

KAMIYAMA Reports vol. 42

Japan in Motion: 日本株の真の魅力

チーフ・ストラテジスト 神山 直樹



- 世界経済のリーマン・ショックからの正常化は大きなトレンド
- デフレからインフレへの転換は日本経済を変える
- 日本企業は「稼ぐ力」を強化し変貌する
- ネガティブな海外投資家ばかりではない

世界経済のリーマン・ショックからの正常化は大きなトレンド

投資家の目先の興味は日本のマイナス金利導入や米国の利上げタイミングなどに向かいがちだが、もっと大切なことは、世界経済がリーマン・ショックから緩やかではあるものの、確実に「正常化」しようとしていることだ。世界経済の正常化とは、世界的なデフレ懸念が払しょくされて経済活動が盛んになり、インフレ期待とともに金利も健全に上昇し、中央銀行がマイナス金利や量的緩和から脱却できている状態のことだ。デフレ懸念がインフレ期待に変われば、企業はお金を貯めこむよりも設備投資を行なって人を雇い、生産して在庫を持ち、売り上げを伸ばしたくなるだろう。

今、米国が先進国の先陣を切って回復への自信を強め始めている。15年12月のFRB(米連邦準備制度理事会)の利上げ開始は、賃金上昇の加速に支えられて消費回復への信頼感が増したことを背景としている。緩やかながらもこの方向性は維持されているとみられ、米国景気が拡大すれば、日本・欧州からは、米国向けの輸出や中国向けの機械や部品の輸出が拡大し、さらに中国から先進国向けの製品輸出が伸びれば、資源国へもその恩恵が広がっていくだろう。つまり、米国経済がリーマン・ショックから正常化すれば、日本を含む世界経済も回復するということだ。

デフレからインフレへの転換は日本経済を変える

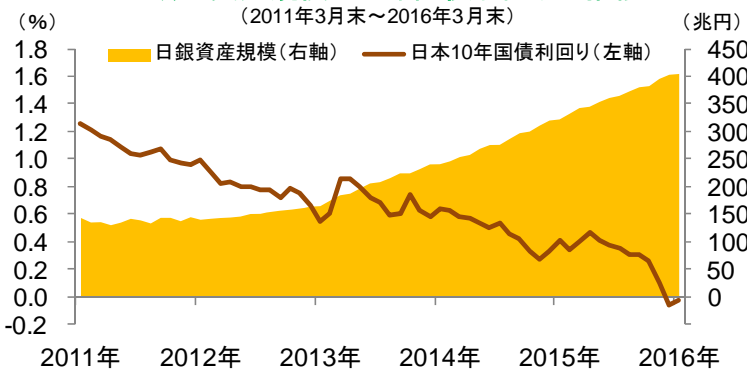
世界経済が緩やかな回復から正常化に向かう過程で、米国を除く主要な中央銀行は金融緩和でデフレ懸念払しょくと経済活動の活発化を支援している。日本は、アベノミクスの中で「インフレ目標 2%の実現」を掲げ、世界の中でもっとも厳しいデフレからの脱却を図ろうとしている。デフレではモノの価格の低下が続いてしまうため、お金の量を増やして

インフレを引き起こすことを狙った「量的緩和」が大規模に行なわれた、いわゆる“黒田バズーカ”だ。

しかし、世界景気の回復は思いのほか緩やかであったため、市中に資金を供給しても設備投資などに利用されず滞留(退蔵)されてしまった。そこで、日銀は次の一手として、マイナス金利政策を導入することに至った。このことは、銀行が新規に現金を企業などに融資せずに日銀口座に滞留させてしまうと、マイナス金利のため残高が減ってしまうことを意味する。この政策が奏功すれば、市中に資金が供給されてインフレになる確率は高まるだろう。

日銀の資産規模と10年国債利回りの推移

(2011年3月末～2016年3月末)



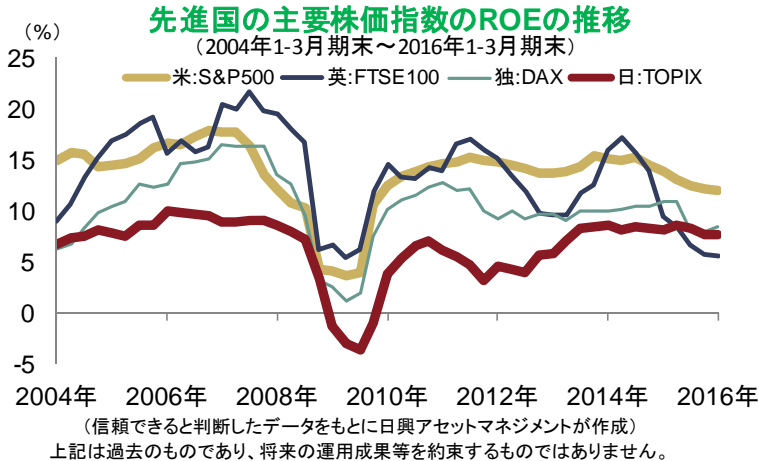
(信頼できると判断したデータをもとに日興アセットマネジメントが作成)

上記は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。

経営者のマインドがデフレからインフレに変化することになれば、身を低くして活動を最小限にする経営から、借金をしても設備や雇用を拡大し、開発や宣伝を増やして企業活動を拡大するよう変わるだろう。そうなれば、文字通り経済が「インフレート(膨らむ)」する体質に改善されることとなり、長期低迷からの脱却が始まるとみている。このことは、日本にとって大きな転換点になる。

日本企業は「稼ぐ力」を強化し変貌する

日本の構造改革は、インフレ体質への回帰だけではない。そもそも欧米企業に比べて弱かった日本企業の「稼ぐ力」を強化することがアベノミクスの成長戦略に盛り込まれ、企業の利益率を高め、資本効率の向上を実現するよう、株主と経営者が対話することになった。



具体的には、日本版「コーポレートガバナンス・コード」の導入など、日本企業に変革を促す施策が打ち出され、徐々に企業と機関投資家の対話が進み始めている。その対話には、より利益率を高くするための市場開拓や、同業他社比較に見る経営の選択肢、稼ぐ力を強めるための経営者選択の仕組みづくり、株式持ち合いの効果の検証などがある。

このような対話の効果は、即座に表れるというよりも、今後2-3年の間に大きな変化をもたらすと期待される。結果として、日本企業のROE(株主資本利益率)が8%程度から米国並みの15%程度に上昇して安定するならば、日経平均株価は20,000円程度から、場合によっては30,000円を超えることもあり得るだろう。

ネガティブな海外投資家ばかりではない

15年度に海外投資家は、景気回復の遅れや政策の出尽くしが懸念されたとして日本株を大幅に売り越したが、ここまで述べてきた状況が否定されたわけではない。シナリオが少し先送りされたとしても、日本が米国や欧州以上に変革の時にあることを投資家は知っている。

当社の東京、ニューヨーク、ロンドン、シドニー、シンガポール拠点の経験豊富なファンドマネージャーやストラテジストたちが参加する、グローバル投資委員会における日本についての見解は、「2016年1-3月期の日本株は売られ過ぎであり、当面は円安進行や緩やかながら世界経済の成長見通しが改善することが大きな支援材料となって力強く反発する」との予想で合意している。主な内容は、「TPPの各国批准手続きなどに遅れが出ればマイナス要因となる可能性もあるが、特にコーポレート・ガバナンス改革や法人税率のさらなる引き下げなど、他の経済改革が進められている」と日本の改革に注目。足元の日本経済がそれほど好調でないにしても、アベノミクス成果で「2015年10-12月期の税引前利益率(過去4四半期平均)は記録的な高水準で推移」「法人税率の低下を踏まえると、税引後利益はさらに良好な水準」「アベノミクスは日本株の長期投資家にとっても非常に好ましい方向に機能しており、今後も変わらないだろう」「EPS(1株当たり利益)のコンセンサス予想については足元で低下したが、円安進行や世界経済の改善を背景に持ち直す見通し」などの見解を持っている。結局、先送りされた成長への期待感が戻るにつれて、世界の投資家は再びリスク資産、中でも日本株を選ぶことになろう。

PDFファイルおよびバックナンバーは、日興アセットマネジメントのホームページでご覧いただけます。

また、facebook やツイッターで発行をお知らせいたします。

<http://www.nikkoam.com/products/column/kamiyama-reports>

facebook <https://www.facebook.com/nikkoam> Twitter https://twitter.com/NikkoAM_official