

最後に残った有望リスク資産、 日本株式

武者リサーチ 代表 **武者 陵司**



武者 陵司氏

40年間にわたって長期低下趨勢にあった先進国長期金利が急騰したことからミニ危機の連鎖が起き始めている。長きにわたってポートフォリオの中核を占めていた債券投資に対するリスクが、一気に表面化した。本邦投資家は日本株式を中核としたポートフォリオの構築を急ぐべきであろう。

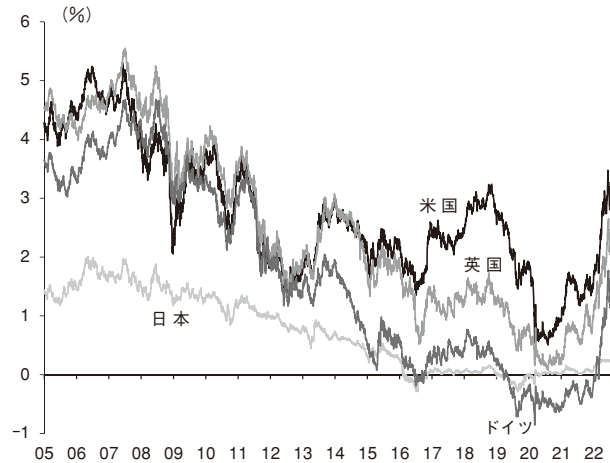
(1) 思い知らされる債券投資リスク

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

今の市場混乱は、長期低下趨勢にあった先進国長期金利が急騰したことから発する。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ーティ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、スターリングポンドの急落、株価急落をともなうトリプル安が起きた。

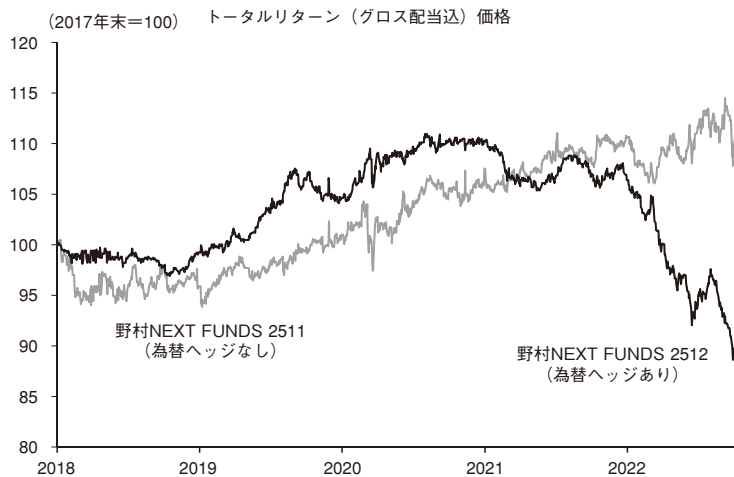
この英国長期金利の急騰を引き起こしたのは年金筋の国債売りである。英国の確定給付型年金では、リスクの高い株式を大きく減らし債券の比率を高める一方、レバレッジを使ってリターンを高める戦略（Liability driven Investment Strategy）がとられてきた。そこに債券価格の急落が襲い、担保価値の急減、追加保証金の発生と売りが売りを呼ぶ連鎖を引き起こした。イングランド銀行は緊急避難策を発動し、国債の緊急買い入れ（事実上のQEの復活）を実施した。さらにトラス首相（10月25日退任）はクワーティング財務相

(図表1) 日米英独の10年国債利回り推移



(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

(図表2) 日本の外債ETF価格推移 (為替ヘッジ付き対ヘッジなし)



(出所) 前田昌孝氏 (元日本経済新聞編集委員) 著の今週のマーケットエッセンシャル 第35号 (9月28日公開) より、ブルームバーグを使用し武者リサーチ作成

の解任と大規模減税の撤回により、危機は収まったが、金利リスクの大きさを思い知らされる事態となった。

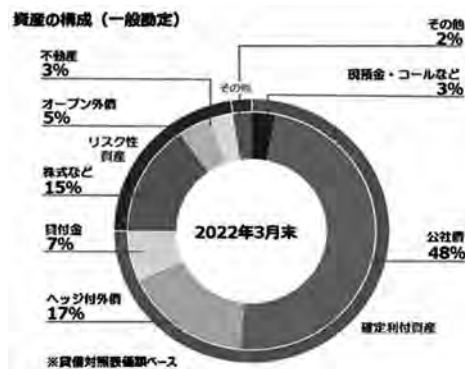
日本でも懸念される機関投資家の外債投資損失、ヘッジ付き投資があだ花に
米国長期金利の急騰による損失は日本の機関投資家においても発生していると推察され

(図表3) 国内生保会社のドルヘッジ比率推移



(出所) 各社決算資料を集計したブルームバーグ記事より、武者リサーチ

(図表4) 第一生命2022年資産運用方針

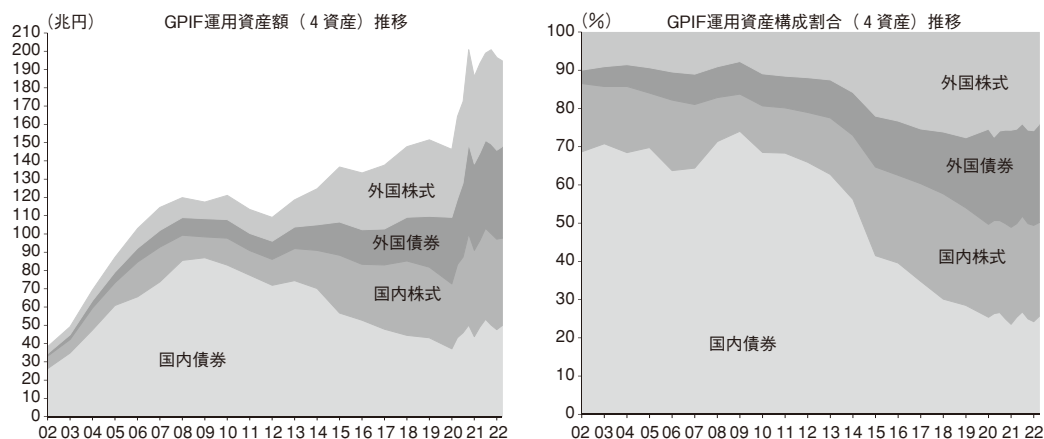


(出所) 第一生命HPより

る。米国長期国債価格は過去1年間で約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2は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。為替ヘッジつきのETF基準価格は、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のヘッジ比率は低下していると推察されるものの、図表3に見るように、4割程度

(図表5) GPIFのポートフォリオの大転換



(出所) GPIF、武者リサーチ

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4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3/4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想定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。

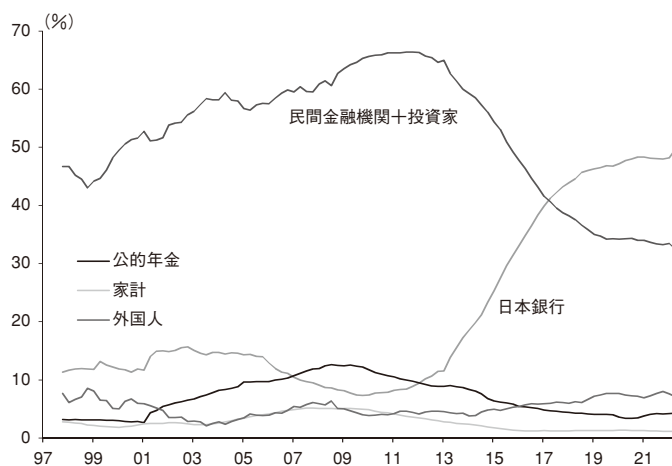
備えるべきは日本国債暴落・・・YCC解除は時間の問題

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。

(2) 焦眉の機関投資家ポートフォリオ大改造、日本株にウェイトを

世界的金利上昇と債券及び為替レートの高ボラテリティを所与のものとするれば外国債券

(図表6) 日本国債の主体別保有比率



(出所) 日本銀行、武者リサーチ

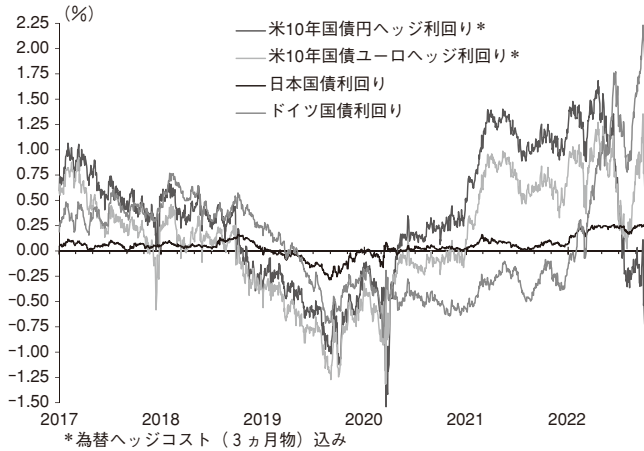
にウェイトを置いていた日本の銀行、生保、年金などの機関投資家のポートフォリオは大改造が必要になってくるのではないだろうか。

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年～2014年の日銀異次元の緩和、GPIFの運用改革以降は外国証券をリターン追及のためのリスク資産の中核に据えてきた。図表5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、運用資産（197兆円）の過半を占めるという良好な果実もたらされた。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、2013～2014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リ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。

しかしこれからも、外国債券、外国株式、日本債券、日本株式各々1/4の構成のままではよいとは限らない。そもそも大幅な円安と為替変動、外国債券と株式の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。

(図表7) ドルヘッジコスト急上昇、米債投資妙味喪失



(出所) ブルームバーグ、武者リサーチ

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。

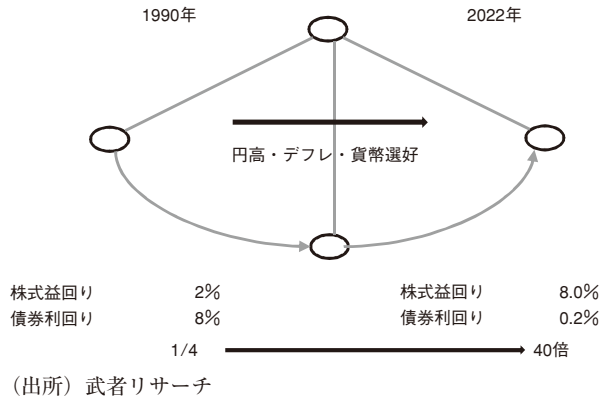
- ①外貨資産は、安定収益を狙うには為替変動があまりにも大きい、また為替ヘッジコストが恒常的に高くなり手が出せなくなっている
- ②日本国内債券の金利リスクはYCCの出口が意識されるにつれ、嫌がおうにも高くなる
- ③バリュエーションと収益モメンタムから見た国内株式の優位性が突出する

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、現実にそぐわず、修正されるべきではないだろうか。

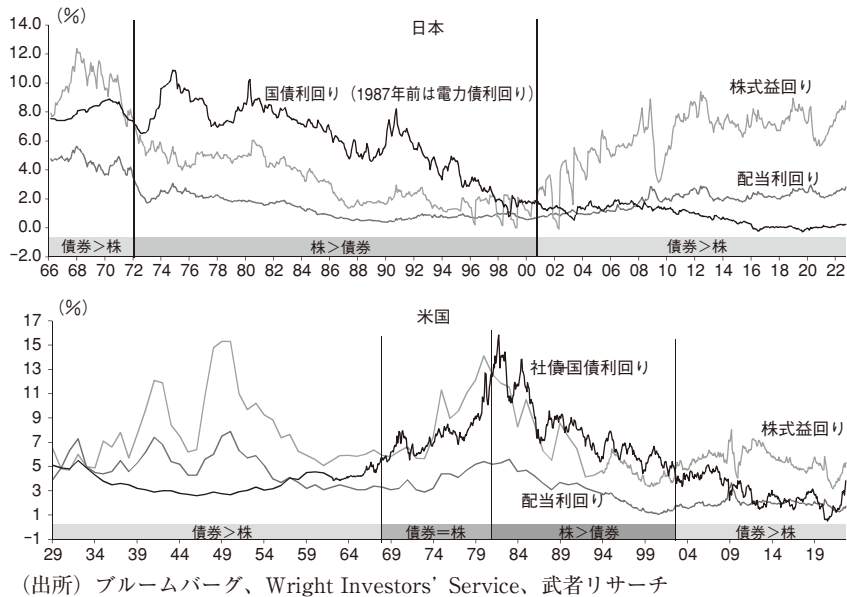
(3) 歴史的な好バリュエーション、ばかげているほどの日本株の割安さ

債券投資リスクが高まっているのとは裏腹に、日本株式はばかげているといえるほど割安である。日本の株式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。図表8に見るように、現在日本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

(図表 8) 株対債券、正のバブルから負のバブルへ



(図表 9) 日米利回り、益回り推移



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と言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り3.2%、なので債券の元本回収に31年を要す。それに対して株式は益回り6%なので回収には17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9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、空前の割安状態である。こうした極端な株式の割安さは、米国株式爆騰前夜の1949、1950年（株式益回り15%、長期金利2.7%）しかなかった。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。

(4) 2023年突出する日本株式の好ファンダメンタルズ

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。第一に日本株式のファンダメンタルズが世界では突出して良好であること、第二に既にみたように日本株式のバリュエーションは、歴史的にも国際比較でみても、著しく割安であること、第三に日本株式に全員参加型の買いが期待されるという、好需給にあること、がその要因である。

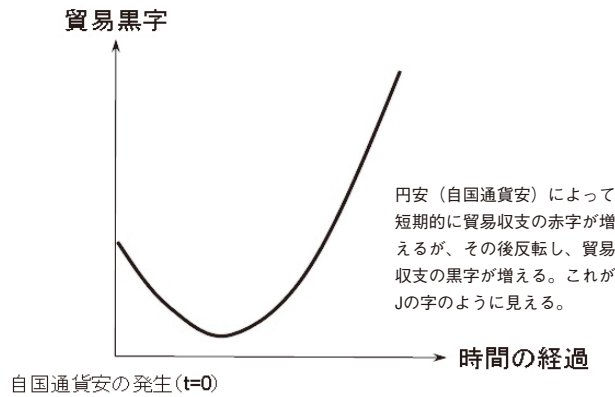
日本経済と企業業績は世界で最も堅調と予想される。2023年の経済見通しは日本が先進国中で最も高くなると予想されている。IMFは10月時点で（米国1.0、ユーロ圏0.5%、日本1.6%）、OECDは9月時点で（米国0.5、ユーロ圏0.3%、日本1.4%）と予想している。日本経済は、①世界的金融引き締めの中で緩和基調が維持されていること、②コロナパンデミックの過剰反応により最も経済の落ち込みが大きく、その反動（リベンジ消費など）が期待できること、③円安のプラス効果が発現すること、等が予想されるからである。

甚大な円安効果、Jカーブ効果の数量増好循環へ

ことに円安の波及効果は甚大となるだろう。これまでJカーブ効果によって、円安のネガティブな面（輸入物価の上昇による購買力の低下）がクローズアップされてきた。しかしこれからは、Jカーブ効果のプラス面、数量効果の好循環が始まる。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。かつての超円高時代の日本では工場は海外に移転され、国内需要は安い中国品に蚕食されたが、これからその逆のことが起きるだろう。日本はスマホ、PC、半導体などで大きくシェアを失ったが、広範な材料、部品、装置などのブラックボックス化できる部分で高い技術競争力を持っている。

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。経済産業省によると個人向け越境ECの販売額は2021年に中国向けが前年比10%増の2兆1,382億円、米国向けが26%増の1兆2,224億円と、米中向け輸出額の約1割に相当している。越境EC支援で国内最大手のBEENOSが持つ国内3千社以上のデータに

(図表10) Jカーブ効果



よれば、2022年1～6月の販売額指数（円ベース）は2020年同期比で8割増えた（日経新聞10月16日）。

またダボス会議を主宰するWEFの調査により、日本の観光開発力が世界最高となった。対日観光客はコロナ禍直前の2019年には3,190万人まで増加し、オリンピックの2020年には4,000万人が確実視されたが、コロナ禍下ではほぼゼロまで落ちこんだ。しかしコロナ禍収束の暁には、信じられないくらい割安感を増した日本へ旅行需要が急増するだろう。中長期的には約15億人の中所得層を抱えるアジアを後背地に持つ日本は、世界最高の観光立国フランスの9,000万人を大きく超えていくだろう。

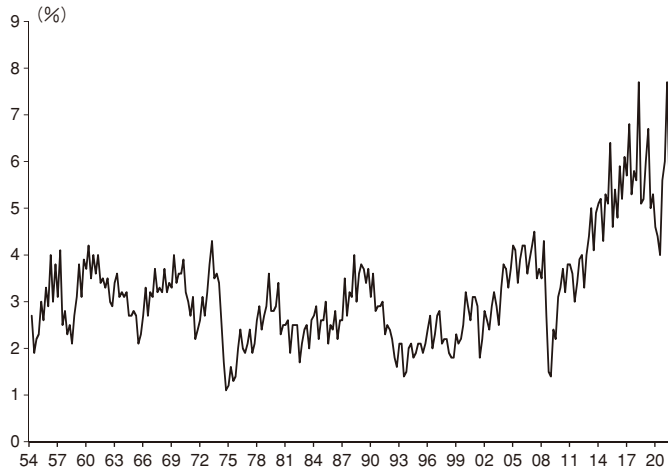
このようにもともと高品質（非価格競争力）である日本商品に価格競争力が加わることの大きな力を軽視するべきではない。この日本への需要集中はまだ始まったばかりであり、これが奔流のように力を増していくことは疑いない。

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%と過去最高水準の伸びとなった。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。

総投資額1兆円に達するTSMCの熊本工場建設も動き始めた。さらにスバルが大泉工場（群馬県）でEV生産棟を新設、ルネサスエレクトロニクスがパワー半導体を製造する甲府工場を更新再稼働、SUMCOが伊万里工場（佐賀県）を増設、住友金属鉱山がニッケル電極材を製造する新居浜工場（愛媛県）を増設、アイリスオーヤマが中国生産を一部国内移管、京セラが鹿児島川内工場で半導体部品製造の新棟を建設、ダイキン工業が中国依存の

(図表11) 日本企業の売上高経常利益率推移



(出所) 財務省、武者リサーチ

サプライチェーンを一部国内移管、キヤノンが宇都宮に半導体露光装置工場を新設、安川電機が福岡行橋にインバーター部品工場建設、等数百億円規模の投資プランが続々動き始めている。

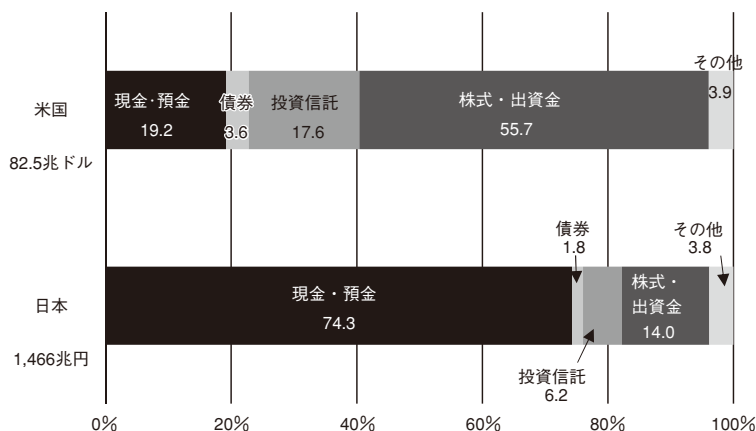
今後円安定着がはっきりするにつれて国内への工場回帰が強まり、投資の伸びはさらに高まるに違いない。雇用面でも経済活動の再開に伴い人手不足感が強まっている。9月短観では人員が「過剰」と答えた企業から「不足」の割合を差し引いた雇用人員判断指数(DI)は全産業でマイナス28と4ポイント低下、先行きもマイナス31とさらなる人手不足が見込まれている。すでに過去最高水準にある企業業績は円安効果もありさらなる上方修正は必至である。

(5) 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)

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%(1,089兆円)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%と言う有利な株式・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

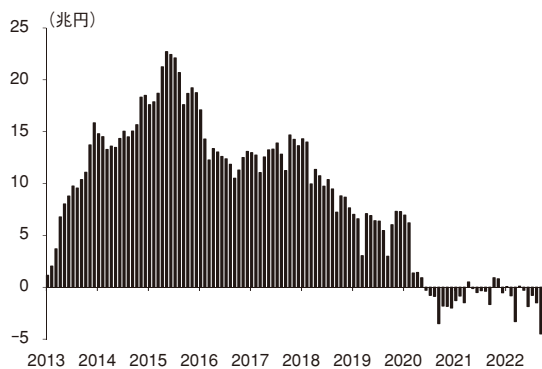
(図表12) 日米家計金融資産構成比比較



(注) 2022年3月末現在、保険・年金・定型保証金を除く

(出所) 日本銀行、武者リサーチ

(図表13) 海外投資家日本株式累積投資額 (2023年以降)

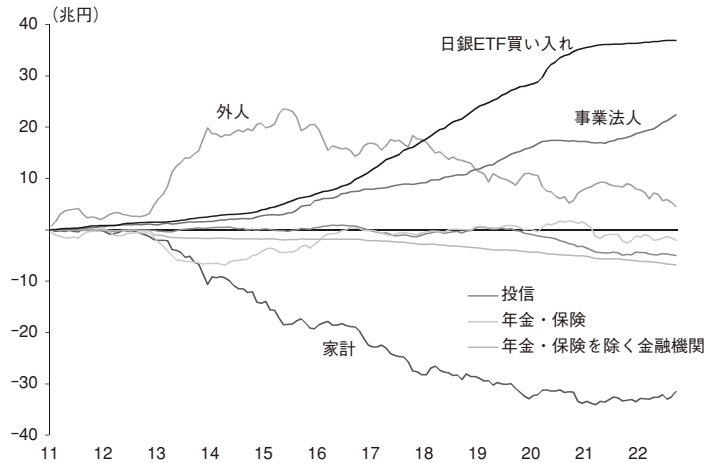


(出所) 財務省、武者リサーチ

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1～6月1.9兆円)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。

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9～10兆円ペースに上ると見られている。さらにアベノミクス時23兆円を買った外国

(図表14) 日本株式投資主体別累積投資額推移



(出所) 東京証券取引所、日本銀行、ブルームバーグ、武者リサーチ

人投資家は2020年にそのすべてを売却しつくし、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。日経平均で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。

