



日本株上昇の背景にある長期の構造変化、 中期の循環的变化、短期の2つの期待を解剖する

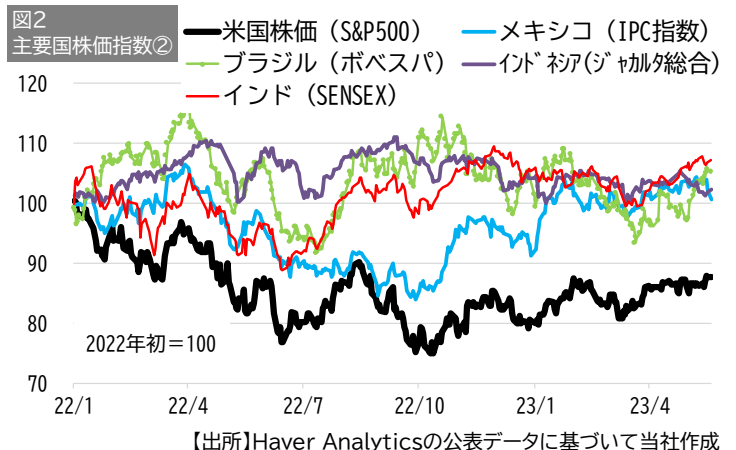
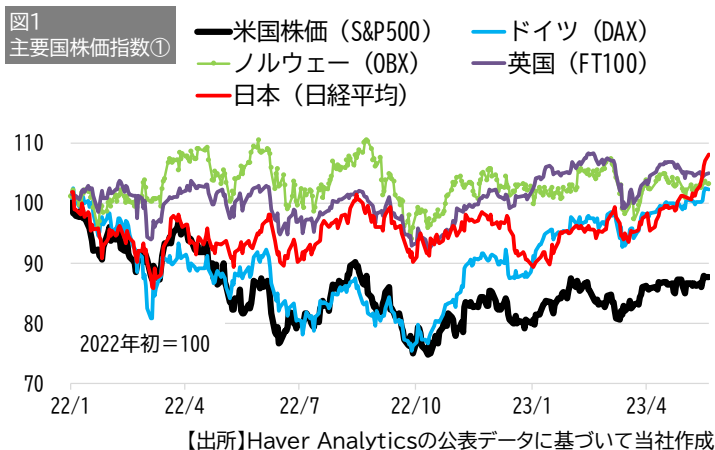
運用戦略部 チーフ・エコノミスト／チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

5月19日の日経平均株価は旺盛な外国人投資家の買いに支えられてバブル後の最高値を33年ぶりに更新した。この背景には期間の異なる4つの要因があると考えられる。(1)長期的には構造変化、(2)中期的には国ごとの経済見通しに基づく循環的变化、(3)短期的な2つの期待、である。それぞれを順番に腑分けして見てみよう。

(1)長期的な構造変化は、米中競合(rivalry)が激化する世界における日本の位置取りだ。経営学には位置取りを重視するポジショニング・ビューという考え方がある。これは、たとえば駅前立地なら何をやろうとビジネスが成り立つという位置取りを重視する。この位置取りの重要性は、経済面で国際関係にも当てはまる。近年の半導体分野での対日直接投資の活発化に見られるように、日本は経済安全保障を理由とするサプライチェーンの組み換えで非常に優位な位置を取った。安倍政権の外交面での成果は、日本の国益を米中競合の時代に適合させることだったと断じて良い。その成果が目に見える形で顕在化し始めたのだ。日本のイメージとは違い米国は世界では嫌われている。イラク侵略戦争は忘れられていない。米国は原理主義的な民主主義を他国に押し付けようとするが、日本が名代になることで、民主主義はグローバルサウスも受け入れやすい多様性のあるソフトな法の支配へと姿を変えた。日本に対する国際社会の高い信頼感が国益に資するのは当然だ。

なお、戦後の日本経済の復興と発展は、東西冷戦の狭間で吉田茂が確立した非武装経済重視の路線、言い換えれば位置取りが当時の国際情勢と合致したことが大きい。日本は、ロシアや中国など社会主義陣営と対峙する最前線で、米国の庇護があったからこそ経済発展に専念できた。しかし、1991年のロシア崩壊で東西冷戦が終焉すると、米国は日本を敵視し始めた。ジャパン・バッシング(日本叩き)が始まり、過度な円高や日米半導体協定による日本の半導体産業潰しが実行に移された。ここに来て米中競合で日本の半導体産業復活を米国が支援することになるとは、何とも皮肉な話だ。戦後の日本経済史は、複雑な利害関係の中での位置取りが重要であることの証左と言える。

(2)中期的には、米国の景気後退への警戒感だ。2022年以降の世界の株式相場を見ると、下の図1、2のように米国だけが不振だ。他は日本も含め先進国、資源国、新興国と軒並みほぼ横ばい圏に留まっている。



※当資料の使用に際し、最終ページの<当資料に関するご留意事項>を必ずご覧ください。

もっと言うと、インフレ抑制の終了や経済再開などで各国の株式相場が上昇しようとするのを、米国の利上げが上値を抑えてきた。そして、シリコンバレー銀行などの破綻もあり銀行による貸し剥がしが始まったことで、やっと今後米国がどのような景気後退になるかの決着がつく可能性が高まってきた。これまで日本は、米国が景気後退になると、それ以上に深く長い、一言で言うと酷い景気後退に陥った。しかし今回は、経済再開、インバウンド、約200万台と想定される自動車の挽回生産を勘案すれば、米国が景気後退になっても日本が道連れにならない可能性が高まっている。これは戦後初めてのことであり、外国人投資家の間で「This time is different」と言われている。この見通しの違いから、国ごとの資産配分(カントリー・アロケーション)において、米国のウェイトを下げ他の国を上げる動きが出ている。日本のウェイトは元々が低かった。それは、過去の統計では、米国が景気後退に陥ると、日本はもっと酷い景気後退に陥るため株価も大きく下がるのが通例だったからだ。しかし、「This time is different」という見通しから、日本のウェイトを引き上げる動きが出ている。この見立てがここ数カ月の外国人投資家の日本株の大量買いの背景にあると見られる。

(3)短期的には2つの期待が株価を支えている。

1つは賃上げだ。今年度はある程度高い賃上げが実現したことで、賃金と物価の好循環が実現する可能性が高まっている。この期待を背景に、日本株に資金流入したのは間違いでない。ただし、これはまだ今の段階では期待だ。賃上げが生産性の上昇に裏付けられていたら、賃上げしても企業収益は増益が確保できるだろう。しかし、そうではなければ、賃上げによるコスト増加で2024年3月期決算は減益となるだろう。そうなるとアクティビストは賃下げを要求するだろう。日銀の植田総裁が、賃金と物価の好循環で、今年ではなく来年の賃上げが重要と発言した意図もここにあると考えられる。タイミングとしては9月中間決算で期待が実現するのかどうか大体の風景は見えてくるだろう。

もう1つは、東証のPBR改善要請から来る自社株買いなど株主還元への期待だ。個別銘柄で見るとこの期待は鮮明だ。最近のニュースだけでも、アクティビストの特別配当の要求を拒否した建設大手O組の株価が急落、自社株買いを発表した大手電機S社の株価が急騰、2024年度は減益見通しだが配当性向200%を発表したことで株価下落を防止したT薬品工業などだ。株主還元への期待は株主総会が集中する5月から6月にかけてピークを迎えるだろう。しかし大事なものは、脱炭素、経済安全保障への備え、サプライチェーン組み換え、DX、など多大な費用が必要な今の時期に、PBR引き上げのための株主還元が正しい選択なのかどうかだ。世界規模の構造変化を前にして、将来の設備投資のための軍資金を社外流出させるのが賢明な選択なのかどうかは、甚だ疑問だ。政府は脱炭素だけで官民で150兆円の投資が必要だと試算を出している。相当数の短期筋の外国人投資家は、株主還元の発表で株価が吹き上げた局面で売却するだろう。短期筋の投資家を儲けさせたところで、会社そのものは何も変わらない。誤った選択はその会社の成長性、ひいては日本の将来に取り返しのつかない禍根を残すだろう。日本企業のガバナンス改革の成果が問われる正念場と見て良いのではないか。

以上、期間の異なる4つの要因が日本株急騰の背景にあると考えられる。このうち長期的な日本の位置取りは構造要因だ。しかし、中期的な景気動向には米国の来るべき景気後退の深さと長さに関して不確実性が残り、短期的には9月中間決算と6月の株主総会までの株主還元で、2つの期待が実現するのかが期待外れになるのかが見えてくる。短期筋の資金は逃げ足が速い。株価が急騰した後だけに、注意が必要だろう。(脱稿 5月22日)。

以上

<当資料に関するご留意事項>

■当資料は、りそなアセットマネジメント株式会社が投資環境についてお伝えすることを目的として作成したものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。■当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。■当資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。また、りそなアセットマネジメントが設定・運用する各ファンドにおける投資判断がこれらの見解に基づくものとは限りません。なお、掲載されている見解は当資料作成時点のものであり、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。また、事前の連絡なしに変更されることがあります。■投資信託は、値動きのある資産を投資対象としているため、基準価額は変動します。したがって、元本を割り込むことがあります。■投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します最新の「投資信託説明書(交付目論見書)」および一体としてお渡す「目論見書補完書面」を必ずご確認のうえご自身でご判断ください。