

# 日本市場の先行き

## ～2万円相場を支える要因とその変化

平成27年7月3日



株式会社資本市場研究所きずな

※この資料は、5月末時点の市場・経済情勢をもとに、現在の日本市場を構成する要因を示そうと試みたもので、市況を予想したり相場の先行きに対する助言を行うものではありません。

## 2万円相場を支える要因

東証1部の時価総額が5月22日に591兆円に達し、バブル期の時価総額を25年ぶりに超えて過去最高額となり、5月末にかけて日経平均も27年ぶりに12連騰したが、市場の過熱感はそれほど大きくない。その主な理由は、この上昇相場の買い主体が海外投資家である為だろうが、今後のそれぞれのお立場で相場展開を予想される際に、ご参考となるよう現在(5月末)相場を支える要因に関して順を追って見直したい。

【主要因1＝企業業績】株式市場が上場企業の株式の集合体である以上、それぞれの企業業績の集積されたものの動向が相場のトレンドを決定する。主要上場企業の2014年度増益率は7%台だったが、2015年度は14%台が予想されている(Russell/Nomura Large Cap 金融を除く254社)。また、日経平均の予想PERは5月末で16.6倍となっているが、主なメーカーの業績予想の前提となっている想定為替レートはドルが115円、ユーロが130円とするところが多い。企業業績の背景となる

ファンダメンタルズに関してみると、日本経済の現状は、個人消費や輸出の回復基調が続いており、1～3月期の実質GDPが2期連続プラスで、年率2.4%(1次速報)となっている。なお、主要国の景気動向では、米国は年初の悪天候とドル高の影響での輸出減少で1～3月期の実質GDPが年率-0.7%(改定値)となっているが、4月以降は年率2%台の成長を回復へ向かい、欧州は予想以上に個人消費が強く、中国は景気減速の止まる傾向が未だ見えないうというのが市場のコンセンサスだ。

【主要因2＝為替相場】為替相場は企業業績に直接影響する以外に、市場のセンチメントを左右することも多い。現状は、円安傾向がしばらく継続するというのが大方の予想だが、それを支えるのは米国利上げ予測と日銀による追加緩和期待の2要因となっている。米国の利上げタイミングについては、年内開始が大勢だが、一部に9月、そして強弱まだらな経済指標に配慮して雇用の強さ確認出来てからの意見もある。一方、日銀の追加緩和に関しては、第一生命経済研究所が5月に行った36調査機関に行った緩和実施時期予想調査では、7月が25%、10月が30%、1月が8%、追加緩和なしが28%となっている。

1月が8%、追加緩和なしが28%となっている。

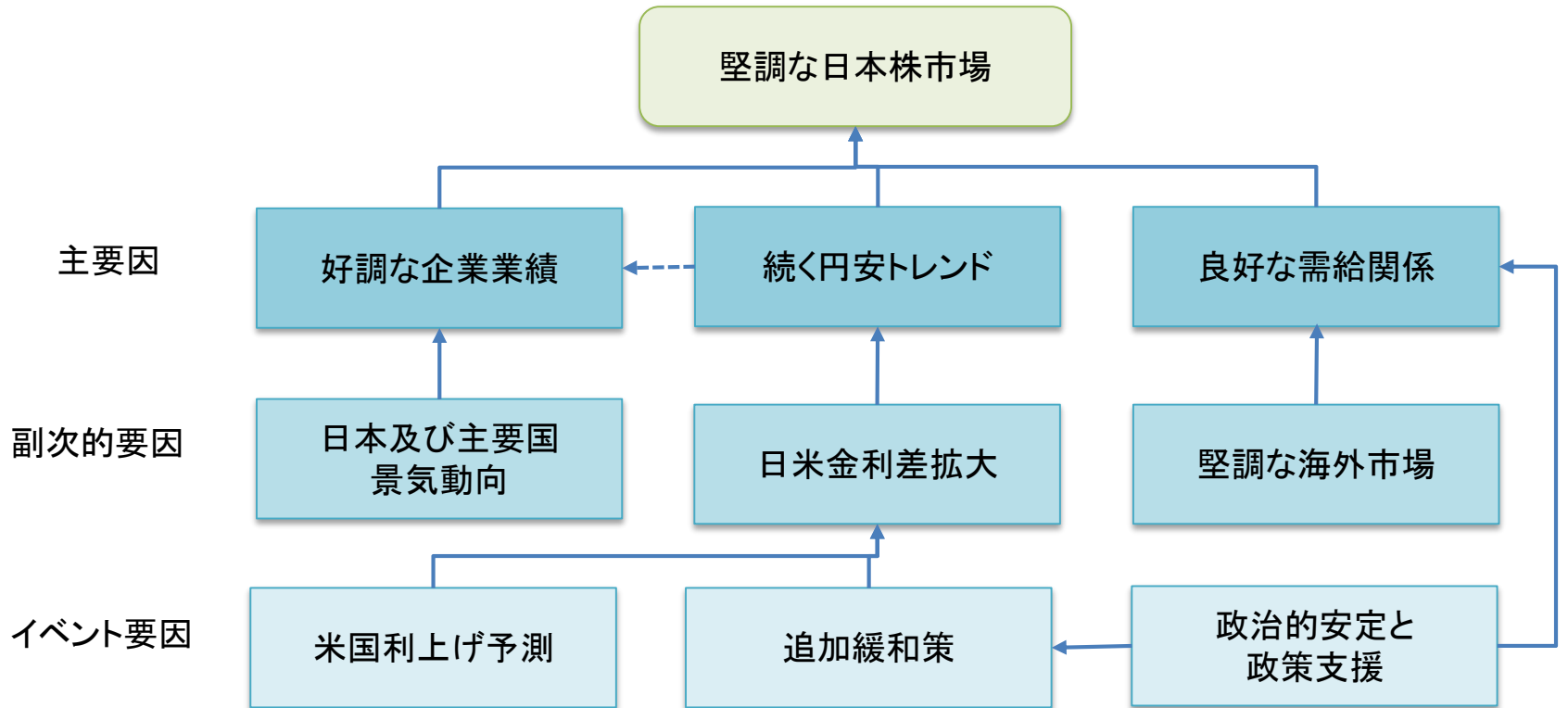
【主要因3＝需給関係】一部に官製相場の批判もあるが、日銀によるリスク資産の買入れの影響度は昨年比べて増している。昨年は1.3兆円だったETFの買入れ枠は、今年3兆円に拡大し既に1.2兆円（進捗率42%）が買い進まれているが、今後も月間ベースで25百億円ベースの買入余力があるということだ。

また、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は昨年10月、運用資産に占める国内株式の比率を12%から25%にアップしたが、同様に公務員の共済年金やかんぽ生命保険も日本株運用比率を上げている。加えて欧米株式市場の上昇によって、運用資産が増加して海外機関投資家による日本株投資も増加している。

以上の主要因3つそれぞれを支えるものとして、アベノミクスによる成長戦略と金融緩和の遂行が大きいですが、株式市場を支えるこれらの政策は、長期投資を行う海外機関投資家の日本市場に対する信頼感をましている。今後は成長戦略の実効性が問われるが、スチュワードシップ・

コードやコーポレートガバナンス・コードの様な日本の資本市場に対する信頼性強化の地道な取組みも評価されるようになってきた。

# 相場を支える要因



※実線は強い関係、点線は弱い関係

## 状況証拠

投資家が売買を行うとき市場のトレンドを見極めようとすることが多いが、日本市場のトレンドはどうなっているのか、その主なものを現在の相場を形成しているそれぞれの状況証拠として取り上げたい。

### 【売買動向】

やはり海外投資家によって支えられている相場といった印象が強い。東証による投資部門別売買動向では、海外投資家は1月こそ売り越したものの2月以降日本株買いを進めていて、今年に入ってから5月までの買越額は2兆43百億円となっている。反対に個人投資家の売り越し額は、同期間3兆74百億円となっており、2月・4月・5月はそれぞれ1兆円を超えている。海外投資家の日本株買いは別の統計資料からも検証され、世界の株式ファンドの統計であるEPER GLOBALの集計(三井住友アセットマネジメントの情報公開資料より)では日本株への資金流入が昨年12月より連続して7か月続いており、合計3兆円以上の日本株買いが進んでいる。なお、英国以外の欧州株も

同様の傾向だったが5月は海外機関投資家が売り越しに転じ、米国株では日本株と対比的に今年に入ってから売り越しが続いている。

### 【業種別の動向】

好調な日本市場の中においても何が買われているか東証業種別株価指数から見たい。TOPIXが昨年末から5月末までに18.9%上昇にしているのに対して、その他製品が31.5%、保険業が30.3%、銀行業が28.5%、小売りが24.5%と買い進まれている一方、水産・農林業が5.5%、精密機器が6.8%、海運業が7.7%の上昇に留まっている。業種別でみる限り、内需関連株が買われており、円安メリットの大きな機械や輸送用機器などは14%台の上昇となっている。これは現在の円安が株式市場全体のムードを明るくするもの、円安メリットの大きな銘柄への一段の投資に対して投資家の慎重姿勢が覗える。

### 【市場関連指数について】

市場全体を示すのに日経平均を使うことが多いが、割高・割安を測る一つの指標として予想PERが利用されて

いる。海外市場のPERと比べたり、過去の株価高値時の同指数と比較されるが、3月期決済銘柄の業績予想も出揃ったので、株価上昇にも関わらず予想PERは4月上旬の18.2%(日経平均20,058円)から5月末には16.6%(日経平均20,563円)に低下している。これは日経平均構成企業の今期業績予想で純利益が8.5%伸びることが影響した。一方、市場の買われ過ぎや売られ過ぎを示す指標の一つとしてRSI(Relative Strength Index)があるが、これは14日間の値上がり幅の平均を、14日間の値上がり幅の平均と14日間の値下がり幅の平均で足したもので割る。この数値が70%以上になると買われ過ぎ、30%以下では売られすぎといわれているが、5月末の日経平均RSIは85.3%に達した。

#### 【投資家センチメント】

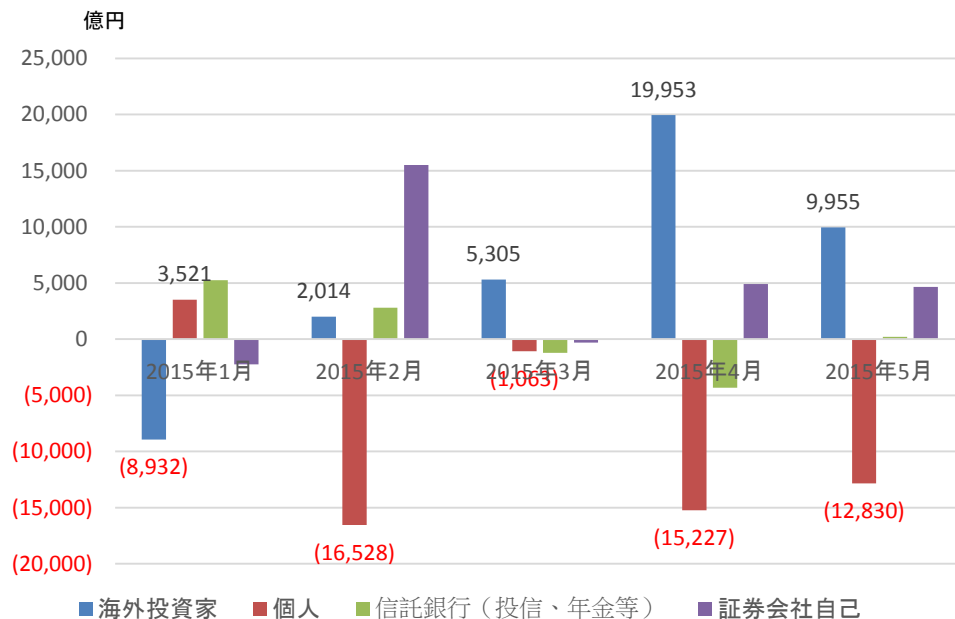
BofAメリルリンチ証券が世界の主要な機関投資家に対して5月に行った運用に関する調査では、42%が日本株を買いとしていて、最も選好する投資対象としては18%となっている。なお、米国株は39%が売り、欧州株は49%が買いとしている。その他、同調査で注目されるのは、米利上げ時期を第3四半期と予想するものが45%、第4四

半期と予想するものが36%、原油に関しては1年後の価格上昇を予想するものが3月・4月の64%から大幅に減少して半数以下となっている。一方、野村証券が実施している個人投資家サーベイでは、3ヵ月後の日本株見通しについて上昇・下落の回答差であるDI(Diffusion Index)が5月調査では52.0と若干の強気だが、2~4月は50を下回る若干の弱気だった。なお、業種別のDIでは自動車、医薬品、資本財の純に個人投資家の関心が高く、運輸・公共や消費は低い状況が続いている。

以上の様に、状況証拠においては海外投資家中心に日本株高が進んだことが分かるが、5月末の状況は上記のRSI以外にRCI、サイコロジカルライン、ストキャステック、ボリュームレシオなどの市場のテクニカル指標は過熱感を示している。但し、騰落レシオや空売り比率などは高めであるものの過熱水準ではなく、また日本株を支える前章の主要因3つ状況は変わらないと見る投資家が大勢でもあり、先高観のコンセンサスは変わっていない。

# 日本株買い越し動向

(売買金額ベース)



## 日本株へのファンド資金流入動向

	1月	2月	3月	4月	5月
2市場取引金額 (兆円)	104.2	118.3	123.4	136.6	113
月末日経平均 (月間値幅)	17,674. (+223)	18,797 (+1,123)	19,206 (+409)	19,520 (+313)	20,563 (+1,043)
海外ファンドの日本株への資金流入 (百万ドル)	1,909	1,692	8,563	3,322	6,651
公募投信の日本株買い (億円)	536	-2,715	-2,004	202	464
日銀のETF買入れ額 (億円)	2,244	1,322	2,464	2,907	1,809

※売買金額は、東証“投資部門別売買動向”より  
 ※海外ファンドは、三井住友アセットの情報提供資料より  
 (データはEPFR GLOBAL。5月分は第三週まで)  
 ※公募投信は、投信協会の統計資料より



## 要因の変化予想

市場要因で最も大きな企業業績について、現在の市場参加者のコンセンサスは、企業予想の8%程度の増益予想が今後上方修正され今期1割強の増益となることを織り込んでいる。企業収益が、予想以上となるか未達となるかについては、以下のポイントを見ておく必要がある。

### 【主要国の景気動向】

今年度の日本経済のメインシナリオは、①円安基調の継続②緊急経済対策(2014年補正予算、本年2月成立)や成長戦略第3弾(本年6月)などでアベノミクスの好循環が続くこと③原油安の効果などから、実質GNPベースで1%後半の成長が見込めるというものだ。勿論、海外経済の影響も受けるが、米国については年初の悪天候による一時的景況感の悪化から脱する予想が中心だが、一部の冴えない景気指標に関して、ドル高の影響による輸出減少や原油安によるエネルギーセクターの停滞を指摘する声もある。何より、世界経済を牽引する米国個人消費については、予想ほど強くないというのが現状だ。

一方で、中国についてみていくと成長率低下など景気減速に対して、金融緩和策を材料に株式の急上昇が続いているが、輸出や住宅投資の減少などで実質GNPは今年度7%、来年度は更に6%台半に低下することが予想されている。また、欧州に関しては個人消費が予想以上に堅調だが、これはECBの緩和策による金利低下と原油安の好影響を指摘する向きが多い。

### 【円安はどこまで続くのか】

日銀による追加緩和策が実際にあるかどうか別にして、当面緩和策継続と米国の利上げタイミングを探る構造は変わらないので、円安構造は変わらないと見るのが大勢だ。ただし、どの水準まで円安が進行するか市場関係者の予想は現時点では意外と上値水準が低く、130円程度が上限する市場関係者が多い。これは日米両政府の一部に、円安進行に対する警告を示唆するような発言が出始めていることが影響しているが、円安・ドル高が日本の食料品価格上昇や米国の輸出減少の要因となっているとの指摘もある。なお、米国の利上げについては、時々米金融当局者からの発言があるので市場では織り込み済みではないかとの意見がある一方、米国緩和マネーが海外



から米国へ回帰する為、世界的な金利押し上げ要因になるとの見方もある。

#### 【原油相場は安定しているか】

原油は、昨年央の100ドル台から今年1月の40ドル近くまで急激な下落となったが、日欧ではこの原油下落が企業の設備投資を増やすなど経済成長にプラスに働いている。今後の動向については、一旦価格の底打ちはしたものの今年前半は需給が緩く、年後半の在庫調整が進んだとしても現状からの若干の上昇と見る向きが大勢だ。また、対イラン経済政策解除の可能性もあり、一時的な再度の原油価格下落の可能性も残っている。いずれにしても、価格の大幅な上昇は予想しにくいので、日本株全般にはプラス容易となると見られている。

#### 【リスク要因について】

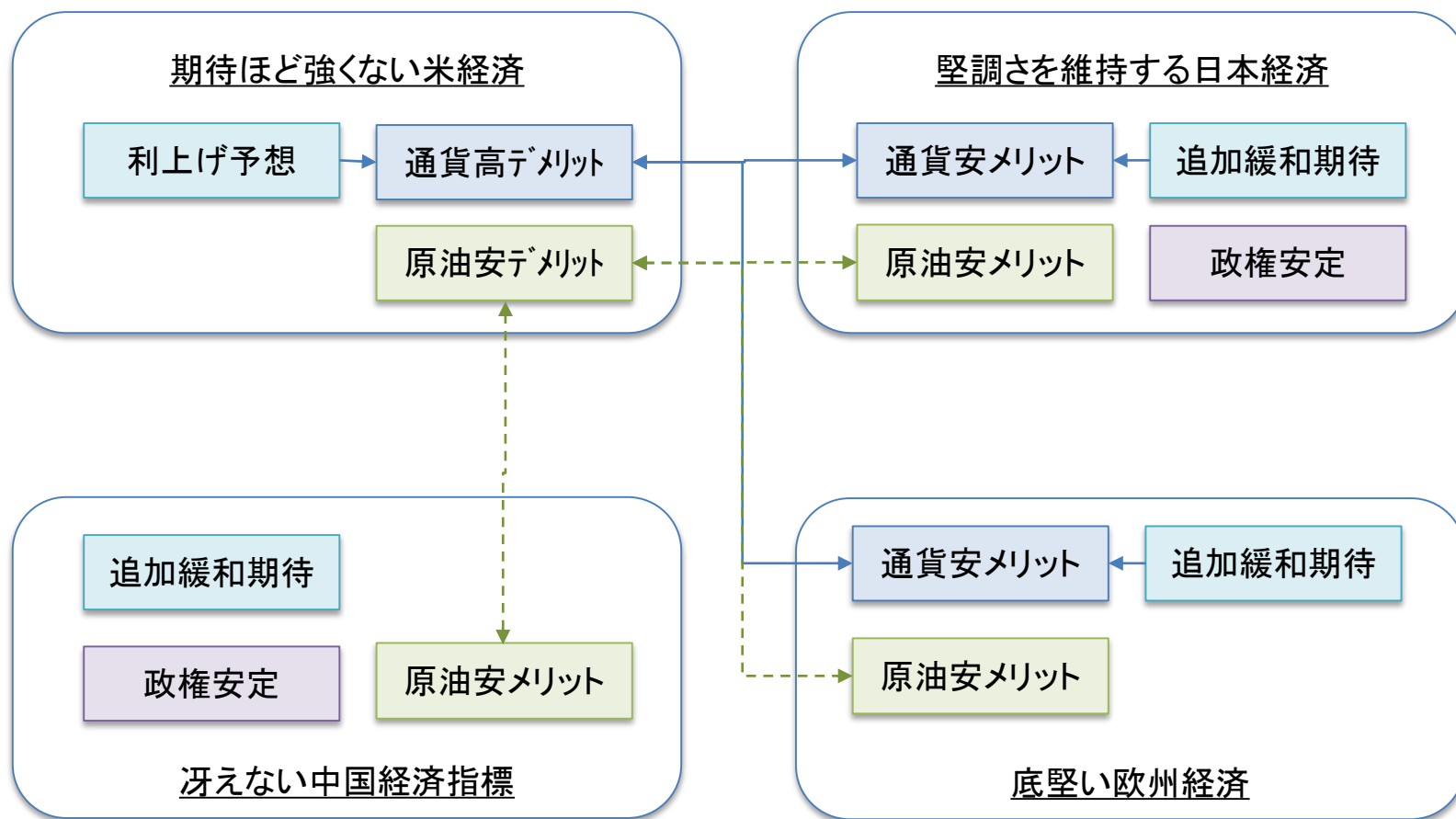
現在の経済環境から、テールリスクのようなものは減少していると見られるが、その理由は金融危機後の金融機関に対するグローバルなセーフティ・ネットが整備されたこと、主な新興国の外貨準備が増加していることなどに

よる。とは言っても、上記要因のストーリーに影響を及ぼす可能性のあるリスク要因を以下に上げてみた。

・地政学リスク＝ウクライナ問題や中東情勢の悪化など、状況が一層悪化した場合、欧州市場中心に影響が大きくなる可能性がある。また、景気減速の中、急騰する中国市場も注意する必要がある。

・ギリシャ・リスク＝ギリシャそのもののユーロ離脱の可能性は何度か取り上げられているが、離脱した場合、総選挙のある南欧の債務問題に波及すること可能性もある。

# 主要国景況感とその要因及び相関



※実線は強い関係、点線は弱い関係

## そして個人投資家は動くのか

最後に個人投資家の日本株投資について見直してみたい。アベノミクス相場が2012年12月に始まったとすると、その間2013年は▼8兆75百億円、2014年は▼3兆63百億円、そして2015年(5月まで)▼4兆21百億円の売り越しとなっている。2013年は個人の譲渡益軽減税率が終了した年だが、一環した上昇相場の中での日本株売却が目立っており、これは個人投資家の逆張り志向と長期保有株の戻り売りが主な要因とみられる。

反対に海外投資家は、2013年年△15兆12百万円、2014年△85百万円、2015年(5月まで)△2兆43百億円の買い越し額となっている。安倍首相のいうところJAPAN IS BACK(2013年2月ワシントンでの発言)を信頼する海外投資家が日本株市場を主導したのだが、個人投資家は今後戻ってくるのだろうか。個人投資家の日本株回帰に関する証券業界内の見通し・要因のコンセンサスを、投資目的別にみると以下の様なものではないだろうか。

### 【個人トレーダー層】

この投資家層は、短期的利鞘確保を狙ってくるので日本株に戻るといふより、日本株がトレーディング対象となるのだが、既にレバレッジETFの利用が進んでいることと最近では銀行株始め大型株の値動きが大きいので今後の取引増加の可能性もある。むしろ注目されるのは、デイトレード以外の投資戦略だろうが、既に高値圏にある日本株という意識も強いので相場に順張りとなるトレンド・フォローより、短期的な材料を予想するイベント・ドリブン(想定される対象は、政治日程・経済指標など)の方が選好される可能性が高い。

### 【資産運用層】

一般的な個人投資家層を指すが、本章の始めに指摘したよう日本株を大幅に売り越しており売却資金は、外債・外国株などの海外投資、MRFなど待機資金などに回っている。この層が再び日本株に資金を戻す為(例えばアップルを売って、ソニーを買う)には、新たな日本株への信認が必要だろう。上場企業に対するコーポレートガバナンスコードの適用が6月より始まったが、より株主利益を優先する為の自己資本の効率化や実質的配当率の向上などの取組みで、増配・自社株取得・資本効率向上の為の

具体的目標の設定などの各企業の動きが見えてくれば、新たな投資の契機となり易いだろう。

一方、押し目買いというのがこの投資家層の基本戦略でありことに大きな変化はないだろうが、今後の相場展開で大きな調整がなければ、ロングショート戦略などが有効ではないかと見られる。これは、市場全体の上昇や投資対象として選択した業種の上昇に期待するのではなく、期待する銘柄を買って、割高と思われる銘柄を売るというもので、ヘッジファンドの主要な戦略の一つである。市場関係者の指摘では、最近のヘッジファンドの日本株取引で、この戦略を持つファンドの取引が増えてきているのではないかと指摘もある。但し、問題は割高銘柄の売りの方で、信用取引の売りに慣れていない投資家は、ラップ口座やファンド購入で同戦略を利用することになる。

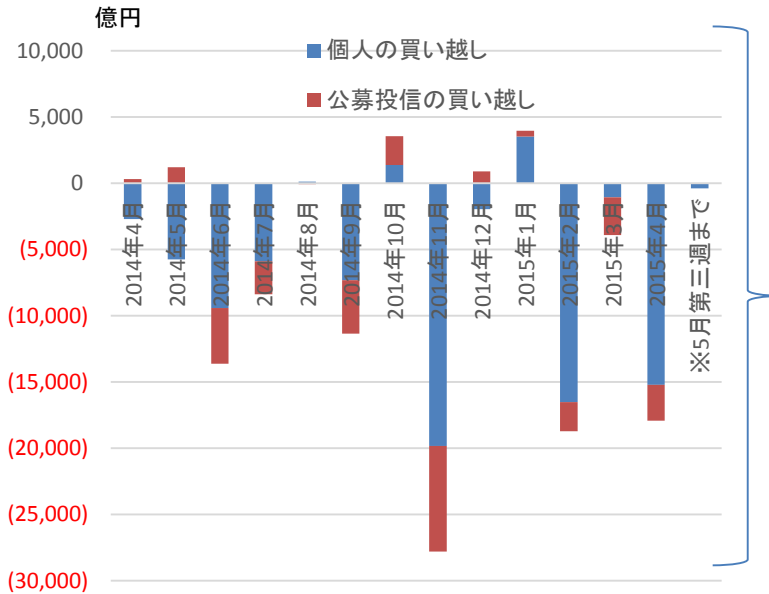
#### 【資産形成層】

NISAの拡大など新たに投資を始める個人の増加が期待されているが、投資手法としては少額継続投資となる。この投資家層をターゲットとしてファンドも開発されているが、外国債券・外国株や海外リートより日本株を選択する

為には、日経400以外にも個人に分かり易い投資テーマ(高配当率、高ROEなど)の指数開発が望まれる。また、成長力の高い企業への長期投資も望まれることだが、現状ではこれらの企業への継続投資を個人投資家に促す証券サービスが不足しているように思われる。

日本企業の成長力が本当に戻ってくるなら、その成長のメリットを個人投資家が享受する為に長期保有を促すような官民上げた取組みがあっても良いと考える。例えば個人の日本株長期保有に対する税制優遇、トヨタ優先株のような企業側が長期保有を促す資本政策、そして市場仲介者として長期の成長が期待できる日本企業の発掘とその情報提供を証券会社にも期待したい。

# 個人投資家の日本株買い越し推移



個人は日本株に戻ってくるのか？

※東証、投資部門別売買動向より

## 個人の投資目的別の投資戦略

個人トレーダー層

- ・レバレッジETFや大型株のトレーディング
- ・イベントドリブン戦略

資産運用層

- ・基本は押し目買い
- ・ロングショート戦略

資産形成層

- ・少額継続投資
- ・個人に分かり易い投資指標の利用