

ストラテジーブレティン (329号)

日本株投資にベクトルが揃う 2023年春
～新しい資本主義の好循環が始まる!!～

桜の花とともに日本株ブームが到来しそうな雰囲気が高まってきた。1980年代の Japan as Number One から1990年代の Japan Bashing、2000年代の Japan Passing、2010年代の Japan Nothing (日本無視) を経て、再度日本に世界の注目が戻る兆しがある。コロナによりオリンピックには間に合わなかったが、今年の広島サミットは日本再注目の舞台を整えるかもしれない。

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

(1) 千客万来、日本リスペクトの顕著な高まり

千客万来の予兆が諸所に現れている。韓国尹大統領、ドイツシュルツ首相など日本に距離を置いてきた諸国首脳の使節団を引き連れての来日が相次いでいる。専制国家と対峙する米国の最有力の同盟国かつ専制国家に境を接している日本、素材・部品・装置などハイテク工業力・技術力で世界トップを維持する日本、ハイテクサプライチェーンで不可欠の環を持つ日本、ダイバーシティを標榜する G7 で唯一の非白人国であり、Global South (途上国) との接点を持つ先進国日本、自縄自縛とも思われる平和主義の国日本、ならず者国家ロシア、中国、イランに独自の戦略的互惠関係を維持している日本等、日本の稀有な立ち位置が今ほど世界から必要とされる時は、歴史上なかった。千客万来の予兆と言える。

世界最大のホット観光スポット

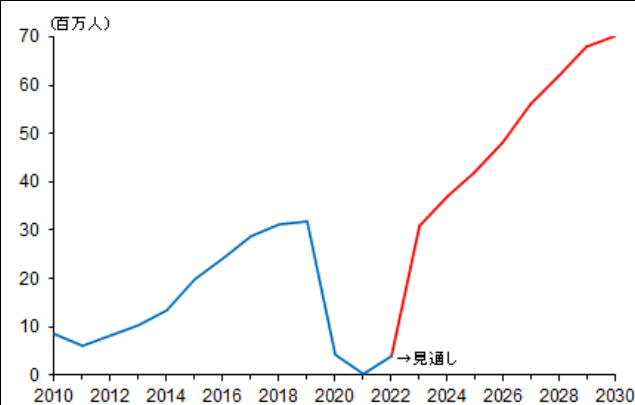
お得感満載の日本は、外国人観光客でごった返している。2021年の WEF 観光開発力ランキングで日本は1位になった。インフラ、文化遺産、豊かな自然と四季等が根拠である。これにおいしい食事(ミシュランランキング入りレストラン数の都市別順位1位東京201店、2位パリ118店、3位京都107店、4位大阪94店、5位香港71店、6位ロンドン70店、7位ニューヨーク65店と圧倒的)、その後の円安による割安さを加えれば日本の観光競争力は圧倒的である。今月コロナ規制が撤廃される中国人の急増も予想され、2023年には過去ピークの2019年3189万人に迫り、いずれ世界最大のフランス9000万人に伍していくだろう。

図表 1: 旅行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 2: 訪日観光客数推移と見通し



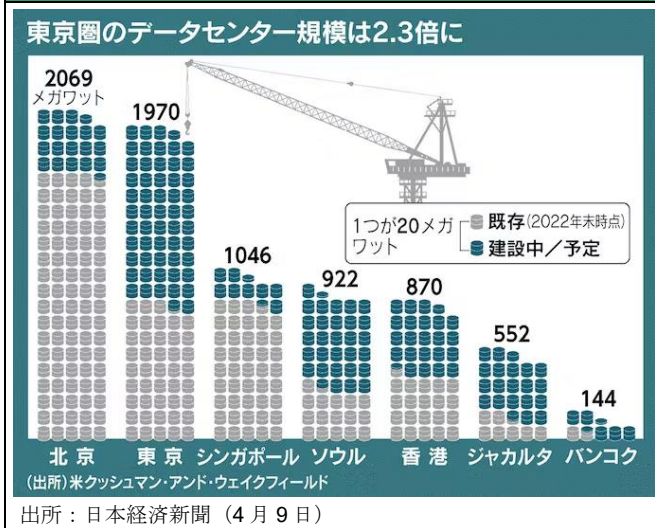
出所: 日本政府観光局、見通しは武者リサーチ

ハイテクの日本投資ラッシュ始まる

ハイテク投資に日本ラッシュの兆しも現れている。TSMC 熊本工場第二期、ラピダス千歳工場 5兆円プロジェクトに加え、韓国尹大統領訪日に随行したサムスン、SK ハイニックス等、韓国半導体企業も対日投資を検討するとみられる。半導体次世代技術のカギとなる 3D

化に伴って後工程が重要になるが、TSMC が日本に開発拠点を設けるなど、日本が後工程技術のハブになる可能性がある。また、OpenAI の創始者サム・アルトマンが ChatGPT 発売後初の外遊先として日本を訪れ、岸田首相と面会した。さらに日経新聞は、施設規模を示す電力容量が現在北京の半分に過ぎない東京のデータセンターにおいて、経済安全保障に基づく投資が急増し 3~5 年で北京に匹敵するアジア最大レベルに到達すると報告している。企業の国内投資回帰も目白押し、京セラ、安川電機、キャノン、富士フィルム、ローム、ルネサス、日立、パナソニック、資生堂、ユニ・チャーム、ライオン、アイリスオーヤマなど、枚挙にいとまがない。

図表 3: アジア諸国データセンター建設計画

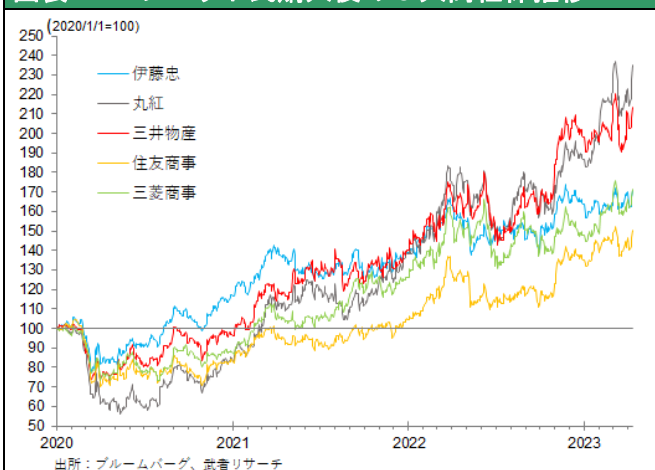


(2) 株価本位に舵を切る政策(岸田首相、金融庁、東証)、外国人の熱い視線

投資の神様の日本に対するリスペクト

これらの日本リスペクトの高まりは、既に株式市場では織り込み済みである。投資の神様と尊敬されているウォーレン・バフェット氏は 2020 年 5 大商社に投資し、持ち分 5% の筆頭株主になったが、今年さらに買い増し 7.4% 保有となった。過去 70 年間日本を素通りしてきたバフェット氏が日本株のウェイトを米国以外で最大にした。今週末日中のバフェット氏は、「今後私は日本の全ての主要企業を観察する」と日本株に関心を示した。そればかりか「投資家というよりもビジネスパートナーとしてやっていきたい」と岡藤伊藤忠会長に語ったという。日本のビジネスモデルと企業そのものに対する最大限の敬意である。

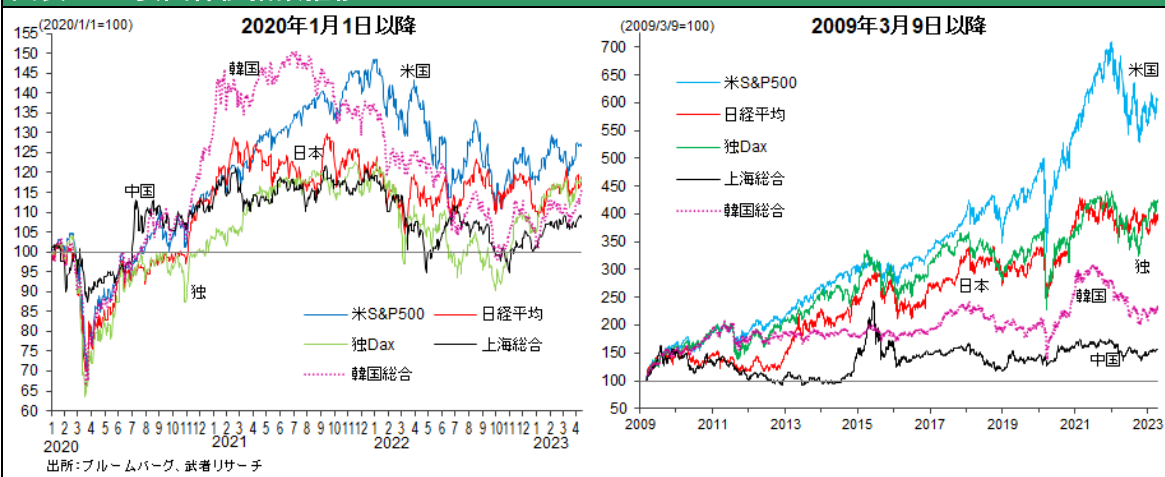
図表 4: バフェット氏購入後の 5 大商社株推移



株式市場は日本復活を織り込み済み

世間に日本悲観論、日本卑下論が蔓延しているが、あらゆる事象の最先行指標である株式市場では 10 年前にそれらは既に織り込み済みなのだ。日本株が最悪であったのは、バフェット氏が注目するよりもはるか前の震災直後民主党政権下の 2012 年末であり、以降日本株式は米国に次いで世界最高のパフォーマンス、2009 年リーマンショック以降の株価上昇率も、2020 年コロナショック直前の 2019 年末以降の株価上昇率も、主要国では米国に次ぎ 2 番手のパフォーマンスになっている。バックミラーを見ているメディア、学者・有識者の観測とは裏腹に、株式市場は極めて迅速かつ正確に日本の大復活を織り込んできているのである。

図表 5: 主要国株価指数推移

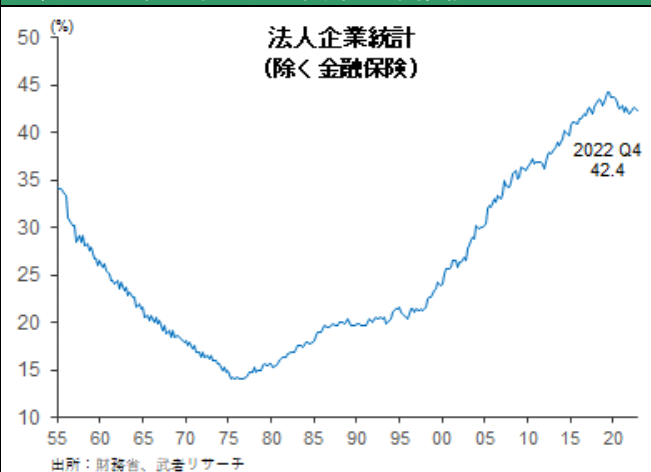


ハゲタカの主張「株価が企業評価の絶対的尺度」に東証と金融庁が同調した

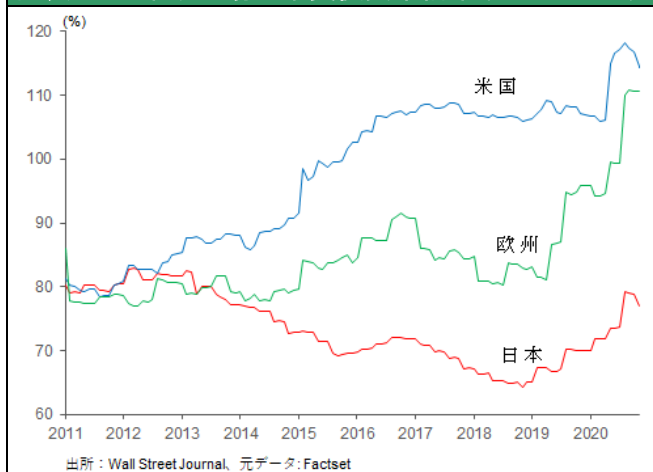
「日本が資本主義になる」というコラムが FT 電子版に掲載された(3月31日)。日本企業が株主価値の最大化に軸足をシフトさせ、株価上昇の期待が高まっている、という趣旨である。「日本企業は、(円高デフレという)困難な中で、収益性を高めるといふ難しいことを成し遂げた。しかし、その利益を株主に還元するという簡単なことに手こずっている。日本企業の多くは、現金の山を抱えたまま、賃上げや自社株買いをほとんど行ってこなかった」が、それが劇的に変わるかもしれないというのである。

まさしく、日本企業は儲けをため込み過ぎ、過剰貯蓄による資本効率の悪さが日本株安の原因となってきた。米国株の PBR が 4 倍前後へと上昇してきたのに対し、日本企業は 1 倍前後と世界最低で低迷している。アクティビストは日本の株価が割安なのは、経営者が株主の期待に応えていないからだと批判し、数々の TOB(企業買占め)を仕掛けてきた。実際、東証上場企業の自己資本比率はほぼ 50%と、欧米の平均(30%前後)に比べて 5 割方高い。この過大な自己資本を自社株買いで株主還元すれば、自己資本利益率(ROE)が急上昇し株価が上がる。それだけで株主価値は大きく高まる。

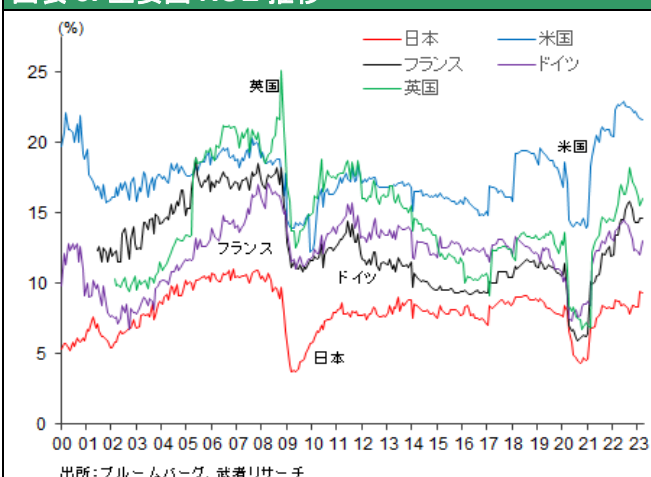
図表 6: 日本企業の自己資本比率推移



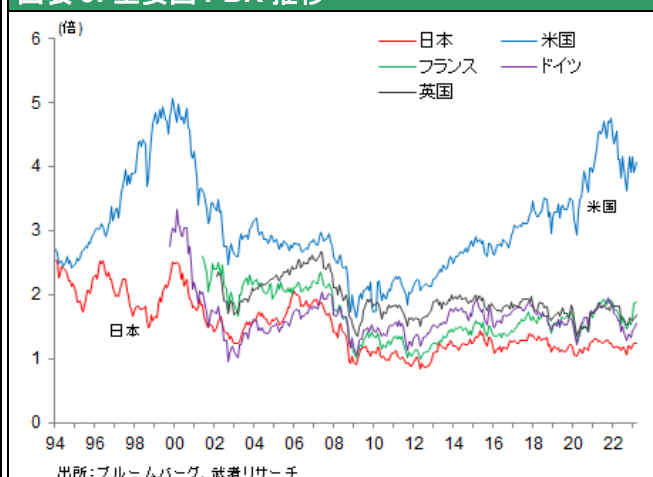
図表 7: 日米欧上場企業負債資本倍率(D/E レシオ)



図表 8: 主要国 ROE 推移



図表 9: 主要国 PBR 推移



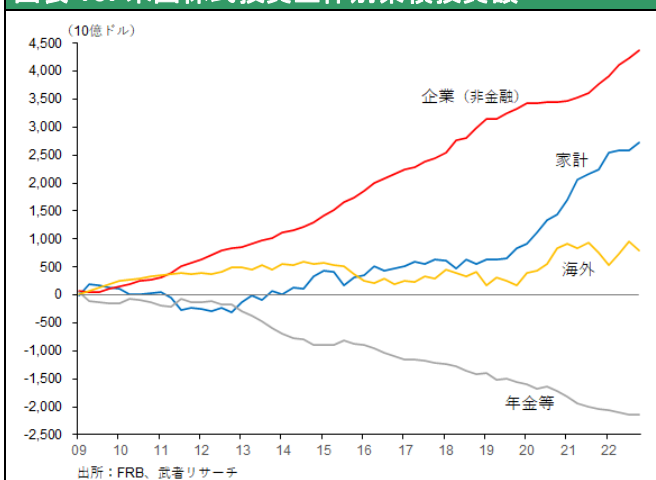
アクティビスト(通称ハゲタカ)、エリオット・マネジメントの圧力を受けた大日本印刷やシチズン時計が大規模な自社株買いを発表し、株価は3割以上高騰、PBR(株価/自己資本)は0.6倍前後から0.9倍強へと大きく上昇した。次の自社株買い発表企業はどこかと世界の投資家は色めきかっている。

このアクティビストの「株価を尺度とした企業経営」に東証と金融庁が同調した。東証は資本コストや株価を意識した経営を上場企業に求め、PBRが1倍以下の企業に対して、是正策を要求した。また鈴木金融大臣は、金融庁が株価評価が低い企業に対し、改善プランを求める方針であることを表明した(4月6日)。

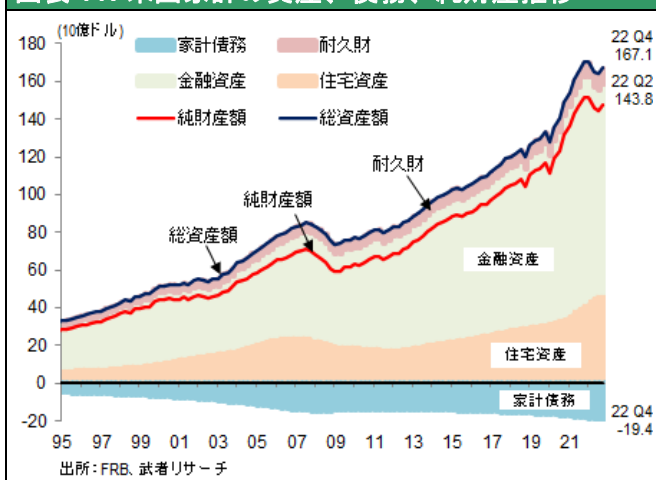
株式市場が資金循環の要にある米国、日本も追従へ

こうして余剰資金を自社株買いに振り向ける機運が急速に高まっている。自社株買いは2021年度8兆円、2022年度は10兆円に上ったとみられるが、2023年には15兆円規模まで飛躍し、最大の日本株買い主体になるかもしれない。米国ではリーマンショック以降の12年間で株価は7倍と急騰したが、この株高を唯一けん引したのが累計4.5兆ドルに上る企業の自社株買いである。米国企業は利益のすべてを配当と自社株買いで株主還元してきたが、それによる大幅な株価の値上がり益等で米国家計の純財産が90兆ドル(GDP比4倍強)も増え、それが米国の旺盛な消費を支えてきた。日本でも米国のように好循環が起きる可能性が濃厚になってきた。

図表 10: 米国株式投資主体別累積投資額



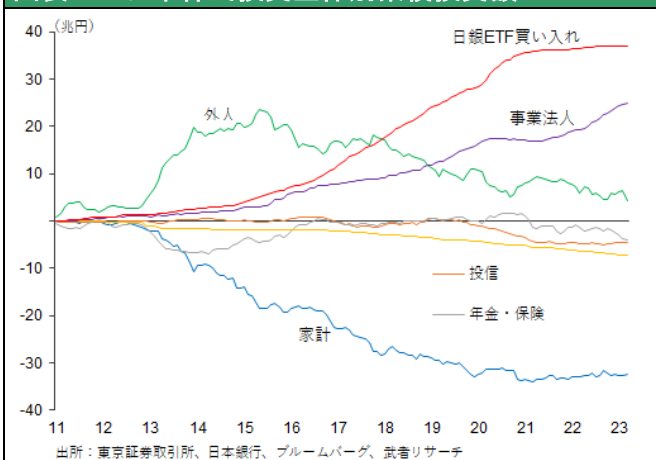
図表 11: 米国家計の資産、債務、純財産推移



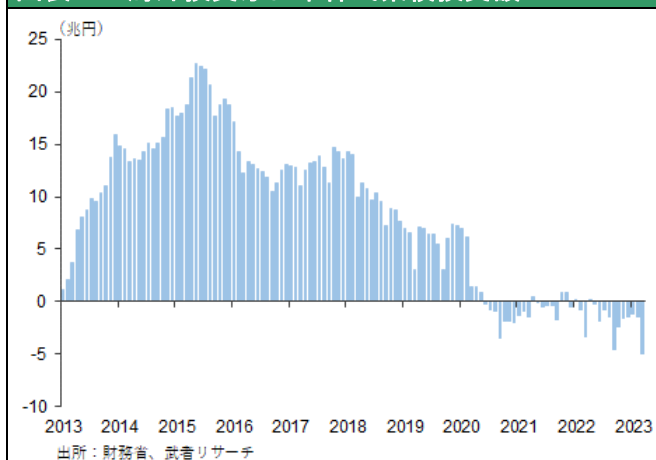
日本株全員参加型投資ブームの予感

岸田政権の資産所得倍増プラン「NISA」の改革で、個人資金の預金から株式への大きな資金シフトが始まっている。企業の自社株買い、家計の長期積み立て投資、機関投資家の債券から株へのシフトなど、日本人は全員参加型の株式投資に踏み出す前夜にあるといえる。日本株の出来高は、長らく外国人7割、日本人3割と、日本国内投資家不在の状態が続いてきた。これが変わるとなれば、外国人投資家が活気づくのも当然であろう。

図表 12: 日本株式投資主体別累積投資額



図表 13: 海外投資家日本株式累積投資額

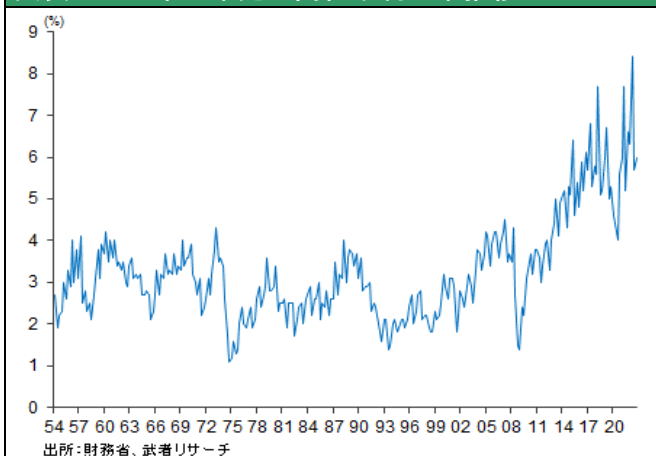


(3) 起動する「新しい資本主義」、アベノミクスの成果の上に

稼ぐ力の完全復活

上述のような好循環が今、期待できるのはアベノミクスにより稼ぐ力が完全復活したからである。2000年から2010年そしてアベノミクスが始まる2012年まで40兆円台で推移していた法人企業の経常利益は、アベノミクスが終わる2019年度に72兆円、2021年度には84兆円と倍増している。この稼ぐ力向上の上に立って2度にわたる消費税増税が可能となり、税収が顕著に増加した。2012年度の日本の一般会計税収は44兆円であったが2019年度は58兆円、2022年度の予算では65兆円と、10年前比5割増となっている。

図表 14: 日本企業売上高経常利益率推移



図表 15: アベノミクスの大きな成果

	2000	2010	アベノミクス入り	アベノミクス出口	直近2022
名目 GDP	535兆	505兆	500兆(12)	558兆(19)	557兆
日経平均	13,785	10,228	8,664(12/12/25)	23,475(20/9/16)	26,095
ドル円レート	107.7	87.7	84.7(12/12/25)	105.3(20/9/16)	131
就業者数	6,462万	6,307万	6,280万(12年)	6,724万(19年)	6,719万人
有効求人倍率	0.62	0.52	0.83(12/12)	1.63(18/12)	1.35
最低賃金	659円	730円	749円	901円	961円
女性就業率	56.7	60.1	60.7	70.9	71.3(2021)
企業経常利益	35.9兆	43.7兆	48.5兆(12年度)	71.5兆(19年度)	83.9兆(21年度)
公的年金積立運用益	-1.7兆円	11.4兆	25.2兆(12年度)	57.3兆(19年度)	105.4兆(21年度)
一般会計税収	50.7兆	41.5兆	43.9兆(12年度)	58.4兆(19年度)	65.2兆(22年度)
外国人観光客	476万	861万	835万(12年)	3,188(19年)	3.8万

出所:各政府機関発表より武者リサーチまとめ

次の課題は、企業所得を経済に還流させること、「新しい資本主義」の出番

内閣官房による新しい資本主義実現会議資料(2022年6月7日)では、「新しい資本主義においても、徹底して成長を追求していく。しかし、成長の果実が適切に分配され、それが次の成長への投資に回らなければ、更なる成長は生まれない。分配はコストではなく、持続可能な成長への投資である。我が国においては、成長の果実が、地方や取引先に適切に分配されていない、さらには、次なる研究開発や設備投資、そして従業員給料に十分に回されていないといった「目詰まり」が存在する。その「目詰まり」が次なる成長を阻害している。待っていても、トリクルダウンは起きない。積極的な政策関与によって、「目詰まり」を解消していくことが必要である。」として、①賃金アップ、②スキルアップによる労働移動の円滑化、副業兼業の推進、③貯蓄から投資への「資産所得倍増プラン」策定、等の具体策を提示した。

何故、株価重視政策へシフトが正解なのか

この目詰まり解消の最も効果的方法こそ、株価重視への経済政策の転換である。岸田氏は当初の主張であるアベノミクス批判と見える分配重視の「新しい資本主義」の内容を換骨奪胎し、「成長と分配の好循環」というアベノミクス路線に回帰していった。端的に言えば、株価を軽視・無視していたスタンスから株価重視スタンスへの大転換を実行したのである。安倍元首相は2013年ニューヨークで外国人投資家を前に「Buy my Abenomics」と宣言し日本株高を謳ったが、岸田首相も2022年5月、それを真似て「Invest in Kishida」とロンドンの投資家に日本株式への投資を呼びかけた。この転換こそ、大正解であり、岸田長期政権化のカギとなるだろう。

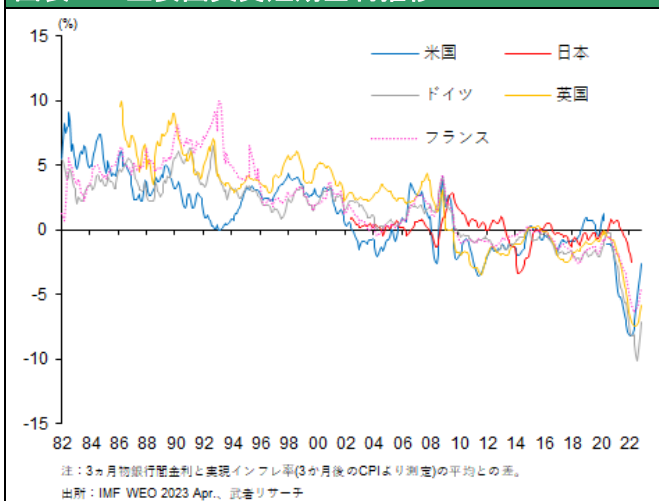
図表 16: 超過利潤と貯蓄余剰

R_1	>	G	>	R_2
利潤率	>	成長率	>	利子率
企業超過利潤				資本余剰・資本退蔵

出所:武者リサーチ

今、米国はじめ先進国経済はまさに需要不足の淵にあると言ってもよい。50年前のアメリカのリーディングカンパニーはGMやGEであるが、これら企業は儲かると工場を拡張し雇用を増加させ、次の経済拡大循環を引き起こしてきた。しかし、今のリーディングカンパニーであるアップルやグーグルは、儲かっても設備投資もしないし雇用もさほど増やさない。膨大な企業利益が需要創造と経済の拡大循環に結び付かないのである。その結果、企業の余剰は金融市場に滞留し、著しい低金利を引き起こしている。この企業の超過利潤と貯蓄余剰による低金利の趨勢は、今回のインフレと金融引き締めがあっても変わらない、とIMFは直近の世界経済見通し(2023年4月第二章)で分析している。

図表 17: 主要国実質短期金利推移



超過利潤還流の必須のチャンネル、株主還元

最も望ましい解決策は、生産性以上に労働賃金を引き上げ、家計消費を持続的に増加させることである。そのためには適度のインフレが必要であり、今の米国でそれが起きている。2015年くらいを底にして労働分配率が上昇し、またユニット・レーバークストも上昇に転じている。こうした動きは、賃金上昇による消費の増加、格差の縮小、資本退蔵の解消という観点から望ましいことである。ここに高压経済の必要性がある。しかし、賃金上昇を相当長きにわたって続けないと、この巨大なギャップは埋まらない。

故に、しばらくは企業の超過利潤は株主還元により、实体经济に還流させるほかはないのである。米国の経済成長が先進国中で最も高いのは、株式市場を通じた企業の超過利潤還流のメカニズムがうまく機能しているからである。

岸田政権の株価重視政策へのシフトは、まさしく米国型の企業超過利潤の経済への還流を促すものであり、全くもって結果オーライというべきである。

著作権表示©2023 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。