

ストラテジーブレティン (281号)

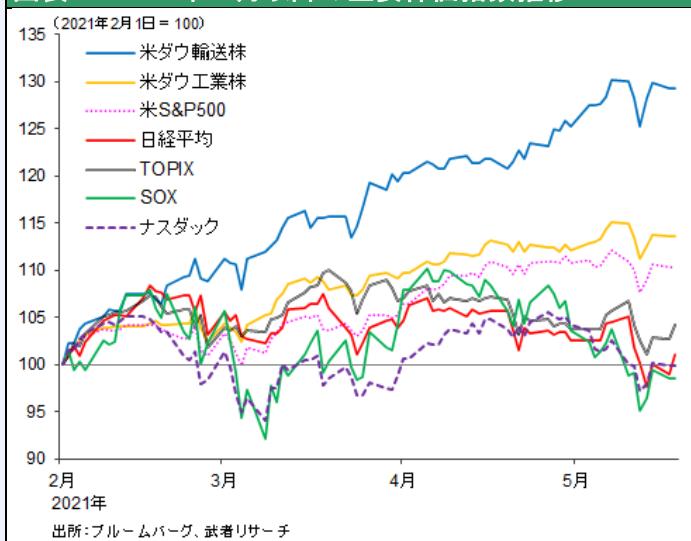
ポストコロナ世界経済回復視野に、日本株が再度注目スポットに

米国で進行するセクターローテーション、先駆株の調整

ナスダック、フィラデルフィア半導体株指数などの急ピッチの調整が起き、先週(5月10日～14日)世界株式のセルオフが勃発。日経平均は5月11、12、13日の三日間で2300円、7.7%の暴落となり、年初水準の27358円まで低下、年初来の値上がり(昨年末比11.9%上昇)をすべて吐き出した。もつともSQ明けの14日(金)には636円高となった。

この間米国株式は、S&P500やダウ工業株の下落は高値から4.4%にとどまり、週末の13、14日には下落幅の半分以上が取り戻されている。本格的調整が始まったわけではなかったようである。過去1月の年市場を先導したインターネットプラットフォームや半導体などハイテクセクターの調整が、長期金利の上昇とインフレ懸念を契機に起きたという、テクニカルな側面が強いと思われる。図表1に見るようにコロナ後の米国株価上昇を牽引したコアハイテク株(いわゆるグロス株)は2月以降調整が続いている。しかし他方で景気回復を期待した景気敏感セクター(資源、運輸、金融、素材)は上昇率が加速しており、リード役交代により株式市場全体は上昇基調を続けているといえる。

図表1: 2021年2月以降の主要株価指数推移



FRBの示唆、投機色強いがバブルではない

ゲームストップに絡んだ個人投資家アプリ、ロビンフッドを巡る投機と株価乱高下、ファミリーファンド、アルケゴスの破綻と金融機関での巨額損失、仮想通貨急騰劇など、市場が投機化している兆候はそこそこに見られる。FRBは5月6日に金融安定性レポート(Financial Stability Report)を発表し、景気回復、投資意欲が高まる中、オンライン取引による個人投資家の台頭、ヘッジファンドの資金調達を巡る不透明性など、資産価格に関してリスクが増大しているとの認識を示した。(ただ株式PERは22倍と過去最高レベルにあるが、益回りと10年国債利回りの差 yield spread は5%とほぼ過去平均値にあると指摘、バブル化していないと暗示している)。また米ダラス地区連銀のカプラン総裁は経済の回復ペースの予想以上の速まり、市場の不均衡の高まり、により早めに金融緩和縮小議論を始めるべきと述べた。こうしたFRBからのリスクシグナルも(意図的かどうかは不明だが)、市場の投機にブレーキをかけたものと見られる。

株式会社 武者リサーチ

代表

武者 陵司

代表電話 (03) 5408-6818

E-mail: musha@musha.co.jpwww.musha.co.jp

〒105-0021

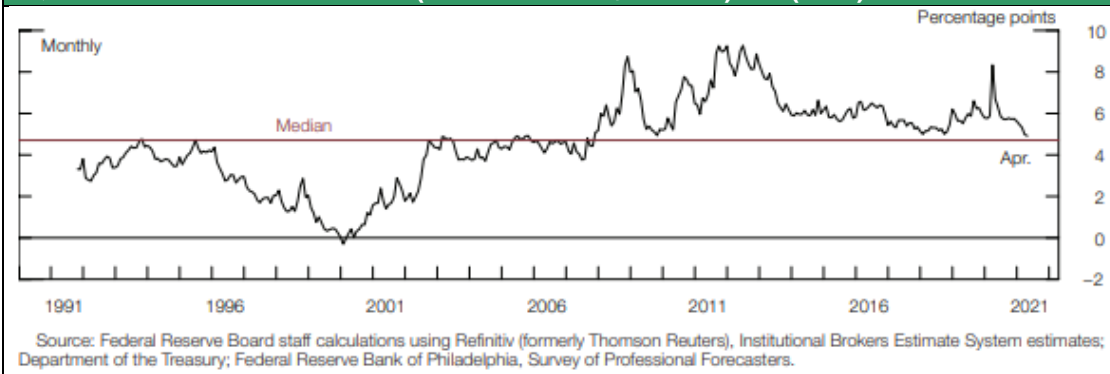
東京都港区東新橋2-18-3

ルネパルティーレ汐留901

図表 2: 米国 PER 推移 (FRB)



図表 3: 米国イールドスプレッド(益回り-10年国債利回り)推移(FRB)



乱気流に巻き込まれた日本株

日本株は2月16日に日経平均30700円とバブル後の最高値を付けて以降ほぼ3か月にわたって低迷し、この間の下落幅は10%と台湾と並び世界最大になった。日本のコロナ対応の稚拙さ、意気消沈する国民世論を見るとそれも当然とも思えてくるが、日本株のパフォーマンスの悪さも、主に需給要因によるものであろう。GPIF等国内の年金マネーは、昨年来の株価急騰により株式比率が急速に高まり、リバランスのための株式売却を迫られていた。年金売りで見られる信託銀行の株式純売却は2月、3月、4月第一週の累計で2.5兆円に達した。その地合いの悪さに加えて日銀の日経平均連動ETFの購入停止などが打ち出され、投機筋の餌食にされてしまった。日本株は再度世界で最も投機的市場に逆戻りしたわけだが、それは2020年11月～2021年2月に実現した世界最速の値上がり(3か月強で32%の値上がり)、が求める相応の日柄および値幅調整であったともいえる。

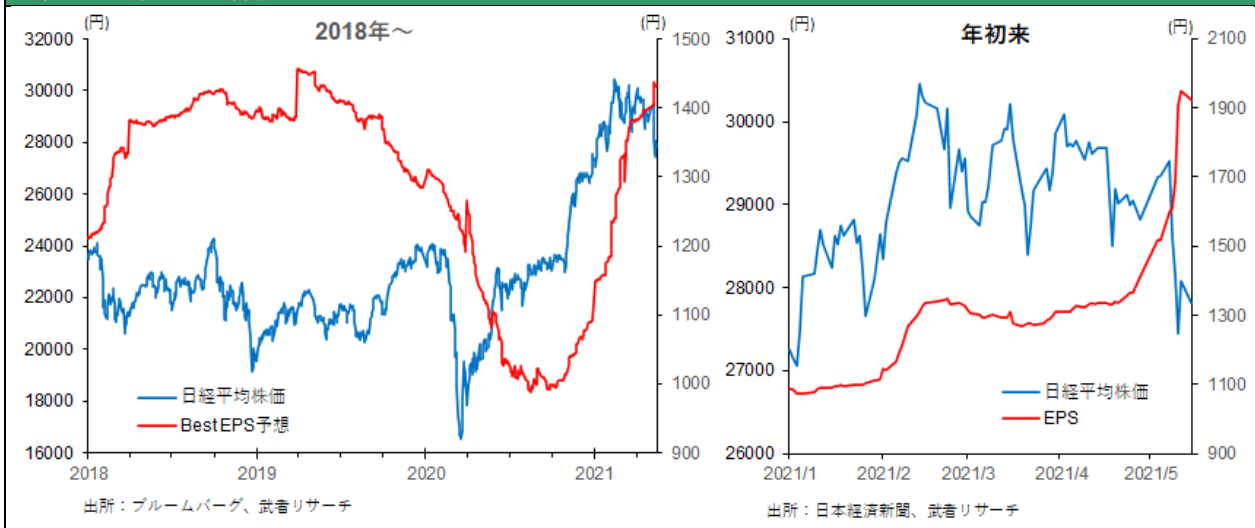
4月第二週以降年金売りの一巡に加え、下落を待っていた個人投資家の大幅買い越しが目立っている。国内勢の買いに日本株をアンダーウェイトしてきた海外勢も同調すると思われ、再度日本株式のキャッチアップラリーがみられるのではないかと。

投資対象としての日経平均に疑問が投げかけられている。日銀の日経平均連動ETF購入停止、特定銘柄の過度の影響力(バンドワゴン効果)を減殺するための日経平均計算方法変更の検討などにより、日経売りTOPIX買いのポジションが人気になっている。しかし日本株ETFの主流が日経平均であることに変わりはないだろう。TOPIXも東証の市場改革でどうなるかは不透明、日本株式を先物やオプションなどでトレードする場合、やはり日経平均が主流とならざるを得ないだろう。今後予想されるインデックス主体の日本株買いに際しては、再び日経平均に資金流入が起きると思われる。

EPS急進、日本株PER急低下、今年一番の買い場に

日本株は製造業の割合が5割と高く、世界的景気回復の恩恵を最も強く受ける国の一つと言える。特にこのところの世界景気回復を背景にした商品市況ブーム、および円安が上方修正要因になってこよう。3月日銀短観の際の前提為替レートは対ドル106円、対ユーロ122円であり、この前提が円安にシフトすれば、相当の増益要因になる。3月末以降5月14日までに日経平均EPSは1300円から1950円へとほぼ5割上昇しており(ソフトバンクの投資評価益の寄与が大きいが)、10%の株価下落によりPERは23倍から14倍台に急低下、割安感が強まっている。今年一番の買い場が訪れているのかもしれない。

図表 4: 日経平均 株価と EPS



円安トレンドが定着するか

2021年以降の日本経済と株式を展望するうえで、円安トレンドが定着するかが重要である。

円安こそ日本のデフレ脱却を決定的にし、日本経済を停滞から脱出させる切り札だからである。そしてその可能性は大きくなっている。

米中対決が決定的になる中で、現代の石油ともいえる半導体及びハイテク機器の供給を韓国、台湾、中国の3か国にほぼ全面的に依存していることが、米国はじめ自由主義諸国にとって大きなリスクとなっている。韓台中は米中敵対時代においては、潜在的係争地であり、ひとたび騒擾が起きればハイテク製品供給が遮断される。この3か国に対するハイテク生産依存を変えないことには、中国と事を構えることもできない。

グローバル・サプライチェーン再構築の受益者日本

どうすればこの3国依存のハイテクサプライチェーンを変えられるか、そのカギは為替にあると言っていいだろう。なぜこんなことになったのかだが、遠因は米国による日本叩き、超円高が韓台中の競争力を過度に高めてしまったことにある。安全なハイテクサプライチェーンを再構築するには、半導体等ハイテク生産を米国および東アジアの中での安全地帯、日本に回帰させることが必要である。米国など自由経済圏諸国にとっては、対円及び対ドルで韓国ウォン高、台湾ドル高、人民元高が望まれるところである。

韓台中の貿易黒字バブル、いずれ通貨高で解消に向かおう

他方韓国・台湾・中極の3か国においても、自国通貨高を余儀なくされる事情がある。産業競争力が強いのに割安な通貨水準が維持されてきたため、大幅な貿易黒字が積み上がり、それが不動産バブルを引き起こしている。バブル崩壊前1980年代の日本と類似している情勢と言える。

本来大幅な黒字(=余剰貯蓄)を使って内需振興を図ることが望ましいが、消費は低迷し余剰資金がもっぱら不動産に向かっている。結局韓台中3か国は1980~90年代の日本と同様に、バブル抑制のために金利を上げ、その結果自国通貨高を甘受することになるだろう。それはとりもなおさず円安進行と言うことになる。

年初来円独歩安の様相である。ことに貿易市場で競争している、韓国ウォン、台湾ドル、人民元のいずれに対しても2020年の高値から15%前後の下落になり、対米での8%の下落を大きく下回っている。その背景には地政学的要因も影響しているのではないかと。

2021~22年、企業利益急進は見えている

これが定着すると、日本を痛めつけた円高デフレの悪循環が完全に終わり、円安インフレの好循環が始まる。日本経済の風景は一変する。日本の物価は一段と安くなり、製造業・観光業の競争力が高まる。ポストコロナでは割安で魅力度を増した日本にアジア人観光客が殺到する。ポストコロナの輪郭がはっきりする秋口には、日本企業利益率急伸が展望できるだろう。

著作権表示©2021 株式会社武者リサーチ

本書で言及されている意見、推定、見直しは、本書の日付時点における武者リサーチの判断に基づいたものです。本書中の情報は、武者リサーチにおいて信頼できると考える情報源に基づいて作成していますが、武者リサーチは本書中の情報・意見等の公正性、正確性、妥当性、完全性等を明示的にも、黙示的にも一切保証するものではありません。かかる情報・意見等に依拠したことにより生じる一切の損害について、武者リサーチは一切責任を負いません。本書中の分析・意見等は、その前提が変更された場合には、変更が必要となる性質を含んでいます。本書中の分析・意見等は、金融商品、クレジット、通貨レート、金利レート、その他市場・経済の動向について、表明・保証するものではありません。また、過去の業績が必ずしも将来の結果を示唆するものではありません。本書中の情報・意見等が、今後修正・変更されたとしても、武者リサーチは当該情報・意見等を改定する義務や、これを通知する義務を負うものではありません。貴社が本書中に記載された投資、財務、法律、税務、会計上の問題・リスク等を検討するに当たっては、貴社において取引の内容を確実に理解するための措置を講じ、別途貴社自身の専門家・アドバイザー等にご相談されることを強くお勧めいたします。本書は、武者リサーチからの金融商品・証券等の引受又は購入の申込又は勧誘を構成するものではなく、公式又は非公式な取引条件の確認を行うものではありません。本書および本書中の情報は秘密であり、武者リサーチの文書による事前の同意がない限り、その全部又は一部をコピーすることや、配布することはできません。