

2015年3月2日

 三井住友アセットマネジメント  
 シニアマネージャー 市川 雅浩

## 市川レポート (No.21)

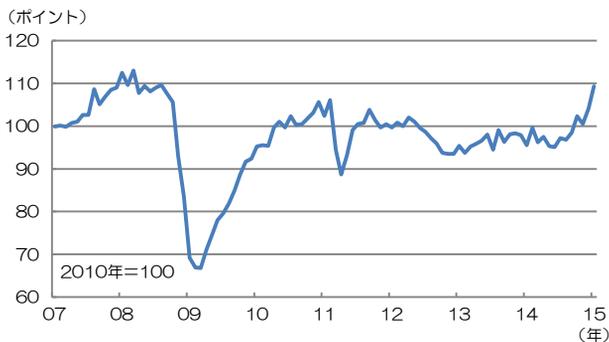
## 世界の株式市場を俯瞰する (その2: 日本編)

前回のレポートでは、足元で主要株価指数が総じて堅調に推移しているのは過剰流動性相場の影響が大きいというお話しをしました。大方の予想通り米国で年内に利上げが開始されても、市場の大きな混乱は回避されると思われ、世界的に極めて緩和的な金融環境が続くとみています。ただ株価は先進国や新興国でいくらか割高な水準に達しつつあるため、今後の相場展開を考える上では、個々の市場を取り巻く材料を整理しておく必要があります。そこでここからは主要国・地域に目を向けて、それぞれの株式市場の現状を分析するとともに、今後の見通しについて解説して参ります。今回のレポートでは日本株に焦点を当てます。

## 日本経済は輸出がけん引役となり回復基調を取り戻す見通し

はじめに日本のマクロ環境を確認します。日本経済は輸出の緩やかな伸びがけん引役となり、回復基調を取り戻すと思われます。輸出はここ数年の円安進行にもかかわらず長く低迷を続けてきました

【図表1：実質輸出数量】



(注) データ期間は2007年1月から2015年1月。  
 (出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

が、これは企業が過去の円高局面において生産拠点を海外に移転したことによる構造要因が影響していると思われます。しかしながらここに来て円安の恩恵がようやく数量ベースに表れつつあります(図表1)。1月の鉱工業生産は前月比で2カ月連続の増加となり、緩やかながらも持ち直しの傾向が確認されました。輸出数量の増加により、生産活動の更なる拡大につながれば、企業収益の改善、株高という連想が働きやすくなります。個人消費については1月の消費統計で足踏みが続いていることが明らかになりました。ただエネルギー価格の低下による実質購買力の改善や、春闘で大企業中心に名目賃金の引上げ

が期待されることなどを勘案すると、春先以降に個人消費の回復もある程度期待できるのではないかとみています。そのため2015年度の実質GDPは前年度比で1%台前半の伸びに達すると予想します。

## 超緩和的な金融環境のなか、公的マネーの継続的な流入が見込まれる

次に当局の政策について確認します。日銀は現在、マネタリーベースが年間約80兆円相当のペースで増えるよう、長期国債や上場投資信託（ETF）などを買入れる「量的・質的金融緩和」を実施しています。そのため日本の金融環境も極めて緩和的で、一般にリスク資産への投資が行われやすい状況にあります。公的年金資金を運用する年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）もリスク資産への投資を増やしており、2014年12月末時点における国内株式への資産配分は19.8%と、2014年9月末の17.79%から増加しました。3か月間で2兆円近く買い増したとみられていますが、GPIFは基本ポートフォリオにおける国内株式の資産配分を25%としていますので、まだ買い余力があると思われるます。

さらに国家公務員の年金資産を運用する国家公務員共済組合連合会は2月25日、国内株式の資産配分を現行の8%からGPIFと同じ25%に引き上げると発表しました。地方公務員の年金を運用する地方公務員共済組合連合会と、私立学校の教職員の日本私立学校振興・共済事業団も同様の引き上げを行うとみられており、3共済が国内株式を25%に引き上げた場合、買い増し額は3兆円を超える規模になるとみられています。このように日本では超緩和的な金融環境のもと、公的マネーの継続的な株式市場への流入が見込まれています。

## 企業業績は良好な見通して、余剰資金の積極活用の動きも目立つ

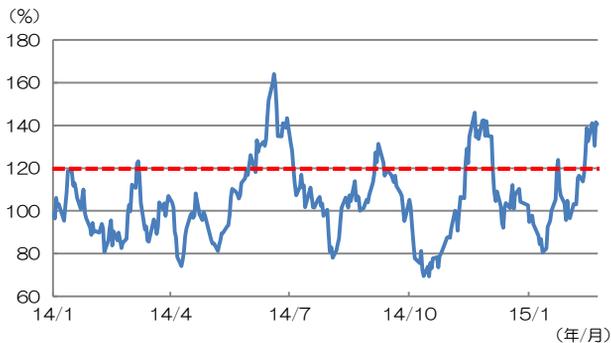
このように政策面と需給面は日本株の追い風となっています。次に企業業績に目を向けてみると、上場企業の経常利益は2015年3月期通期で7年ぶりに過去最高益を更新する見通しとなっています。原油安の影響により石油や総合商社で業績の下方修正が目立つ一方、円安の恩恵を受け自動車・部品、電気機器の増益が顕著となっており、これが全体の利益押し上げにつながっています。

また稼いだ利益をどのように使うのかも注目すべきポイントです。現在、上場企業全体の手元資金は100兆円近くに膨らんでいますが、最近では余剰資金を積極的に活用する動きがみられます。配当や自社株買いは2014年に12兆円を超えた見通して、このところ大手商社による海外M&Aや、大手不動産会社の設備投資などの報道もみられるようになりました。これらは経営効率を重視する海外投資家にとってポジティブな材料になると思われます。

## 海外投資家の関心も高まっているが、短期的な相場の過熱感も強まる

海外投資家は、日本の株式市場において投資部門別で最大となる60%超の売買シェアを有し、株価形成に大きな影響力を持っています。最近の動きをみると、2月第3週（16～20日）に現物と先物の合計で約1.1兆円を買い越し、足元の株高のけん引役となっています。海外投資家の日本株への関心が高まっている様子も窺えますが、その結果、短期的に相場の過熱感がやや強まっています。東証1部の値上がり銘柄数を値下がり銘柄数で割って算出する騰落レシオ（25日移動平均）は2月27日時点で140.57%と、「買われ過ぎ」の目安とされる120%を大きく上回っています（図表2）。そのためこの先、いったん調整売りにおされる場面も想定しておくべきかと思えます。

【図表2：東証1部の騰落レシオ】



(注) データ期間は2014年1月6日から2015年2月27日。  
 (出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

【図表3：米国株と日本株の予想PER】



(注) データ期間は2014年1月6日から2015年2月27日。  
 (出所) Bloomberg L.P.のデータを基に三井住友アセットマネジメント作成

次に予想株価収益率（PER）という指標を用いて株価の水準について考えてみます。これは株価を1株当たり予想利益で除したもので、数値が高いほど利益に比べ株価が割高、逆に低いほど株価が相対的に割安であるとされます。日米の株価を予想株価収益率（PER）で比較してみると、2015年2月27日時点においてS&P500種株価指数は約17.8倍、東証株価指数（TOPIX）は約16.7倍です（図表3）。年初来最高値を更新している日本株ですが、米国株との対比では割安と解釈することができます。

## 官民一体で成長への取り組みを維持できるかが株価の方向性を決めるカギ

最後に日本株の見通しについてまとめておきます。TOPIXは約7年ぶりに1500ポイント台へ戻り、

日経平均株価も約15年ぶりの水準に回復しました。しかしながら1989年のバブル期につけた最高値（TOPIXは2,886.50ポイント、日経平均株価は38,957円44銭）を依然として大きく下回っており、過去最高値を更新している欧米の主要株価指数に比べると、本格的な株式市場の回復はまだ道半ばということになります。

しかしながらここ数年で日本の株式市場を取り巻く環境は大きく好転してきました。アベノミクスなど当局の政策だけに頼ることなく、企業自身が経営効率化や成長投資に動き始め、コーポレート・ガバナンス（企業統治）強化への取り組みもみられるようになりました。官民一体となって成長への取り組みを維持できるかが、今後の株式相場の方向性を決めるカギになると思われます。

市場では2015年末における日経平均株価の水準について、20,000円を超える予想も増えてきました。一般に株価の高い変動性を考慮すれば、ここから一本調子の上昇が続くとは考え難く、年内を展望しても様々なリスク要因に株価が高下する展開は十分に考えられます。ただその局面を経て、当局や企業の姿勢が市場に改めて高く評価されるなかでは、日経平均株価が中長期的に節目となる20,000円に達することは、それほど驚くべきことではないと思われます。

- 当資料は、情報提供を目的として、三井住友アセットマネジメントが作成したものであり、投資勧誘を目的として作成されたもの又は金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。
- 当資料に基づいて取られた投資行動の結果については、当社は責任を負いません。
- 当資料の内容は作成基準日現在のものであり、将来予告なく変更されることがあります。
- 当資料は当社が信頼性が高いと判断した情報等に基づき作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。
- 当資料に市場環境等についてのデータ・分析等が含まれる場合、それらは過去の実績及び将来の予想であり、今後の市場環境等を保証するものではありません。
- 当資料にインデックス・統計資料等が記載される場合、それらの知的所有権その他の一切の権利は、その発行者および許諾者に帰属します。
- 本資料の内容に関する一切の権利は当社にあります。本資料を投資の目的に使用したり、承認なく複製又は第三者への開示等を行うことを厳に禁じます。
- この資料の内容は、当社が行う投資信託および投資顧問契約における運用指図、投資判断とは異なることがありますので、ご了解下さい。

三井住友アセットマネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第399号

加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会