

日本株は業績改善に支えられて 上昇基調を継続

三菱UFJモルガン・スタンレー証券 エクイティリサーチ部

チーフストラテジスト **芳賀沼 千里**



■ 1. 企業業績

2017年下期の日本株は業績改善に支えられて上昇基調を続けるとみる。東証1部上場3月期決算企業（金融除く）は昨年度の減収・経常増益の後、今年度に売上と経常利益が各々前年度比+5.3%、+9.5%と見込まれている（Quickコンセンサス、7月14日時点）。

〈目 次〉

1. 企業業績
2. 長期要因：業界の集約化と過当競争の是正
3. 長期要因：海外事業の拡大
4. 循環的な業績悪化懸念と円高リスクについて
5. 会社予想は保守的
6. 金利低下局面の終焉
7. 長期金利と日本株
8. 外国人投資家の現実

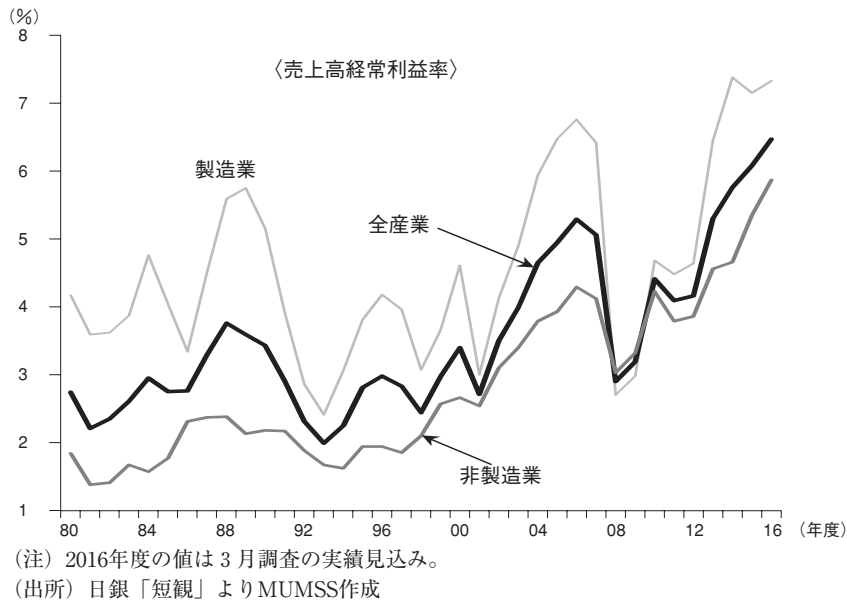
企業業績は良好である。

業績改善には、人件費など固定費削減や循環的な景気回復だけではなく、構造的な要因が寄与しているとみる。日銀「短観」（6月調査）では、大企業全産業の売上高経常利益率が1990年代末から上昇基調に入って、2016年度には6.47%と、1980年度以降で最高水準に達した。製造業が円高の影響を受けて7.33%と、2014年度（7.38%）を小幅に下回ったが、非製造業は5.87%となり、2015年度のピークを大きく更新した（図表1）。

■ 2. 長期要因：業界の集約化と過当競争の是正

業績改善の要因として、国内では上位企業の市場シェア上昇が重要である。企業合併の影響もあり、多くの業界で集約化が進んで、過当競争が是正されているとみる。コンビニエンスストアは上位3社の市場シェアが2006年度の67.1%から2016年度に83.1%に上昇し

(図表1) 日銀「短観」大企業の売上高経常利益率



て、ドラッグストアでは上位10社のシェアが48.3%から73.9%に上昇した。

建設大手4社の売上高は1992年度に8.42兆円でピークをつけ、2016年度も6.75兆円に留まった。しかし、建設大手4社売上高の国内建設投資総額に対する構成比は1980年代の6～8%から13%前後に上昇して、2016年度の経常利益が5,793億円となり、史上最高を更新した。この背景には、大手企業が市場シェアを高め、採算に見合った事業を行うようになったことがあるだろう。

鉄鋼業界は好不況で収益の格差が大きく、日本の鉄鋼大手は2001年度まで循環的な需要悪化局面で赤字決算に陥ったが、リーマン破綻後の世界景気後退期には黒字を維持した。日本では粗鋼生産高に占める大手メーカーの

シェアが2001年の66.2%（4社）から2015年に70.0%（3社）に上昇しており、このことが収益の底堅さに寄与したと考える。

業界の集約化により市場全体の収益性が改善する理由は、多くの業界で上位企業の収益性が高いことであろう。日経小業種分類（業種に属する企業が5社以上の109業種）で見ると、売上高トップ企業の売上高営業利益率が中央値で6.1%と、対象業種の中央値（5.2%）を上回る（2015年度）。収益性に優れた企業が市場シェアの上昇で売上を伸ばすため、業界全体の利益が増えることになる。

業界の集約化が進む過程で、取引慣行などビジネス手法が見直されることも少くない。食品メーカー、卸売、小売業界の場合、1990年代以降、規制緩和などを背景に業界内

で寡占化が進んだため、市場シェアを高めた企業の価格交渉力が強まり、需要縮小にも拘らず、収益性が改善している（日銀「消費関連産業の競争環境と販売戦略：最近の食品関連産業の動向」）。この過程で、メーカーから小売への直接仕入れなど流通経路の短縮化、小売の自社ブランド製品拡充の動き、物流効率化・グループの一括仕入れなどが進展した。

以下の点を踏まえると、今後も業界の集約化が進む可能性は高いだろう。まず、収益を重視する経営者の姿勢である。日本能率協会の調査では、過去4年間、当面の経営課題として、「売上・シェア拡大」という回答の比率が54.9%から33.6%に減少する一方、「事業基盤の強化・再編」という回答の比率が7.8%から20.9%に増加した。大企業を中心に事業売却を経営者がタブー視しなくなっており、国内市場の成熟化の認識が定着する中で、事業分野を見直す企業が増えるとみる。

次に、慢性的な人手不足が集約化を後押しする側面があろう。日本の失業率は2.8%に低下し、有効求人倍率が1.49倍に上昇した（5月）。日銀「短観」の雇用人員判断（過剰不足）は、全規模・全産業で「-25」と（6月調査）、1992年以來の水準である。この環境下で、生産性が低く、十分な賃金を払えない企業は事業を上げたくとも、従業員が集まらないケースが多い。生産性の高い企業は相対的に有利な立場に立てる。

建設業界では人手不足が明確になるに連れて、建設工事の単価が上昇して採算が改善し

た。東京オリンピック開催決定（2013年9月）により他業種に先駆けて2013年頃から有効求人倍率が上昇し、一部で賃金上昇の業績への影響が懸念されていたが、その後、建設大手企業は利益を大幅に改善した。「労働市場の規律付け」が働いたと言える。

最後に、企業の機動的な業界再編を可能とする政策が取られている。企業がスピンオフ（特定の事業を切り出した独立会社化）を行う場合、2017年度の税制改正により、一定の要件を満たすことを条件として、分割法人に移転する資産および負債が帳簿価額で引き継がれ、譲渡損益の計上と課税が繰り延べられ、その株主におけるみなし配当と譲渡益課税が行われないことになる。税制面からも低収益・ノンコア事業の切り離しが容易になると期待される。

■ 3. 長期要因：海外事業の拡大

もう一つの業績改善の要因は、海外事業の拡大であろう。TOPIX500企業を対象とすると、海外売上高比率が30%を超える企業数が5社以上で、その構成比が50%を超える業種は、1990年代後半までは輸送用機器、電気機器、精密機器、機械であった（東証33業種）。しかし、2015年度にはこの4業種に加え、化学、ガラス・土石製品、非鉄金属、金属製品、鉄鋼、その他製品も海外売上高比率30%超の企業の構成比が50%を超えた。経済グローバル化、アジア地域の生産工程分業の進展を背

景に、部品や高付加価値素材で海外売上を伸ばす日本企業が増えている。更に、医薬品や食料品も海外売上高比率が30%を超える企業の比率が増えている。競争力や収益力が優れている企業が、事業の多角化でなく、本業の海外展開を志向している可能性があるだろう。

背景には、アジアを中心に新興国経済が台頭したことがある。1990年代までは日本製品やサービスの消費市場として意味がある地域は米国と欧州の主要国に限られていた。1990年代に入ると、日本からアジア向け輸出が増え始めたが、部品など中間財の比率が高かった。アジア諸国は所得水準が低いため、生産拠点としての役割が大きく、最終的な消費市場は引き続き欧米先進国に限られていた。

しかし、2000年代以降、経済グローバル化と成長重視の経済政策により、アジアの所得水準が大幅に上昇した。中国やタイの一人当たりGDPは過去10年間に各々2,111ドル、3,379ドルから8,113ドル、5,899ドルに増加した(2016年)。中国の一人当たりGDPは日本の1970年代末に相当する水準である。インドやインドネシアも2016年の一人当たりGDPが各々1,821ドル、3,384ドルであり、今後、大きく上昇すると見込まれる。月並みな表現であるが、アジアを中心に新興国の役割は世界の「工場」から「消費地」に変わった。

訪日外国人旅行者は2016年に2,404万人と、東日本大震災の前年2010年の861万人から年率18.7%で増加してきた。外国人旅行者の増大もアジア諸国の所得上昇に支えられてお

り、海外事業を拡大する日本企業の拡がりや共通する面がある。小売業やサービス業も広い意味での海外事業拡大の恩恵を受けていると言える。

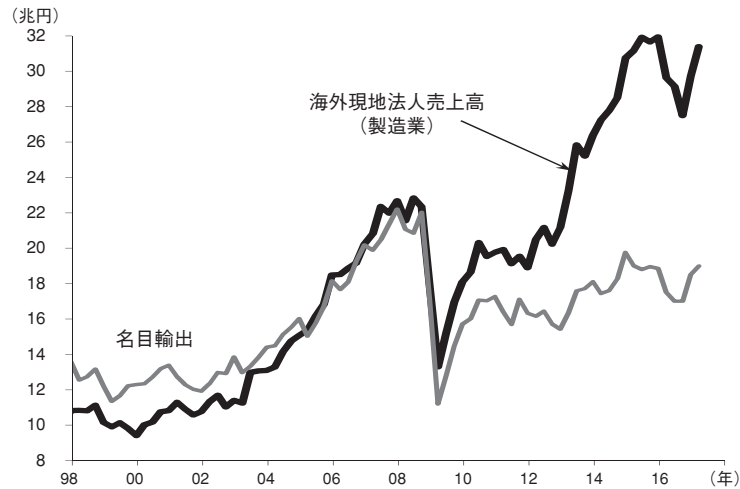
■ 4. 循環的な業績悪化懸念と円高リスクについて

一部にはコスト増加から循環的に業績がピークアウトすることへの懸念が存在する。日本の雇用環境が逼迫しており、小売・サービスや物流など非製造業では人件費上昇が指摘される。しかし、今年度はこの見方が必ずしも当てはまらないとみる。

まず、日本では賃金上昇率が安定しており、全体で見れば、人件費が大幅に上昇するケースは少ない。1996年以降、大企業の人件費(4四半期累計)の増加率は、製造業と非製造業の平均で各々前年比-0.7%、+0.2%、最大で各々3.0%、3.4%である(法人企業統計)。今年の春闘の賃上げ率は1.98%と(連合)、昨年並みであり、2016年を小幅に下回る。売上が2~3%伸びる、或いは、生産性が2~3%改善するならば、人件費上昇は十分に吸収できると考える。

過去、雇用環境が改善した時期に業績が悪化した理由は、人件費より減価償却費の上昇が大きい。景気拡大が長期化するに連れて、企業は積極的な設備投資を行っていたため、しばしば減価償却費が大幅に増加して業績が悪化させた。日銀「短観」によると、大企業

(図表 2) 海外現地法人売上高（製造業）と輸出金額



(注) 各値は四半期ベース。

(出所) 経済産業省、財務省の資料よりMUMSS作成

・製造業は設備投資を1988～90年度に前年度比+18～30%、2004～06年度に同+12～18%増やしたが、2016年度には同+4.3%である。法人企業統計の大企業・製造業では、減価償却費が1991年度、2007～08年度に前年比二桁で増加したが、2016年度は同+5.0%と、小幅な伸びに留まっている。

現在、企業は設備投資をかなり慎重に行っている。その理由として、リーマン破綻後の世界的な景気後退と急激な円高に加えて、日本の人口減少と国内市場の成熟化への認識が定着したこと、投資家・株主との対話を積極化させる中で投資の採算への意識が高まったこと、英国のEU離脱決定や米国のトランプ政権誕生など事業環境に不透明感が強かったことなどが挙げられよう。当面、コスト増加から企業業績が悪化する可能性は低いとみ

る。

もう一つの懸念は、円高による業績下方修正である。弊社のカバー銘柄の為替の影響度を調査すると、全産業（除く金融）で1円の円安につき営業利益は0.65%増加する（対ドル0.54%、対ユーロ0.11%）。海外事業の拡大に連れて、業績の為替感応度が高まり、円安は利益の押上げ要因である。

ただし、日本企業は為替変動が業績に与える影響を抑える事業戦略を取っている。日本の名目輸出額と海外現地法人（製造業）の売上高は、2005～08年には概ね同水準であったが、2016年度は前者が71.5兆円に留まる一方、後者は円高により前年から減少したが、117.8兆円となった（図表2）。

日本企業は国内拠点と海外拠点の役割を明確に分けている。「地産地消」を基本方針と

して海外展開を積極化させており、日本企業の海外事業戦略やコスト構造はリーマン破綻後の世界景気後退局面以降は異なっている。世界景気の回復が続くならば、円高がある程度進んでも、業績が急激に悪化するリスクは低いとみる。

■ 5. 会社予想は保守的

日本企業の業績予想は保守的であるとみる。東証1部上場3月期決算企業（除く金融）の経常利益の2017年度会社予想は前年比+1.9%と、アナリスト予想（同+9.2%）を7.4%pt下回った（本決算発表時点）。日銀「短観」では大企業全産業の2017年度の経常利益計画は同-3.0%と、小幅減益が見込まれている。売上が伸びれば、企業は人件費や減価償却費など固定費を吸収できるため、2000年度以降、増収・経常減益となったのは東日本大震災の影響を受けた2011年度だけである。今年度の為替前提は1ドル=108.9円、1ユーロ=116.8円と、足下の市場レートより円高を想定している（東証1部上場企業）。業績改善の持続への確信が広がるに連れて、日本株は上昇する可能性が高い。

■ 6. 金利低下局面の終焉

今年、もう一つ重要な点は、主要国の1980年代からの金利低下局面が終った可能性である。主要先進国のデイスインフレの背景には、

米ソ冷戦が終わって、旧共産圏・新興国が世界経済に組み込まれ、安い労働力が活用されたことがあろう。しかし、2008年の世界的な金融危機以降、世界貿易が伸び悩んでいる。新興国は経済成長に伴って賃金が大きく上昇したため、その労働力を活用した国際分業の拡大が一巡して、世界的に物価押下げ要因が弱まっているとみる。

米欧主要国では金融緩和策から財政拡大策に景気対策がシフトしている。米国はトランプ政権の経済政策が遅れているが、インフラ設備の老朽化が顕著であり、インフラ投資や減税を中心に積極的な財政政策が取られるだろう。欧州ではドイツが財政均衡化の見通しを受けて、ユーロ経済統合を重視する意味からも2014年から将来の公共投資が増額に転じている。雇用情勢が改善する中で、財政拡大策が取られれば、賃金上昇率は高まるだろう。

日本では雇用情勢が改善しており、概ね完全雇用にあるとみる。過去20年間、賃金を押下げた女性の労働参加に伴うパートタイム比率の上昇と、年功的な処遇・賃金制度の見直しという二つの要因が一巡している。今後、企業が安い賃金でパートタイム労働者を利用することは難しくなろう。安倍政権は働き方改革を進めており、最低賃金については年率3%程度を目途に引上げることを目指している。賃金が緩やかに上昇する場合、サービス価格上昇により日本経済はデフレ脱却に向かうだろう。

デフレ脱却には時間を要する。米国では、

(図表3) 1996年以降の日本株と日米の長期金利



(注) 長期金利は米国が財務省証券利回り、日本が国債利回り。

(出所) 東証、米国FRB、Bloombergの資料よりMUMSS作成

デフレが意識された1950年代後半からインフレが本格化した1970年代まで10年以上が経過しており、この間の1960年代には極めて緩やかに物価が上昇して、「忍び寄るインフレ」という表現が使われた。この経験を踏まえると、昨年後半から債券市場は大きく動きすぎたと言える。ただし、世界的に物価押下げ要因が弱まっており、大胆な金融緩和に支えられた超低金利局面は終わった可能性が高い。

7. 長期金利と日本株

急激な金利上昇はリスク要因だが、物価安定局面では長期金利が上昇しても、株価が大きく下落する可能性は低いとみる。割引モデルに基づけば、リスクフリー金利と言われる

国債利回りが上昇すれば、将来の利益の現在価値である株価は下落することになる。しかし、現実には1970年以降、10年国債利回りが5%以上の局面では債券と株式とのリターンの相関が平均+0.30となるが、5%未満の局面は相関が平均-0.27となる。物価安定・低金利局面では債券が売られて長期金利が上昇するに連れて、株価は上昇している(図表3)。

この関係は日本だけに限らない。米国でも財務省証券利回りが5%以上の局面は債券と株式とのリターンの相関が+0.30となるが、5%未満の局面では相関が-0.20となる。1930年代後半、1950年代後半～60年代前半、2000年代以降、株式と債券とのリターンの相関がマイナスであり、長期金利が上昇すると、株価が上昇する傾向がある。

長期金利が4～5%以上の場合、割引モデルが機能するが、低金利局面では必ずしも当てはまらない。割引モデルでは割引率がリスクフリー金利で決まり、期待成長率は金利と独立して決まると想定しているが、現実にはリスクフリー金利とされる国債利回りは必ずしも期待成長率と独立していないからであろう。将来の景気に楽観的な見通しが広がって、業績の期待成長率が高まれば、長期金利が上昇する。物価が安定して長期金利が低い局面では、割引率はリスクプレミアムの割合が大きく、リスクフリー金利の影響が小さいことが影響していよう。

むしろ、長期金利の上昇観測が広がる際、株価は大きく上昇するシナリオもありえる。インフレ期待が広がる局面や金融政策が引締めに向かう局面は、債券投資が魅力的でない。投資資金は債券市場から流出して、相対的に高いリターンを見込める株式市場に向かうことがある。景気・業績改善の確信が強い場合、この可能性が高まる。日本株では1980年代末の日本の資産バブル期、2000年代中頃の新興国経済の台頭期がその例に当たる。

リスク要因としては、米欧のハイイールド債や新興国ソブリン債の下落に注意したい。原油安が進んだ2016年初の場合、エネルギー企業や資源国の債券が大幅に下落し、投資家がリスク回避的になったことが世界的な株価下落の一因であった。ハイイールド債は足下で堅調であるが、米国の来年以降の利上げ継

続の観測が広がれば、調整する可能性がある。米国企業は株価を重視して、積極的に自社株買いを行っており、2016年も株主総還元性向が100%を超えた。一部の企業は債券や借入で調達した資金を自社株買いに利用しているとみられる。金融引締め観測から米欧でハイイールド債が売られる場合、需給面から米国株が下落するリスクが高まり、日本株にも悪影響を与えるだろう。

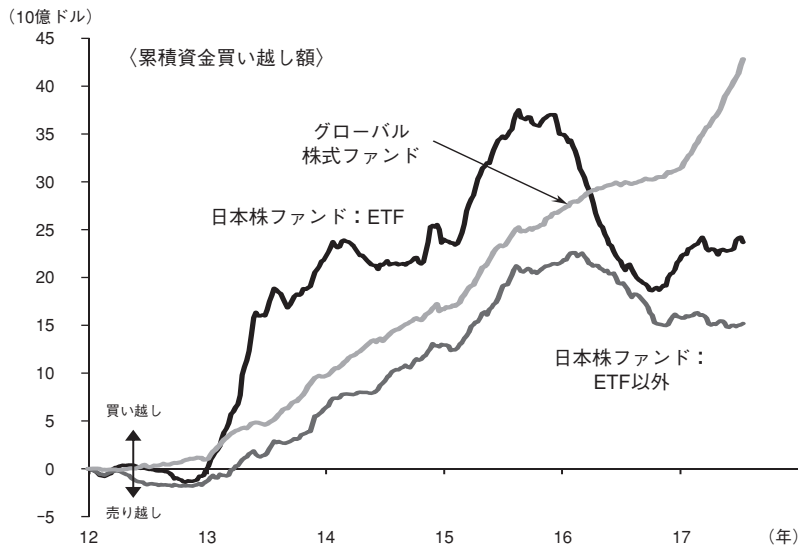
しかし、現状、主要国の中央銀行が慎重に金融政策の修正を進めており、金利上昇を受けて日本株が下落する可能性は低いとみる。

■ 8. 外国人投資家の現実

需給面では、引続き外国人投資家の売買動向が重要である。企業業績を重視する外国人投資家は、これまで業績予想が上方修正されると日本株を買い越して、下方修正されると売り越す傾向があった。しかし、今年3月は業績上方修正にも拘らず、外国人投資家は現物・先物合計で1兆6,822億円売り越した。

背景には、まず、マクロ景気で判断する外国人投資家が増えている可能性がある。ファンドタイプ別にみると、今年3月に外国人投資家はグローバルファンドを通じて買い越す一方、ETFなど日本株特化型ファンドを通じて売り越した。相対的に、前者は個別銘柄の業績を重視するファンドマネージャーの判断が反映されるが、後者は年金基金や富裕層などの判断が日本株の売買に直結しやすい。

(図表 4) 外国人投資家の日本株へのファンド別資金フロー



(注) 対象は日本株で運用する日本籍以外でのミューチュアルファンドとETF。

累積資金買い越し額は2012年初からのネット買い越し額の累積値。

(出所) EPFRの資料よりMUMSS作成

後者は前者に比べて、景気・為替見通しや政治情勢に基づいて投資判断を決める傾向があるとみる。今年前半は、欧州景気が想定以上に回復したため、一部の外国人投資家が欧州株の組入れ比率を上げる一方、米国株や日本株を引下げた模様である（図表 4）。

次に、株価ボラティリティが売買動向に影響した可能性がある。米国を中心に計量的な手法で資産配分を決める投資家が増えている。計量的な手法の外国人投資家は、資産リスクの算出において過去のボラティリティを利用するため、ボラティリティの低い資産の組入れを上げ、高い資産の組入れを引下げることになる。中国が人民元を実質的に切り下げた2015年夏以降、新興国の景気悪化や円

高・ドル安に伴う株価下落により、日本株はボラティリティが上昇していた。

更に、先進国株式ファンドへの資金流入に継続性がない。昨年11月の米国大統領選挙後に巨額な資金が株式ファンドに流入したが、その後、低調となり、今年2月に再び流入したが、フランス大統領選挙のマクロン氏勝利にも拘らず、3月下旬から5月にはネットで流出する週が目立った。欧米においても確定給付型年金の成熟化により、年金基金は資金流出に対応するインカムゲインが重要となるため、債券への資産配分を決めた後、株式を判断する傾向があると考えられる。

外国人投資家の売買動向が読みにくい、欧州景気の回復が市場コンセンサスとなった

こと、日本株のボラティリティが低下していること、今年4月以降、日本株の相対リターンが高いことなどを踏まえると、今年後半、再び日本株を買い越す可能性があるとする。

日本株は年初から狭いレンジで推移してきたが、今年度の二桁経常増益への確信が広がるに連れて、再び上昇するとみる。TOPIXは年内の高値で1,800を越える可能性がある。株価上昇のきっかけとして、2017年4－6月期や7－9月期の決算発表に注目したい。

