

Pictet Global Market Watch

日本経済と株式市場：意表を突いた追加金融緩和

2014年10月31日、日本銀行は追加金融緩和を、一方、年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、運用方針の変更を発表しました。景気回復が勢いを欠く現状では、いずれの発表も大いに歓迎されます。グローバルの資産運用に際しては、日本株の組入れの段階的な引上げを検討する価値があると考えます。

日銀の意表突く追加金融緩和

2014年10月31日、日本銀行(日銀)は予想外の追加金融緩和を決定しました。決定は歓迎はされるものの、効果は限定的と考えます。一方、一段の円安を伴った金融政策は今後数カ月にわたって株式市場の押し上げ要因になるものとみています。

消費税増税の影響

2014年4月1日の消費税率引上げを受け、4-6月期のGDP(国内総生産)成長率は前期比年率-7.1%と大きく落ち込みました(図表1参照)。増税前の駆け込み需要が寄与して1-3月期のGDP成長率が同+6.0%と大幅上昇したことの反動が現れました。一方、足元の経済指標からは7-9月期のGDP成長率の回復が示唆されるものの、4-6月期の減速を勘案すると、穏やかなものに留まっています。公共投資は大幅に増加しており個人消費も持ち直していますが、輸出ならびに企業投資関連の指標は低調です。

7-9月期のGDP成長率は前年同期比ベースでゼロ成長近辺に留まる公算が高く、期待外れの結果となりそうです。消費税増税で景気回復の工程に狂いが生じたというわけではないとしても、家計の実質購買力が低下し構造改革(不評の「第3の矢」)の恩恵が当面期待できない状況では、おそらく、もう一段の金融刺激策が必要だったのではないかと考えます。

もっとも、極めて緩和的な金融状況、企業の増益基調、構造改革の進展、足元の原油価格の急落、外需好転の兆し、増税後の財政拡大等を背景に、2015年のGDP成長率は、潜在成長率(0.75%-1.0%)を僅かに上回る水準に落ち着くことが予想されます。

図表1: 日本の実質GDP成長率の推移

(期間: 2005年1-3月期~ 2014年4-6月期)



出所: ピクテグループのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

ただし、景気の下振れリスクも大きいように思われます。円安に対する外需の反応は、これまでのところ、期待外れです。また、2015年10月には消費税率の10%への再引上げが予定されています。再増税は未だ正式に決定されたわけではなく、安倍首相が先送りを決める可能性は残るものの、来年の歓迎されないリスクとなりそうです。

コア・コア・インフレ率は横這い

消費税率引上げに対して物価が調整された結果、生鮮食品を除くコア消費者物価指数(コア・インフレ率)は、2014年3月の前年同月比+1.3%から5月には同+3.4%に上昇したものの、9月には同+3.0%と若干低下しています。

生鮮食品とエネルギーを除いたコア・コア・インフレ率から更に増税の影響を除いたインフレ率は、大幅に低下しています。

<次ページに続きます>

コア・コア・インフレ率は2013年を通じ、加速度を伴って上昇した後、2014年入り後は横這いに転じており、9月は前年同月比+0.5%と2013年末時点の同+0.7%を下回っています。

受給ギャップは大幅に縮小し、労働市場は相対的に引き締まった状況にあるものの、賃金上昇率のペースはこれまでのところ、一時的なものに留まっています。インフレ率の上昇は、主に大幅な円安に起因するものだからです。このような状況下、追加の金融緩和と一段の円安は、足元の原油価格の急落と同様、大いに歓迎されます。

日銀は、2013年4月、「量的・質的金融緩和」と呼ばれる野心的な金融政策を導入しました。日銀の主な決定事項は、マネタリーベース(資金供給量)を2014年末までに270兆円と2倍に増やすと同時に(図表2参照)、国債の保有残高も2倍に増額するものであり、質的金融緩和については、買入国債の残存期間の延伸と上場投資信託(ETF)ならびにその他のリスク性資産の買入れを行うとするものでした。

追加金融緩和の規模

2014年10月31日、日銀は既に巨額の量的・質的緩和を更に拡大することを決定しました。資金供給量は、これまでの年間60~70兆円から80兆円に増額、国債の平均残存期間はこれまでの7年から7~10年に延伸、ETFならびに不動産投資信託(REIT)の買入れはこれまでの3倍に増額されることとなります。

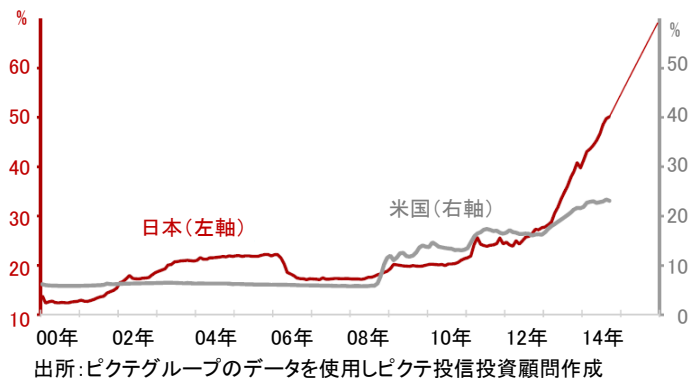
今回の決定の結果、国債の年間買入額はGDPの10%程度に相当する500兆円から同16%程度の800兆円に、一方、月次の買入は、4.2兆円から6.7兆円に拡充されます。

日銀は、追加緩和の決定の理由が、消費税増税と足元の原油価格下落を受けた需要の低迷が物価への下押し圧力を強めていること、ならびに、これまで着実に進んでいたデフレマインドからの脱却が後ずれする可能性があることの二点にあるとしています。

ピクテでは、今秋の追加金融緩和を予想していたものの(2014年6月25日発行の「ピクテ・グローバル・マーケット・ウォッチ、日本経済:海外投資家がみる日本の経済と株式市場」をご参照下さい)、それが量的緩和の期間の延長とETF買入の増額に留まるものと見ていました。

日銀の電撃的な決定を受け、急激な株高と円安が進んでいます。(本稿執筆時の)円相場は1ドル=111.6円となっていますが、今後も円安基調の継続が予想されます。

図表2: 日米のマネタリー・ベース(対GDP比)推移
(期間: 2000年1月~2014年10月)



国内政治情勢の圧力

日銀の決定が意表を突いたのは、10月以降、国内政治を巡る報道が市場の焦点となっていたからです。

2012年末には70%を上回っていた安倍首相の支持率は、2014年7月には50%を割り込みました。このような状況下、首相は10月7日、衆議院予算委員会で、円安が家計ならびに中小企業を圧迫し始めていると発言していますが、これは2016年の総選挙での敗北を回避するため、構造改革のペースを落とすことを示唆しているものとも考えられます。一方、黒田日銀総裁は、同じ日の記者会見で、1ドル=110円に迫る円安は日本経済にプラスであると発言しており、菅官房長官は翌10月8日の記者会見で、黒田日銀総裁の発言と自身の見方に温度差はない旨、発言しています。

安倍政権は9月3日、5名の女性議員を主要ポストに据える内閣改造を行っていますが、その一人が故小淵元首相の次女で経済産業相に抜擢された小淵優子議員です。女性議員の登用は、女性の労働参加を促す構造改革(「第3の矢」)に沿ったものとして歓迎されましたが、政治資金乱用を追及され、10月20日、松島元法務相と共に辞任を余儀なくされました。

<次ページに続きます>

年金積立金管理運用独立行政法人 (GPIF)

年金積立金管理運用独立行政法人(GPIF)は、1.1兆ドル規模の年金資産を運用する世界最大の年金基金ですが、従来の資産配分は、日本国債の目標組入比率を60%とする極めて保守的なものとなっていました。GPIF改革の推進論者である元日銀バンカーの塩崎議員が9月の内閣改造で厚生労働大臣に任命され、GPIF改革を任されています。GPIFは10月31日、黒田日銀総裁が量的金融緩和の拡大を発表した直後に運用比率の変更を発表しました。具体的な数字は事前に漏れていたものの、GPIFの発表は、市場心理を一段と改善させました。新しい組入れ比率では国内株式の目標比率を従来の12%から25%に引き上げていますが、最も印象的な変更は、国内債の比率引下げと海外株式ならびに海外債券の比率引き上げにより、海外証券の組入を合計40%としたことです。GPIFの運用改革が国内株式市場のプラス要因となることは明らかです。GPIFは日本の年金資産の約70%を運用しており、GPIF以外の年金基金がGPIFと同様の基準を採用することが予想されるためです。もっとも、新しい運用計画が実行に移されるには2015年4月を待たねばならず、国内株式の6月末時点での組入れが目標組入比率のレンジの上限に近い17%程度に上昇していることから、市場への資金流入が目先急増する公算は低いと考えます。10月月間の国内株式ファンドへの資金の大量流入は海外投資家の買いによるものではないことから、国内投資家の資金の入れ替えが既に進行しつつあることが示唆されます。

ドル・円為替レートとTOPIXの相関

TOPIXの年初来のリターン(配当込、現地通貨ベース)は、10月31日の急騰後の時点でも、S&P500種株価指数のリターンを6.6%下回ります。TOPIX出遅れの主な要因は年初の市場の低迷であり、2013年下半期の平均リターンがS&P500種株価指数とほぼ同水準にあったことです。一方、円の実効為替レートは過去30年で最も低い水準にあり、日本経済の競争力の主な源泉となっています。ドル・円レートとTOPIXの相関率は2012年11月から2013年12月にかけて50%程度と強い正の相関を示しています。両者の相関は2014年上期には若干低下したものの、下期には再び上昇して足元34%程度となっています。追加金融緩和は円の下押し圧力となり、株式市場の支援要因となる一方、日本は発電用の天然ガスをドル建てのスポット価格で輸入していることから、円安は貿易収支の悪化につながります。足元の原油価格の急落を勘案すると日銀の発表は絶妙のタイミングで行われたと言えそうですが、長期的な観点では、

電力制度改革と原子力発電所の一部再稼働を含む構造改革の実行を進めるよう、当局への圧力が増すこととなりそうです。

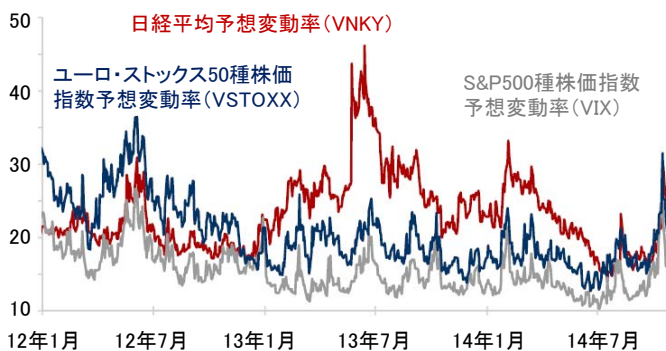
バリュエーションならびに企業利益率の改善

日本の株式市場の配当利回りは1.9%程度と米国の配当利回りと肩を並べます。一方、TOPIXの12カ月先予想ベースの株価収益率(PER)は13.4倍と欧州市場のPERに並び、S&P500種株価指数の15.6倍を下回って、バリュエーション(投資価値評価)面では割安です。2015年の予想利益成長率は日本企業と欧州企業が13%と、米国企業の10.5%を上回ります。また、2014年予想ベースの株価純資産倍率(PBR)は、欧州の1.7倍、米国の2.5倍に対し、日本は1.2倍と、その他の先進国との比較で割安感が際立ちます。このような状況は、収益性格差で説明することが可能です。日本企業は構造的な理由で自己資本利益率(ROE)が低く、足元8.4%程度とS&P500種株価指数構成企業の14.4%の半分程度に留まっています。もっとも、ROEが2年にわたって低下基調を示す欧州企業とは異なり、改善基調を辿る日本企業のROEは2007年のピークに迫っています。「第3の矢」の一部を成す構造改革には法人税率の引き下げが含まれており、このことも市場の支援要因です。

2013年上期から2014年上期末にかけての期間を見ると、予想変動率(ボラティリティ)で測った日本市場のリスクは、構造的な理由で他の先進国を大きく上回っていたものの状況は一変し、2014年下期以降、日経平均予想変動率(VNKY)はユーロ・ストック50種株価指数予想変動率(VSTOXX)と連動しています(図表3参照)。

図表3: 日・米・欧の株価予想変動率の推移

(期間: 2012年1月~2014年10月)



出所:ピクテグループのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

<次ページに続きます>

グローバル運用における 日本株の組入比率引上げ

日本では、労働力、労働市場規制、国際競争力、年金、医療制度、自由貿易協定と農業など様々な分野で構造改革が進行中です。例えば2014年10月19日から24日にかけては環太平洋戦略的経済連携協定(TPP)首席交渉官会合が開催されました。TPPの締結と同様、日本の改革は時間を要します。日本政府と日銀の緊密な連携は、政府が改革を実行するための猶予期間を提供するという意味でも重要だと考えます。

日銀の追加金融緩和が意味しているのは、一段の円安と、輸出や海外事業展開を通じた企業の増益をもたらす緩和的な金融政策が主要なリスク要因であり続けるということです。

日本の株式市場は過去の水準との比較でも、米国市場や欧州市場との比較でも割安に思われますが、利益率の改善局面が終了したようには思われません。また、GPIFは改革に続き国内債券から国内株式への資産入れ替えを着々と進めることが予想されます。日本株投資に伴うリスク水準はこれまで以上に良好です。

インフレ、金融政策、財政政策ならびに企業循環は、「日本株式会社」をけん引する主要なマクロ経済要因であり、日本が将来、世界標準の経済成長とインフレ環境を享受するための必須要因です。進行中の構造改革は日本の転換を確実なものとするための鍵となり、日銀の金融政策は政府の前進に猶予期間を提供します。日本は世界3位の経済大国であり、日本の株式市場は英国市場に匹敵する世界3位の株式市場です。先進国株式投資の国別配分では日本の組入を段階的に引上げていくことが好ましいと考えます。

※将来の市場環境の変動等により、当資料記載の内容が変更される場合があります。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証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き作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。