

ストラテジーブレティン (46号)

日本株式のキャッチアップ・ラリー

サマーラリーが始まった

米国株式に意外な力強さが感じられる。先週、S&P500 指数は 5.6%、ダウ工業株は 5.4%と過去 2 年間で最高の上昇となった。長期金利の反転と同時に進行する株高は 2 ヶ月続いた risk off trade の終わりを示唆しているのかもしれない。益回りと実質長期金利との差をリスクプレミアムと考えると、米国株式も(日本株ほどではないが)十分に割安と言える。ギリシャ問題も財政緊縮策の成立と借り換えの実現により、緊急のリスク要因ではなくなった。

長期景気拡大の緒にある米国経済

米国経済 soft patch(景気の踊り場)の終焉が見えてきた。東日本大震災によるサプライチェーンの復旧が進展し、製造業の景況感が改善し始めている。米国経済はアコーディオンに例えれば、一番圧縮された状態であり、これ以上収縮する余地はあまりない。それは、図表 1 の米国の GDP に対する 裁量的支出(当面我慢可能な支出)の割合が過去最低であることから分かる。人々は極端な不安心理にさいなまれる時、当座に必須のものだけを購入する。しかしより自信が強まってくれば購買品目を、食料→衣料→家電→車→家具・住宅へと、より長期耐用分野にシフトさせる。また企業は最小限の維持修繕投資から増産投資へ、新分野投資、長期耐用資産投資へとコミットメントを長期化させる。このようにして人々がより長期をにらんだ購買や投資を行うことにより、需要に厚みが生まれるのであるが、今の米国はかつて無く短期志向が強まり需要が薄っぺらになっている。それは経済にアップサイドの圧力が蓄積されていることを物語っている。

震災復旧を機に日本株式のキャッチアップ・ラリーへ

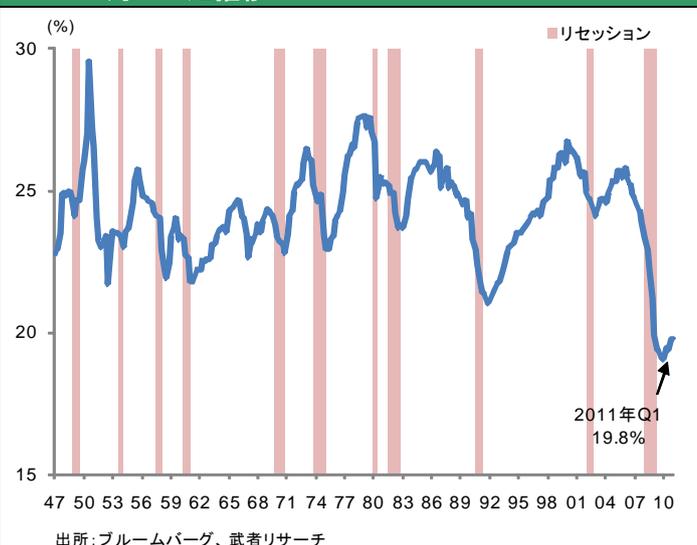
それにしては日本株、日本投資家不甲斐なさが際立つ。日本株式は一人負け状態にある。世界の株価がリーマンショック後ボトム比 2 倍へと鋭角上昇したのに、日本株は TOPIX で 2 割、日経平均で 4 割の上昇にとどまっている。リーマンショック後の異常円高によるデフレ再来に加えて、震災の打撃がダブルパンチとなった。しかし、この日本株の出遅れをもたらしている 2 要因が 2011 年後半から大きく転換する、となると今後日本株のキャッチアップ・ラリーが実現する可能性が強まる。

株式会社武者リサーチ
代表 武者 陵司

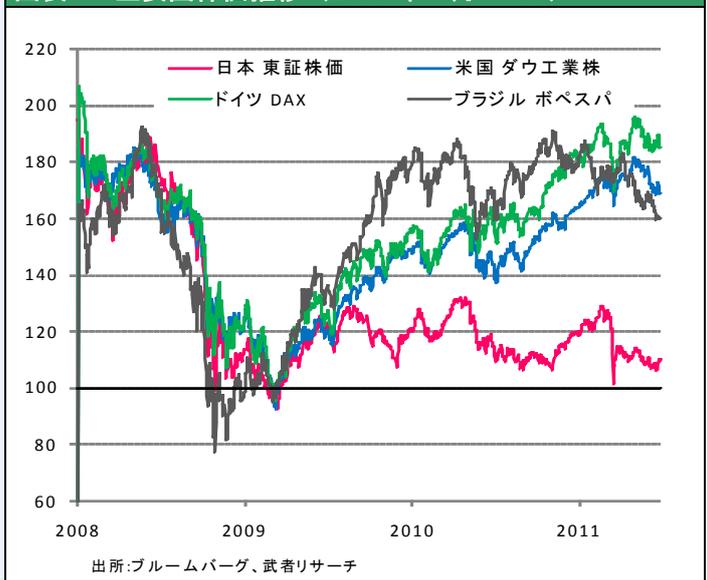
代表電話 (03) 5408-6818
直通電話 (03) 5408-6821
E-mail: musha@musha.co.jp
www.musha.co.jp

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

図表 1：米国裁量的支出(耐久消費財支出+民間投資)の対 GDP 比推移



図表 2：主要国株価推移(2009年3月=100)



不甲斐ない日本の株式と投資家

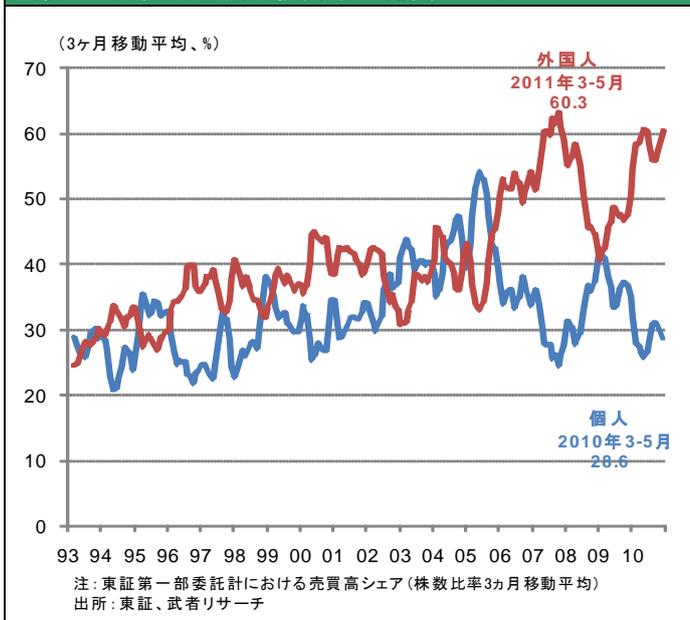
日本株式市場の不甲斐なさは、持ち株比率2割の外国人が出来高では6割を支配していること、この期に及んで年金、生保など日本の機関投資家が、引き続き日本株式組み入れ比率を引き下げていることに如実に現れている。年金や保険などの機関投資家の株式組み入れ比率を図表7によって見ると、日本投資家の組み入れが著しく低いにも関わらず、である。この異様としか言い様が無い光景の理由は、第一に、過去の投資失敗の後遺症、リスク回避が習性になっていること、第二に、横並び志向と規制に縛られる投資行動による。このように悲観バイアスが極端に強い日本市場につかっていると、米国株式の先週の上昇が不思議とすら思えてくる。しかし日銀短観や工業生産予測、自動車各社の増産計画などに見るごとく、震災後の日本の生産回復は驚くほど鋭角的である。実は soft patch(景気の踊り場)からの脱却は日本が主導しているのだ。

いずれ怒濤のバリュエーション修正が起きる

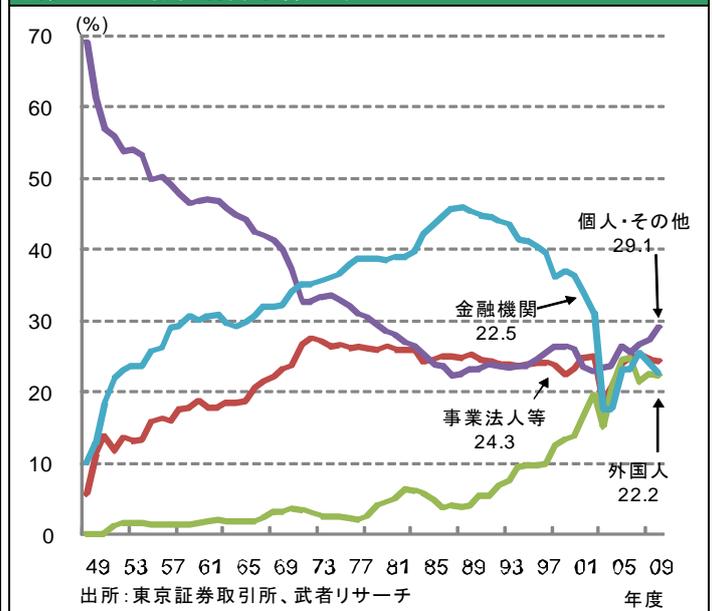
日本の株式益回りは7%、長期金利は1%、差し引き6%のプレミアムがある。このプレミアムは、歴史的にも諸外国との比較でも極端に大きく、日本株の割安さ(価値と価格とのギャップ)を示している。この6%のプレミアムは「値下がり準備金」と考えられるのではないかと。過去20年間で株価は3分の1に下落した。それは年率5%のペースであり、投資家は5%の値下がり織り込んだ価格を求めていると考えられる。しかし、これ以上の値下がりがないところまで株価が低下したとすると、この5%の「値下がり準備金」は投資に対する超過利潤となる。いずれ、のけ者だった日本株式が、一転、世界の投資家の垂涎的となるだろう。

株式時価総額の対GDP比率(図表5)、やPBRの日米推移(図表6)を見ても、日本株式の著しい割り負けは明白である。目先に留まらず、中長期的な日本株式のキャッチアップ・ラリーが起こる条件が整っている。

図表3：外国人と個人投資家の売買シェア



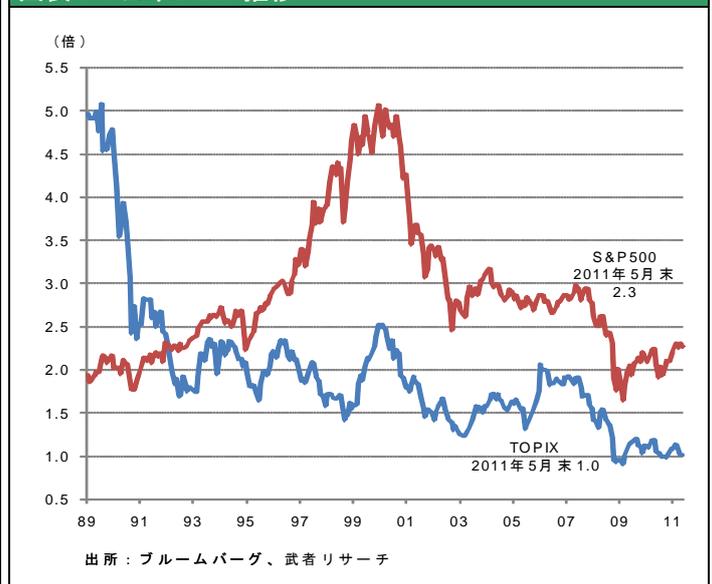
図表4：所有者別持ち株比率



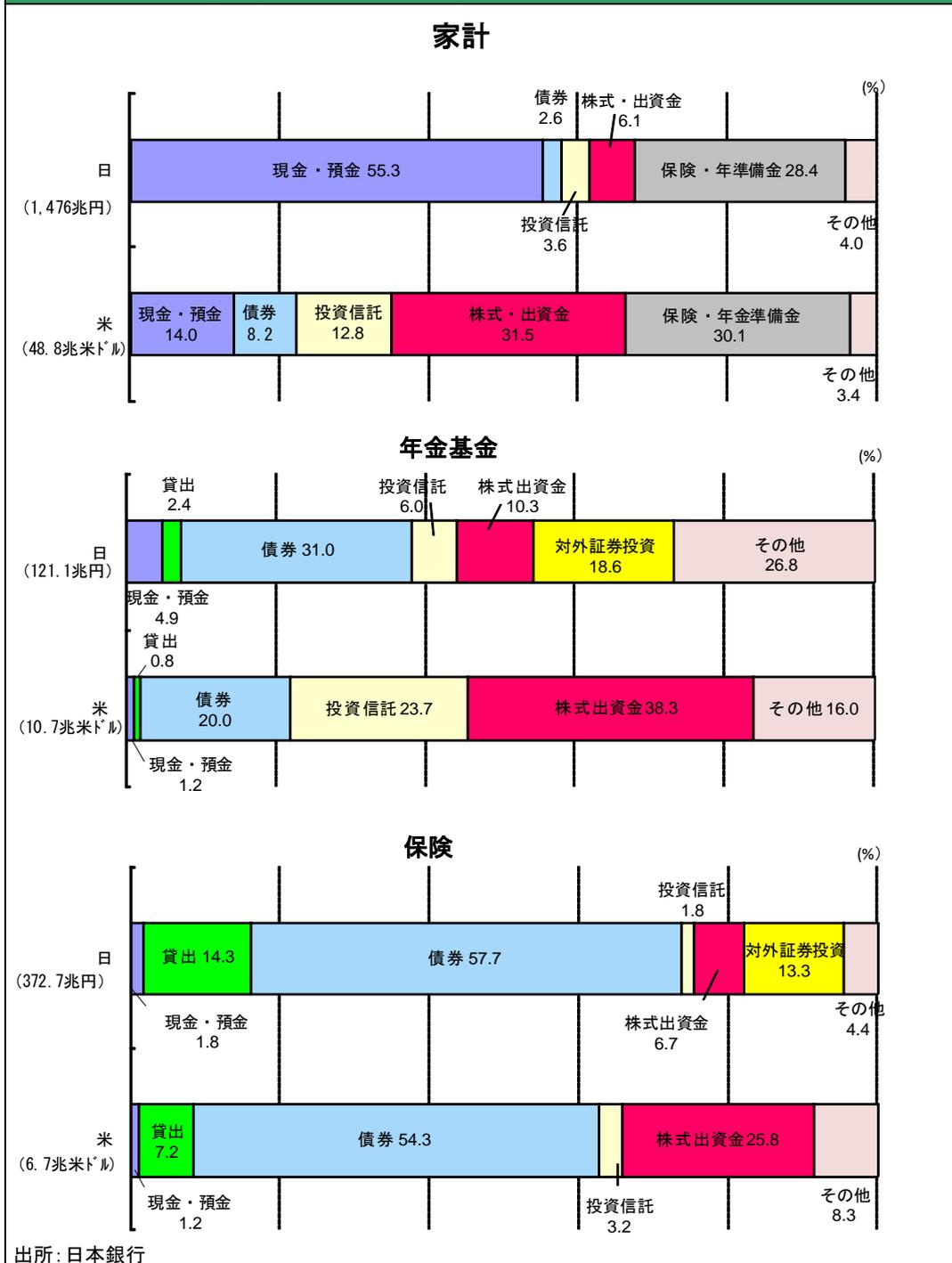
図表5：日米株式時価総額対名目GDP比率



図表6：日米PBR推移



図表7：日米の資産配分比較（2011年3月末）



著作権表示©2011 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見直しは、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。