国債券、外国株式、日本債券、日本株式各々 $1/4$ の構成のままでよいとは限らない。そこには深い戦略的洞察が必要である。そもそも大幅な円安と為替変動、外国株式急落により外貨主体のリスクテイクの問題がにわかに強まっている。

外貨資産投資、日本債券投資はにわかにリスクが高まった

以下 3 点はほぼ確かだろう。

- 外貨資産は、安定収益を狙うには為替変動があまりにも大きい、また為替ヘッジコストが恒常的に高くなり手が出せなくなっている
- 日本国内債券の金利リスクは YCC の出口が意識されるにつれ、いやがおうにも高くなる
- バリュエーションと収益モメンタムから見た国内株式の優位性が突出する

図表 8: ドルヘッジコスト急上昇、米債投資妙味喪失



銀行・機関投資家の間で資金運用対象の中心に日本株式を据えざるを得ない時代が来つつあるのではないだろうか。銀行の場合資本規制、生保の場合ソルベンシーマージン規制があり、リスクウェイトの高い株式投資はしにくい状況もあるが、それでも戦略的対応の余地はあるだろう。なお自国国債をリスクウェイトゼロとするバーゼル資本規制は、現実にはそぐわず、修正されるべきではないだろうか。

企業収益、日本のみアップトレンド

2023 年にかけて日本株式は世界最高のパフォーマンスが期待される。第一に日本経済と企業業績が世界で最も堅調と予想される。2023 年の経済見通しは日本が先進国中で最も高くなると予想されている。IMF は 7 月時点で(米国 1.0、ユーロ圏 1.2%、日本 1.7%)、OECD は 9 月時点で(米国 0.5、ユーロ圏 0.3%、日本 1.4%)と予想している。日本経済は、①世界的金融引き締めの中で緩和基調が維持されていること、②コロナパンデミックに対する過剰反応から最も経済の落ち込みが大きかったが、その反動(リベンジ消費など)が期待できること、③円安のプラス効果が発現すること、等が予想されるからである。ことに円安の波及効果は甚大となるだろう。超円安により日本はか

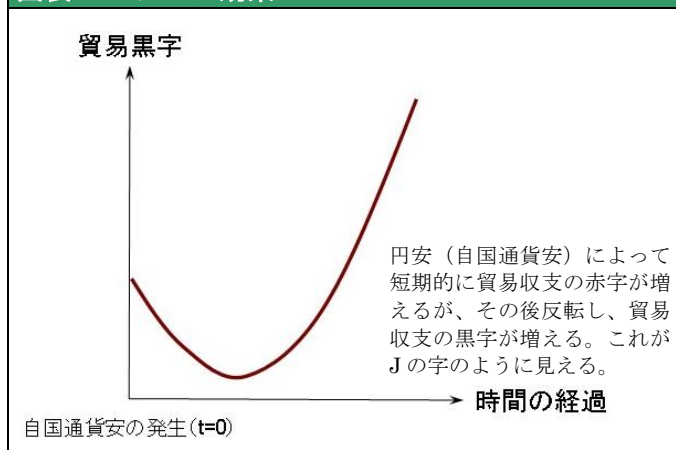
つての高物価国から新興国並みの低物価国となったが、低物価国日本へと世界の需要が大きく集まり始めている。まず輸出競争力が高まり輸出数量が増加し始める。また輸入品を国内製品に代替することが起きる。かつての超円高の時代に日本企業は海外に工場を移し、国内需要は安い中国品に蚕食されたが、今その逆のことが起きつつある。割安になった日本で商品を調達し海外へと転売する越境 EC(イーコマース)が活況を呈している。この日本への需要集中はまだ始まったばかりであり、これが奔流のように力を増していくことは疑いない。

急増し始めた国内設備投資

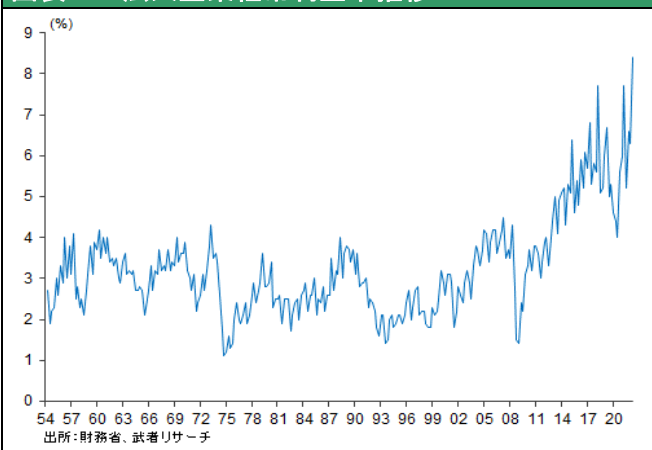
国内設備投資急増の兆しが表れている。9 月の日銀短観の 2022 年度の設備投資計画は、全産業 16.4%、製造業 21.2%と過去最高の伸びとなった。シリコンウエハー主体の非鉄金属、化学、電機、機械などの円安の恩恵を受けるハイテク産業の伸びが大きい。総額 1 兆円に達する TSMC の熊本工場建設も動き始めた。またスバル大泉工場での EV 生産棟 60 年振りの新設、ルネサスエレクトロニクス甲府パワー半導体工場再稼働、SUMCO 伊万里新工場建設、住友金属工業ニッケル電極材の新居浜新工場建設、アイリスオーヤマ中国家電生産の一部国内移管、京セラ鹿児島川内工場半導体パッケージ用新棟建設、ダイキン工業中国依存のサプライチェーン国内移管、キャノン 21 年振りで宇都宮に露光装置工場新設、安川電機基幹部品生産の国内回帰と福岡行橋工場建設、富士フィルムバイオ医薬品受託生産富山工場建設、など 100 億円規模の投資プランが続々と動き始めている。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。

雇用面でも経済活動の再開に伴い非製造業の人手不足感が強まっている。9 月短観では人員が「過剰」と答えた企業から「不足」の割合を差し引いた雇用人員判断指数 (DI) は全産業でマイナス 28 と 4 ポイント低下、先行きもマイナス 31 とさらなる人手不足が見込まれている。すでに過去最高水準にある企業業績は円安効果もありさらなる上方修正は必至である。

図表 9: J カープ効果



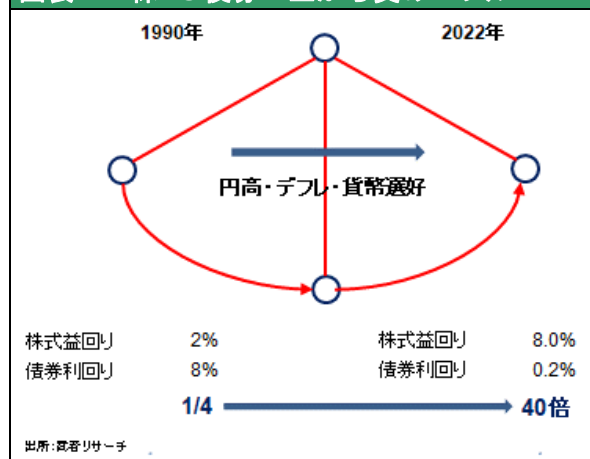
図表 10: 法人企業経常利益率推移



歴史的なバリュエーション、極端な日本株の割安さ

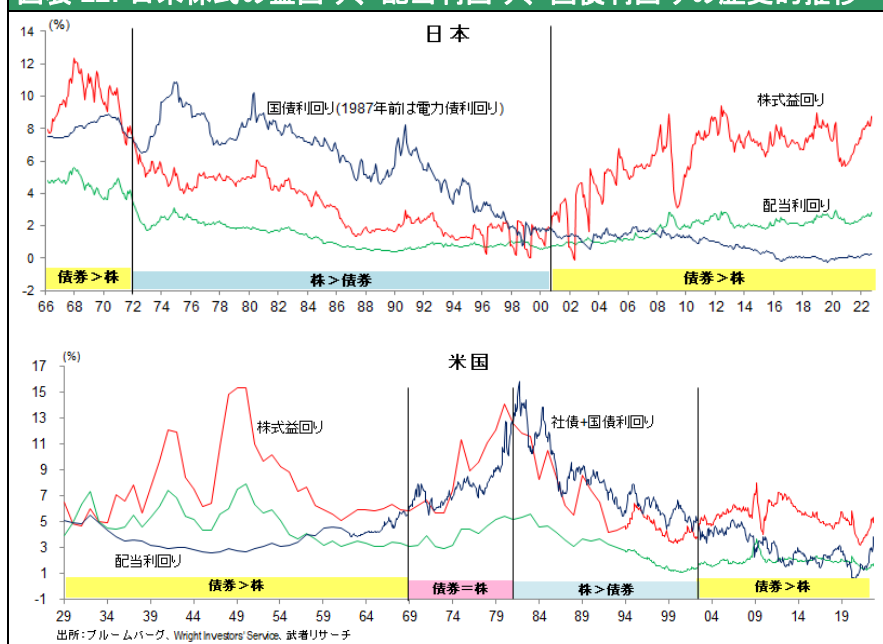
株や債券などの金融資産の価格は利回りから類推することができる。2 大金融商品、債券と株式の価格は歴史的に見て大きく揺れ動いてきた。日本 10 年国債利回りは 0.2%なので、投下資本を回収するのに 500 年かかると計算される。他方株式は益回り (1 株利益/株価) が 8%なので、投下資本を回収するのに 12.5 年で済む計算となる。ここから株式は債券に対して 1 対 40 という極端な割安状態にあることがわかる。この債券と株式の極端な価格差は、世界を見渡しても、日本の歴史を振り返っても、かつてなかったことである。ちなみに米国では国債利回は 3.8%なので債券の元本回収に 26 年を要す。それに対して株式は益回り 7%なので回収には 14 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。

図表 11: 株 vs 債券ー正から負のバブルへ



図表 12 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、陰の極と見えるほど割安であることがわかる。同様の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。

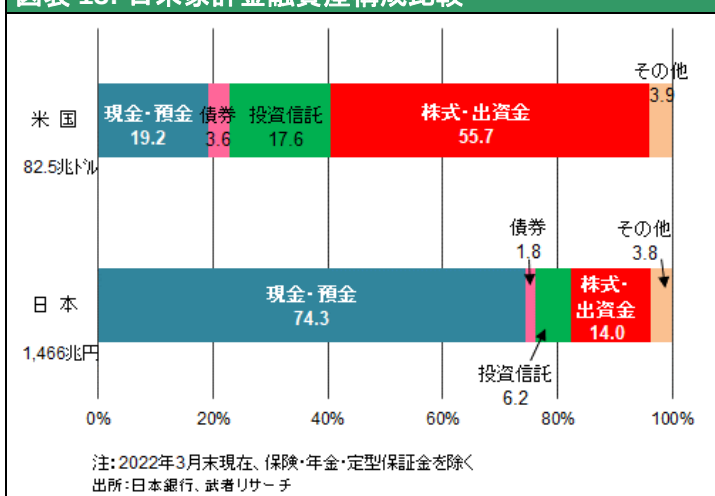
図表 12: 日米株式の益回り、配当利回り、国債利回りの歴史的推移



好需給、自社株買い、個人、外国人に加え本邦機関投資家が参戦する

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%という有利な株式・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。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、2022 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。

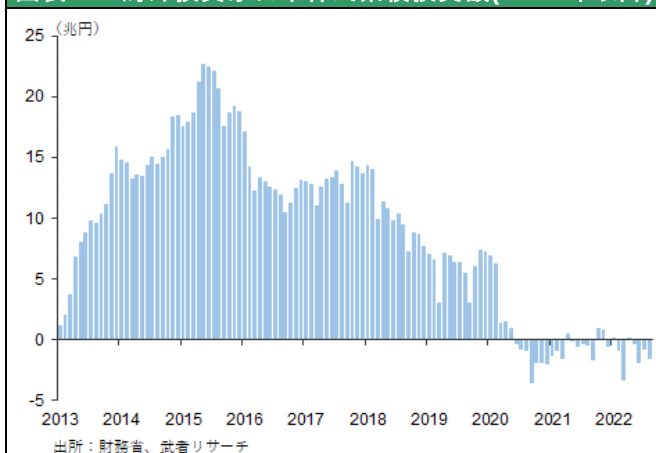
図表 13: 日米家計金融資産構成比較



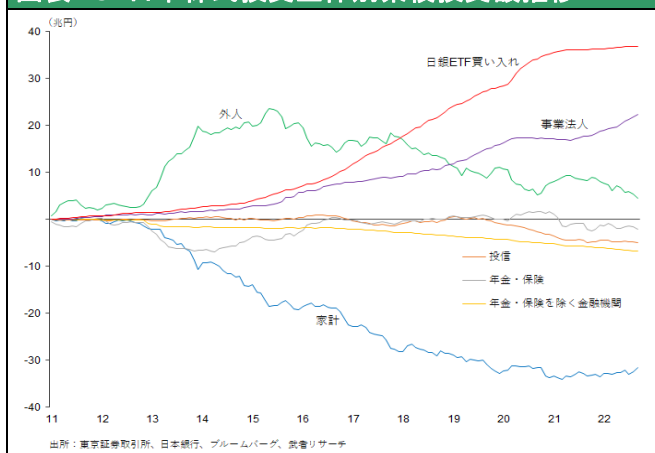
また企業の自社株買いが急増している。2021 年度 8 兆円と過去最高になったが、2022 年度は 9~10 兆円ベースに上ると見られている。さらにアベノミクス時以降 23 兆円を買った外国人投資家は 2020 年にそのすべてを売却しつつ、日本株式はアンダーウェイトの状態にある。彼らは米国、中国、欧州、韓国など各国株式が固有の問題を抱えている中で、消去法的に日本の輝きを無視できなくなっていくだろう。

こうした状況の下で、長らく日本株投資に後ろ向きであった本邦機関投資家が参戦する。日経平均 2023 年 35,000 円、2024 年 4 万円は射程内にある、と言っていいであろう。

図表 14: 海外投資家日本株式累積投資額(2013 年以降)



図表 15: 日本株式投資主体別累積投資額推移



第 12 回義援金セミナー2022

2023 年の世界経済展望と投資戦略

～コロナ禍、ウクライナ戦争、インフレの先に見えるもの～

◇ 詳細・お申込窓口は弊社 HP

⇒ [こちらをクリック](#) (締切は 11 月 9 日)

日 時 2022 年 11 月 12 日 (土) 13:30~16:00

進 行 紀尾井フォーラムより YouTube 実況ライブ配信

お申込みのお客様へ YouTube URL を事前に email でお届けいたします。

参 加 費 無 料 (ご賛同いただける方は、義援金一口千円を当日の配信画面下に
表示される銀行口座へお振込み下さい。)

プログラム

- | | |
|-------------|---|
| 13:30-13:35 | 開会あいさつ |
| 13:35-14:00 | 基調講演① 激変する国際情勢をどう見るか
元駐米大使 中曽根康弘世界平和研究所理事長 藤崎 一郎 氏 |
| 14:00-14:50 | 基調講演② 三重苦(コロナ・ウクライナ・米利上げ)の下、円安から始まる日本の好循環
株式会社武者リサーチ代表 武者 陵司 |
| 14:50-15:00 | 休憩 |
| 15:00-15:05 | テ일러・アンダーソン記念基金からあいさつ TAMF 専務理事 高成田 享 氏 |
| 15:05-15:50 | パネル 現役ファンドマネージャーが語り合う実践的投資アイディア
ヴィレッジ・キャピタル 代表取締役 CEO 兼 CIO 高松 一郎 氏
アセットマネジメント One ファンドマネージャー 岩谷 渉平 氏 |
| 15:50-15:55 | 歌「花は咲く」 シンガー saya 氏 |
| 15:55-16:00 | 閉会あいさつ (協賛会社紹介) |