

みずほマーケットインサイト

2009年11月20日発行

日本株はなぜ上がらないのか？

～株価上昇の処方箋～

- 足元の日本株は海外株と比較してアンダーパフォーマンスが目立つ状況
- 株価低迷は円高や政治不信などの短期的要因と成長性の乏しさといった構造的要因が複合しており、問題は深刻
- 日本株上昇の処方箋は、日本の中期的ビジョンが示され、変化への期待を醸成すること

調査本部 市場調査部
シニアエコノミスト 武内 浩二
(03-3591-1244)

koji.takeuchi@mizuho-ri.co.jp

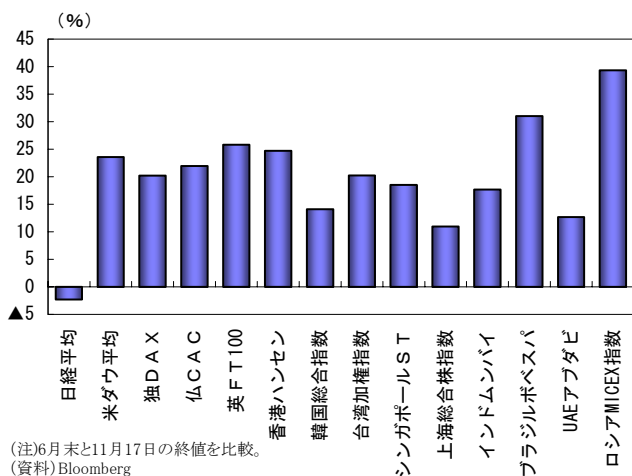
1. 現状認識 ～世界の株価上昇について行けない日本株～

日本株のアンダーパフォームが鮮明に

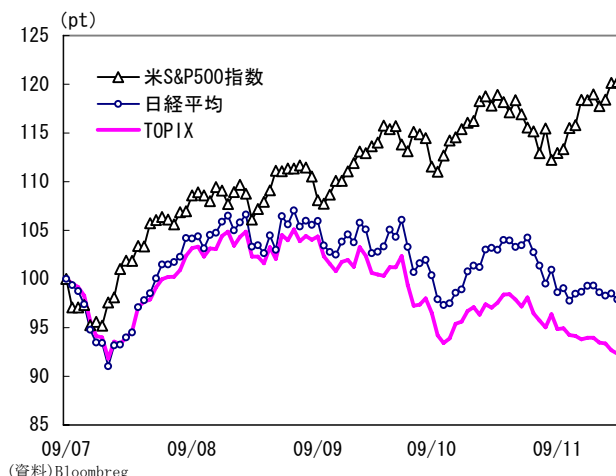
最近のグローバルな株価動向をみると、世界的な景気の持ち直しや金融緩和を背景とした流動性相場に対する期待から上昇基調が続いている。一方、日本株については、世界的な株価上昇にはついて行けないだけでなく、世界株が調整すると同様に値を下げるなど、相対的な軟調さが目立っている。日経平均は6月半ばにかけては世界の株価と同様大幅にリバウンドし、3月の安値からは4割以上上昇した。しかし、その後は、1万円前後での一進一退を続けている。7月以降の各国主要株価指数の騰落率を比較すると、多くの指数が1割～3割の上昇を示す中、日本株はマイナスリターンとなっており、低迷ぶりは顕著である。

日経平均は米株に対して大幅なアンダーパフォームとなっているが、東証1部上場企業全体の動きを示すTOPIXでみると更に日本株の軟調さが鮮明となる。TOPIXを内需関連と輸出関連に分けると、内需関連の弱さが目立っており、国内景気の先行き不透明感や資本増強による希薄化懸念が影響している模様である。また、9月以降は為替の円高傾向の強まりから輸出関連株も利益確定売りに押されており、日本株の手詰まり感は一段と強まっている。

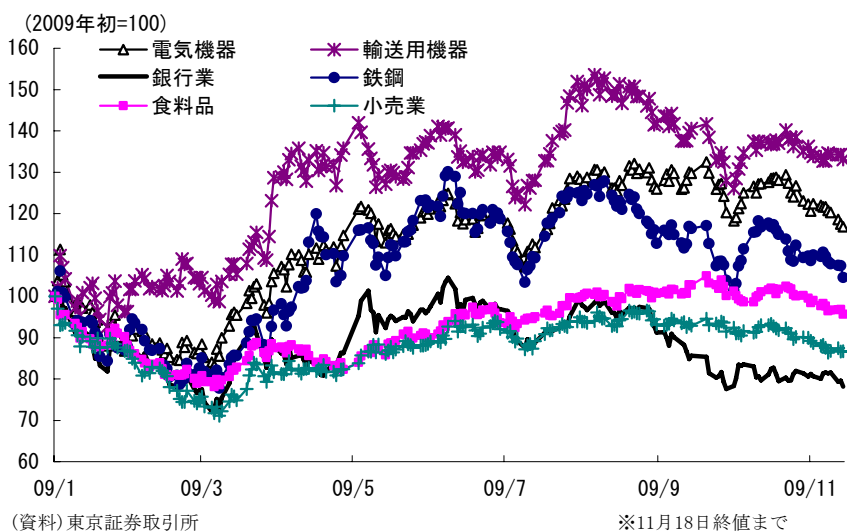
図表 1: 2009年7月以降の主要株価指数騰落率



図表 2: 日米株価の推移



図表 3: 東証1部業種別株価指数

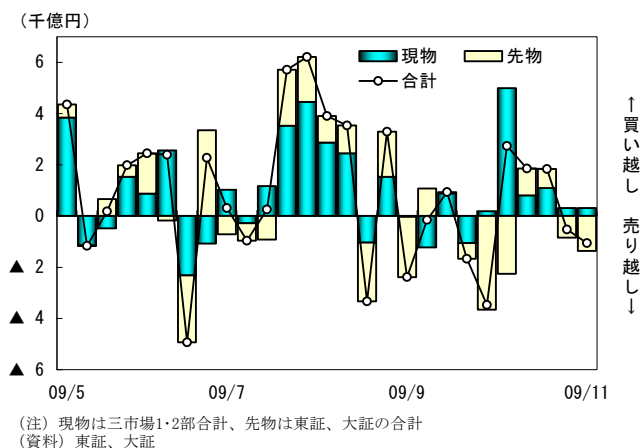


海外投資家は日本株に対する興味を失っているかの様相

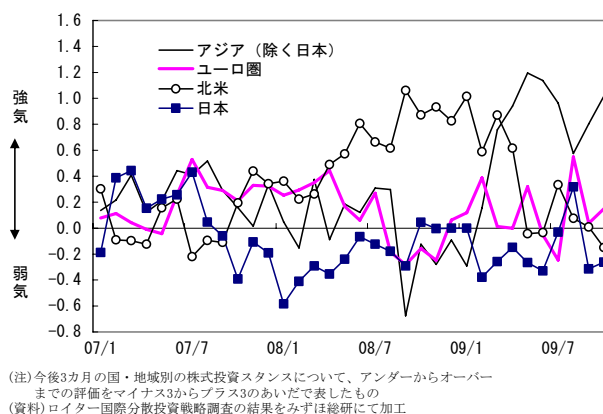
日本の株式市場は海外投資家の動向次第と言われる。全国証券取引所が発表している株式分布状況調査によれば、2008年度末における海外投資家の保有金額比率は23.6%であるが、日々の委託売買では6割弱のシェアを占めておりフローベースでの存在感はより大きくなる。更にどちらかといえば相場の動きに合わせて動く傾向が強い個人投資家を加えれば、委託売買に占めるシェアは8割強となるため、やはり海外投資家の影響は強いとみられる。

投資主体別売買状況（三市場、1・2部合計）で最近の海外投資家の動向をみると、11月第2週まで8週連続で買い越している。しかし、同期間の先物市場でのネット売買代金を加えると買い越し額は限定的である。海外投資家は海外株の上昇を受けたポートフォリオのリバランスなどで日本株を買っているようであるが、売買代金の低迷と合わせて考えると、積極的に投資している様子は見られない。欧米投資家の投資スタンスをみると、日本株に対する見方が最も厳しい状況が続いているが、逆に売りたいといた動きも見られない。強いて言えば、日本株に対する興味が薄れている可能性が高い。

図表 4: 海外投資家の日本株売買状況(現物+先物)



図表 5: 欧米投資家の地域別株式投資スタンス



市場参加者の考える日本株低迷の理由

市場参加者アンケートによれば、政治、為替、中長期的成長性が日本株の低迷要因とされており、短期的要因だけでなく、構造的要因も影響しているとみる参加者が多いようである。仮に構造的な要因が影響しているとすれば、日本株の低迷が長期化するリスクも否定はできない。

図表 6: 市場参加者アンケートによる日本株低迷の理由

| 日本株低迷の理由 | 証券会社 | 投資家 | 全体 |
|----------------------|------|-----|-----|
| 郵政に代表される構造改革路線の後退 | 24% | 23% | 23% |
| 財政悪化による金利上昇懸念 | 3% | 2% | 2% |
| 円高進行 | 18% | 24% | 22% |
| 景気・企業業績の回復の遅れ | 19% | 10% | 13% |
| 人口減など中長期的な成長イメージの乏しさ | 18% | 26% | 23% |
| PERで見た割高感の修正 | 9% | 2% | 5% |
| 8月の衆院選前に買われた反動 | 1% | 4% | 3% |
| その他(注) | 9% | 10% | 9% |
| 有効回答数 | 68 | 104 | 172 |

(資料) QUICK株式月次調査(調査期間:11/2~5)

2. 日本株低迷の要因

日本株の低迷の理由は、短期的要因と構造的要因が複合的に作用していると考えられる。短期的な要因としては、当面の景気や企業業績に対する懸念、相次ぐ資本増強発表を受けた需給懸念、バリュエーション面からみた相対的な割高感、政治不信などが挙げられよう。一方、構造的な要因としては、人口減や慢性的なデフレ、中期的みた日本の低成長ということに加え、アジアにおける東京市場の地位低下という問題が指摘できよう。そのほか、IFRS 導入に伴う国内法人の株式売却懸念やこれまで日本経済の牽引役であった輸出企業の競争力低下に対する不安なども影響している可能性がある。

日本株低迷の背景にこうした構造的要因も含まれているとすれば、問題はより深刻であり、世界の株式市場において「出遅れ」ではなく「置き去り」にされてしまうリスクもあろう。

以下では主な要因について、もう少し具体的に述べてみたい。

図表 7: 日本株低迷の主な要因

| |
|--|
| <p><短期的要因></p> <ul style="list-style-type: none">・ 国内景気の二番底懸念・ 円高による輸出企業の業績懸念・ 業績悪化・自己資本規制強化に伴う増資観測（希薄化懸念）・ 予想 PER などで比較したバリュエーション面での割高感・ 民主党政権の政策運営に対する不信感 <p><構造的要因></p> <ul style="list-style-type: none">・ 日本の成長期待の低さ —— 人口減少、デフレの長期化・ 周辺国市場成長に伴う、アジアにおける東京市場の存在感低下・ IFRS（（国際会計基準）導入の影響・ 輸出企業の成長性に関する疑問 —— ハイテクや自動車の競争力低下の可能性 |
|--|

海外で後退している二番底懸念が、日本においては引き続き根強い

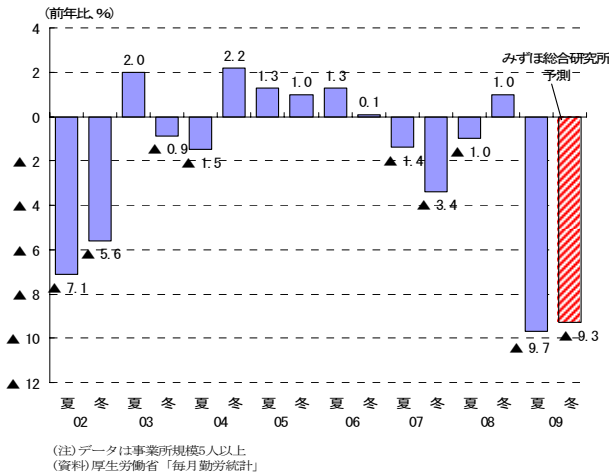
景気の二番底懸念について、世界的に意識されており、日本特有の問題ではない。各国で実施されている景気対策効果の反動が景気を下押しすると懸念は欧米でも指摘されていることである。実際に米国やドイツでは、自動車の買い替え支援策が8~9月までに終了し、需要先食いの反動が出始めている。しかし、11月に入って米国が住宅減税の継続や失業給付期間の延長を決定するなど、足元では各国で景気刺激を続ける動きが強まっている。11月7日のG20 財務相・中央銀行総裁会議では、景気回復を確実なものにするために各国が景気刺激策を継続することで合意した。こうした状況からみて、景気対策効果の反動によって世界経済の回復ペースが極端に鈍るリスクは当面、後退したといえよう。

一方、日本については、引き続き二番底懸念が燻っている。「二番底」の定義は曖昧だが、それが昨秋以降に発生したような急激な需要や生産の収縮、

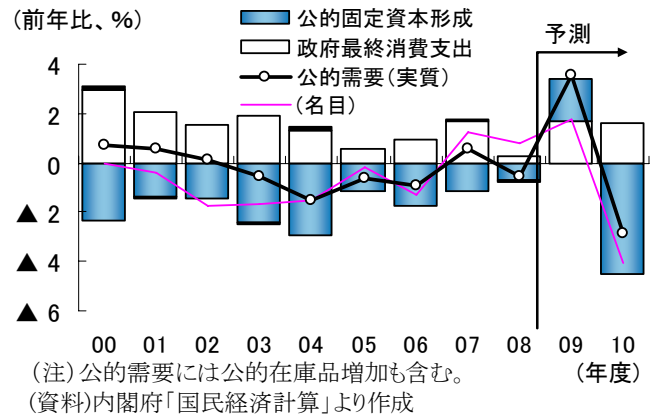
或いは、2009年1～3月期を底に拡大局面入りしているとみられる景気が再び後退局面に転じることと定義されるのであれば、そのリスクは小さいといえよう。しかし、ボーナスの落ち込みが予想されるなど所得の減少を踏まえれば個人消費を巡る環境は非常に厳しい。政策動向如何では、来年度にかけて市場が「二番底」と意識するような局面が来る可能性も否定はできない。

民主党は子ども手当や暫定税率引き下げで家計に対する支援を行う一方、公共投資を削減する方針を示している。公共投資に関しては、新政権による補正予算の凍結を受けて、年明け以降減少する見込みである。さらに、2010年度については、概算要求（一般会計）段階で公共事業関係費が厳しく絞り込まれており（国交省要求分は2009年度当初予算比▲14%）、SNAベースの公共投資は3割近い大幅な減少になる見込みであることから、来年度の公共投資は成長率を大きく押し下げると予想される。一方、家計に対する支援策が個人消費を押し上げ、公共投資の落ち込みを相殺するはずであるが、ここに来て財源問題を背景に政府から子ども手当や暫定税率引き下げに関する見直し議論が出ている。そもそも、子ども手当や暫定税率引き下げについては、政策自体に関して賛否両論があるのは確かである。しかし、扶養控除の廃止など負担増の部分は予定通りで、支援部分のみを縮小させるとなれば、景気にとっては明らかにマイナス要因である。こうした状況が、「二番底」に対する海外と日本の見方の差を生んでいる可能性はあろう。

図表 8:夏のボーナス予測



図表 9: 公的需要(実質)の予測



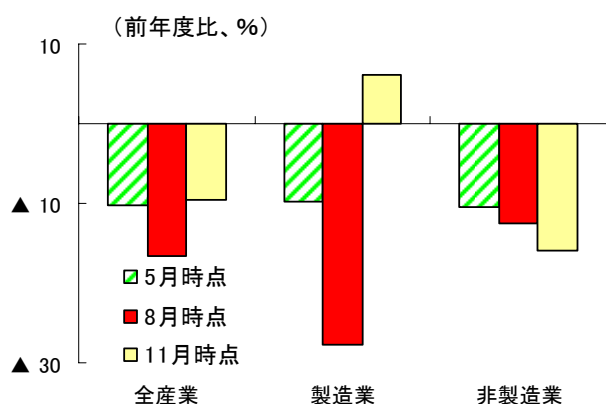
円高リスク残存などを背景に当面の企業業績の不透明感は払拭されず

7～9月期の決算発表をみると、企業収益は改善の動きが続いている。しかし、決算のポジティブ・サプライズが相場を押し上げたような米国株式市場とは対照的に日本株市場の反応は限定的であった。こうした背景には、先行きに対する不透明感が残る中で、企業が慎重な見方を維持したことがあるとみられる。日経225採用企業の会社予想をみると、2009年度の経常利益は前年比▲9.6%と8月時点（同▲10.2%）からほぼ横ばいにとどまっている。業種別にみると、非製造業では販売価格の下落が続く小売業や、住宅需要・建設投資の冷え込みから売上減が続く建設業を中心に下方修正されているものの、製造業の上方修正によって、全産業でも小幅ながら上方修正になっている

る。製造業では、自動車・電気機械の販売回復に加え、人件費削減や原価低減が進んだ。しかし、上方修正のみられた自動車や電気機械に関しても、円高・デフレ・商品価格上昇など業績に対する不安材料には事欠かないため、先行きの慎重姿勢は維持されている。市場においても、しばらくは業績改善期待が強まる状況も期待し難いであろう。

また、バリュエーション面でも、大幅赤字を含む今期利益ベースは勿論、来期利益ベースでも日本株の割高感が目立っている。海外投資家が積極的に日本株を手掛けるとすれば、利益予想が大幅に上方修正されることが前提となる。日本企業はリストラを進めているため、売上高が伸びれば、利益額が急速に伸びる可能性がないとは言えないが、今のところこうした見方は少数派にとどまっているようである。

図表 10: 日経 225 採用企業の業績予想



(注) 1. 2009年11月16日時点で、日経225採用企業のうち過去4期の連結決算及び2009年度の連結業績予想(会社発表)がデータベースに反映されている企業の数値を集計したもの
2. 全産業及び非製造業は金融を除く
(資料) 日経Financial Questよりみずほ総合研究所作成

図表 11: 円高・原油高が経常利益に与える影響

| 為替レート(ベースライン: 95円/ドル) | | |
|------------------------|--------|--------|
| 90円 | 85円 | 80円 |
| ▲ 0.77 | ▲ 1.54 | ▲ 2.31 |
| 原油価格(ベースライン: 75ドル/バレル) | | |
| 80ドル | 85ドル | 90ドル |
| ▲ 0.63 | ▲ 1.27 | ▲ 1.90 |

(注) 1. ベースラインとの比較
2. 原油の影響については為替レートが不変と仮定
(資料) みずほ総研マクロモデルより試算

図表 12: 各国バリュエーション比較

| | (単位: 倍) | | | | | |
|-----------|---------|------|----------------|------|-------|------|
| | 予想PER | | 予想PER (黒字企業のみ) | | 予想PBR | |
| | 本年予想 | 来年予想 | 本年予想 | 来年予想 | 本年予想 | 来年予想 |
| 日(日経平均) | 37.5 | 21.9 | 23.5 | 21.4 | 1.3 | 1.2 |
| 米(S&P500) | 16.7 | 13.5 | 15.3 | 13.2 | 2.1 | 1.9 |
| 独(DAX) | 15.4 | 11.4 | 12.6 | 11.3 | 1.4 | 1.3 |
| 英(FT100) | 14.3 | 11.8 | 13.3 | 11.5 | 1.8 | 1.7 |
| 仏(CAC) | 12.8 | 11.3 | 12.8 | 11.3 | 1.3 | 1.2 |
| 中(上海総合) | 23.0 | 18.7 | 22.4 | 18.6 | 3.0 | 2.6 |

(注) 11月04日時点。(資料) Bloomberg

政治が株価のマイナス要因といった見方は強まりつつある

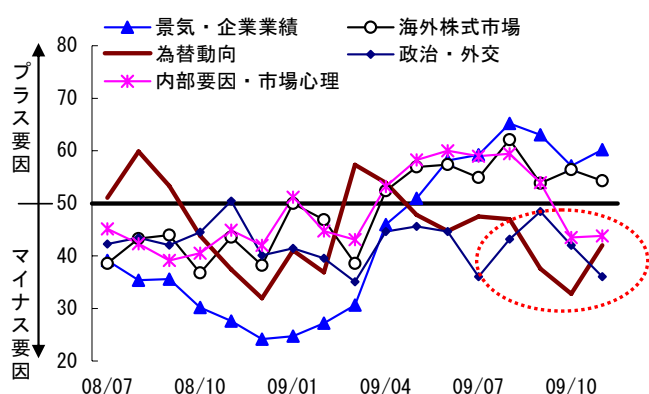
前述の市場参加者アンケートでは、毎月主な株価変動要因の株式市場への影響が問われているが、足元では政治・外交をマイナス要因とする見方が強まっている。特に、郵政問題や財政悪化懸念の強まりが、海外投資家からみれば構造改革路線の後退というイメージに繋がり易いといったことが懸念されているようである。

足元では、税収の著しい下振れや、来年度当初予算（一般会計）の概算要求額が過去最大規模（95.0兆円）に膨張したことなどを受け、一段の財政悪化が強く意識されている。当社の試算によれば、今年度は税収が40兆円を下回り、年度内に6兆円強の国債の追加発行（年度合計で50兆円強）を迫られることになる（一次補正予算の凍結で捻出した2.9兆円は二次補正予算で全額使用すると想定）。来年度については、特別会計の剰余金等（いわゆる埋蔵金）を目一杯活用したと仮定しても、国債の新規発行額は46兆円前後に上る見込みである。

こうした状況下、海外勢は日本人が考える以上に日本の財政悪化を懸念している可能性がある。IMFは、日本の公的債務の対GDP比が2007年の187%から2014年には245%にまで上昇すると予想しており、G7の中でもその高さは突出している。こうした数字が最近の海外投資家による日本国債の売却に繋がっている可能性は高いであろう。日本の場合は財政赤字の大部分が国内投資家によってファイナンスされており、すぐに財政破綻にいたるような状況は想定し難い。しかし、海外投資家を中心に財政負担が将来の日本の成長の足かせになるといった見方が強まっても不思議ではない。

小泉政権時代には、結果はどうあれ構造改革路線というイメージが海外投資家に浸透したことによって日本株の買いに繋がった。これと比較すると、中期的なビジョンが示されず、目先の財政拡張に繋がる政策のみがクローズアップされている鳩山政権は、海外からみれば構造改革の後退というレッテルを貼られても仕方がないであろう。

図表 13: 市場参加者アンケートによる日本株変動要因



(注) 各要因の今後半年間、株式に与えると予想される影響度。
(資料) QUICK株式月次調査

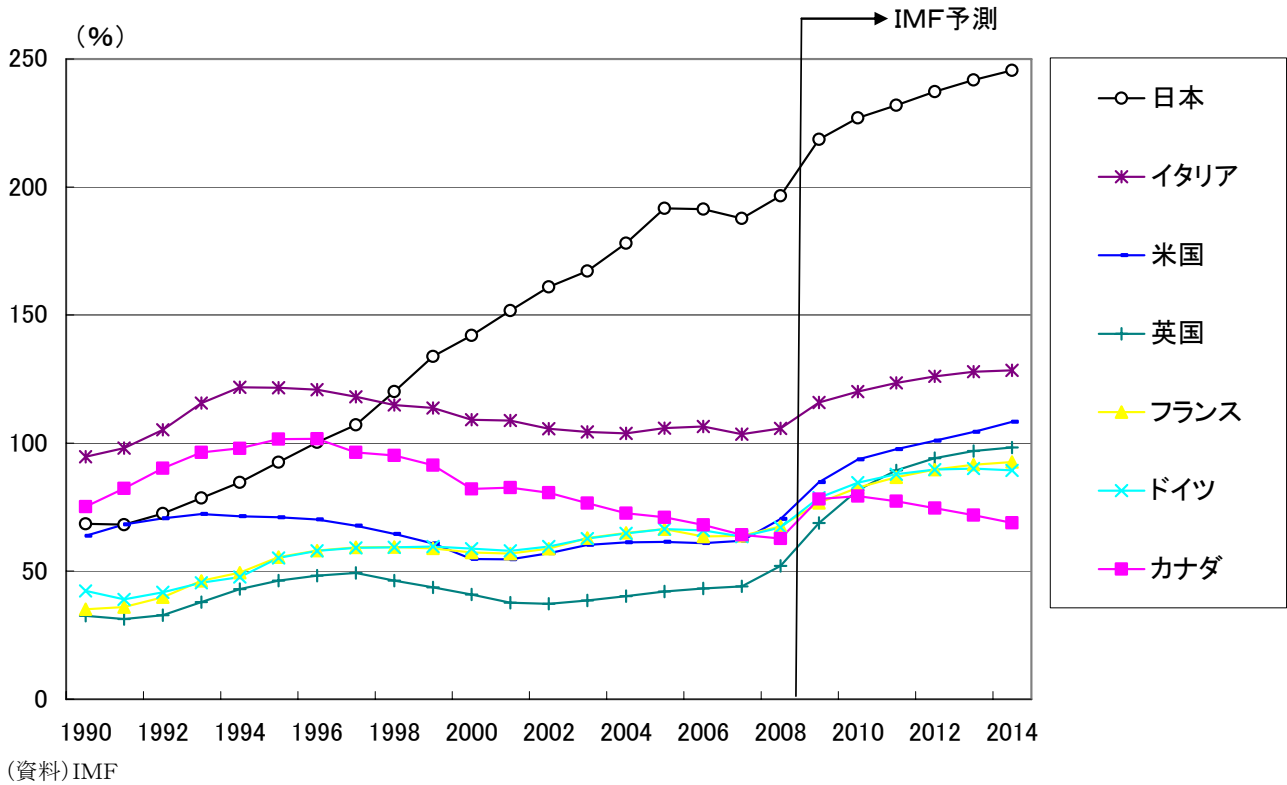
図表 14: 国債発行額の予想

(単位: 兆円)

| | 新規財源債 | 借換債 | 財投債 | 合計 |
|----------|-------|-------|------|-------|
| 06年度 実績 | 27.5 | 108.1 | 25.6 | 161.2 |
| 07年度 実績 | 25.4 | 99.2 | 16.8 | 141.3 |
| 08年度 補正後 | 33.2 | 94.0 | 10.7 | 137.9 |
| 09年度 補正後 | 44.1 | 91.0 | 14.1 | 149.2 |
| 09年度 推計 | 53.6 | 91.0 | 14.1 | 158.6 |
| 10年度 推計 | 46.6 | 103.5 | 10.0 | 160.1 |

(資料) 財務省よりみずほ総研作成

図表 15: 図表 16: 公的債務残高の対GDP比



今に始まった議論ではないが、中期的な成長性の乏しさは日本株の魅力を削ぐ要因に

構造的な要因として、日本の低成長は従来から言われてきたことであるが、最近はこの点にかんしても投資の判断材料として重視されている可能性がある。最近、米国を中心にニューノーマル (new normal) という考え方が流行している。金融危機から立ち直った後のグローバル経済は、以前の経済とは別物になっているという考え方である。そこで、投資家は改めて金融危機後の世界における投資方針を模索していると考えられる。株式投資という観点では、デフインフレ基調の長期化が想定される先進国よりも高成長が見込まれる新興国への配分を高めようという判断は自然であろう。更に、先進国間での比較でも、成長性の乏しい日本は見劣りがするという事になる。IMFの中期予測においても、2009年から2014年の成長率でも、2014年時点の成長率でも日米欧の中で日本が最も低く見積もられている。また、地域別での投資配分という考え方をとったとしても、アジア諸国における日本の成長率の低さは目立ってしまう。

成長率を決める要素は労働投入量、資本投入量、TFP (全要素生産性) とされる。日本の場合は少子高齢化で長期的な労働力人口の減少が予想されているため、三要素の一つである労働投入量は成長率を押し下げる方向で働くことが前提とされてしまっている。国際連合の人口推計によると、日本と同様にロシアも人口の減少が予想されているが、資源国という強みのあるロシアと比較して、ものづくりという強みが将来的には韓国や中国に取って代わられるという意見もあり、日本はやはり厳しい見方がされ易いといえる。ただし、最近ではBRICs (ブラジル、ロシア、インド、中国) の中でロシア

をはずしてインドネシアを入れようという意見がみられるように、やはり人口動態が中期的な投資判断の一つとして影響を及ぼしている可能性はある。

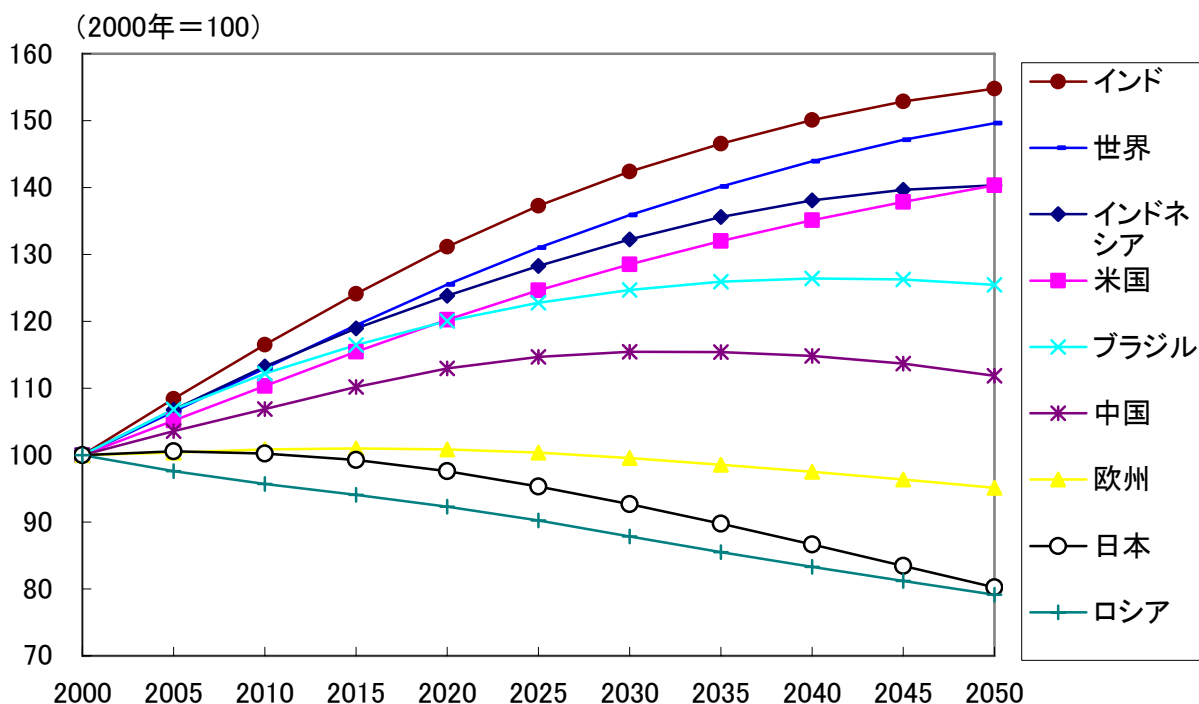
また、先進国の中で最も深刻なデフレ圧力状況にあるのは日本である。資源価格の上昇などで日本の物価も一時的にプラスに転じたものの、これを除けば日本は12年間デフレから脱していない可能性があり、更に少なくとも2011年までは物価下落が続くというのがコンセンサスとなっている。日本のデフレは慢性化の様相を呈しており、投資家の観点から客観的に見てこの状況を脱することを前提に投資をするには、判断材料が少なすぎる。因みに、デフレは名目成長率の抑制に繋がるため、名目ベースの利益予想を前提とする株式投資にとって決定的なマイナス材料であることは言うまでもない。

図表 17:IMFによる各国成長率見通し

| | 1980年代 | 1990年代 | 2000 →07年 | IMF予測 | | | | | | | 2009~14 |
|------|--------|--------|--------------|-------|-------|------|------|------|------|------|---------|
| | | | | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | |
| 世界 | 3.2 | 2.9 | 4.2 | 3.0 | ▲ 1.1 | 3.1 | 4.2 | 4.4 | 4.6 | 4.5 | 21.3 |
| 先進国 | 3.1 | 2.7 | 2.6 | 0.6 | ▲ 3.4 | 1.3 | 2.5 | 2.6 | 2.5 | 2.4 | 7.9 |
| 米国 | 3.1 | 3.2 | 2.6 | 0.4 | ▲ 2.7 | 1.5 | 2.8 | 2.6 | 2.5 | 2.1 | 9.0 |
| 日本 | 4.4 | 1.5 | 1.7 | ▲ 0.7 | ▲ 5.4 | 1.7 | 2.4 | 2.3 | 2.0 | 1.8 | 4.7 |
| EU | 2.1 | 2.0 | 2.5 | 1.0 | ▲ 4.2 | 0.5 | 1.8 | 2.3 | 2.4 | 2.5 | 5.2 |
| 新興国 | 3.5 | 3.3 | 6.4 | 6.0 | 1.7 | 5.1 | 6.1 | 6.4 | 6.6 | 6.6 | 37.0 |
| 中国 | 9.7 | 10.0 | 10.1 | 9.0 | 8.5 | 9.0 | 9.7 | 9.8 | 9.8 | 9.5 | 71.4 |
| インド | 5.4 | 5.6 | 7.2 | 7.3 | 5.4 | 6.4 | 7.3 | 7.6 | 8.0 | 8.1 | 51.1 |
| ロシア | — | ▲ 3.8 | 7.1 | 5.6 | ▲ 7.5 | 1.5 | 3.0 | 3.7 | 4.2 | 5.0 | 9.7 |
| ブラジル | 3.0 | 1.7 | 3.5 | 5.1 | ▲ 0.7 | 3.5 | 3.5 | 3.5 | 3.7 | 3.7 | 18.5 |

(資料)IMF "World Economic Outlook(October 2009)"

図表 18:世界人口推計

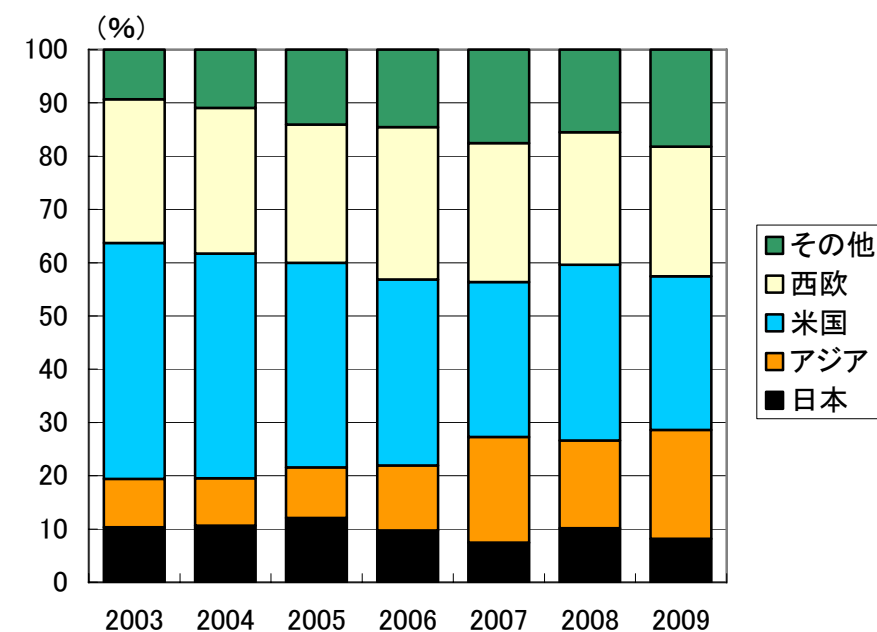


(資料)国際連合

存在感の薄れる東京市場

アジアの中で日本の成長性が相対的に低いということは以前から指摘されていたが、従来は流動性や安定性の観点からアジアの成長を期待した資金が東京市場に流れるといった現象もみられた。しかし、アジア各国で市場の整備が進み、規模の拡大も見られる中で、あえて日本に投資するインセンティブは徐々に薄れている。時価総額でも、かつては日本を除くアジア全体でも日本を下回っていたが、現在は大きく逆転している。更に、世界全体で見ても日本のシェアは存在感をアピールするほどのインパクトがなくなってきている。日本株を入れなくてもポートフォリオへの影響が限られてきていることは、グローバル投資家の日本株に対する見方が根本的に変わる可能性を有しており、より深刻な問題といえるかもしれない。

図表 19: 国・地域別の株式時価総額シェア



(資料) Bloomberg

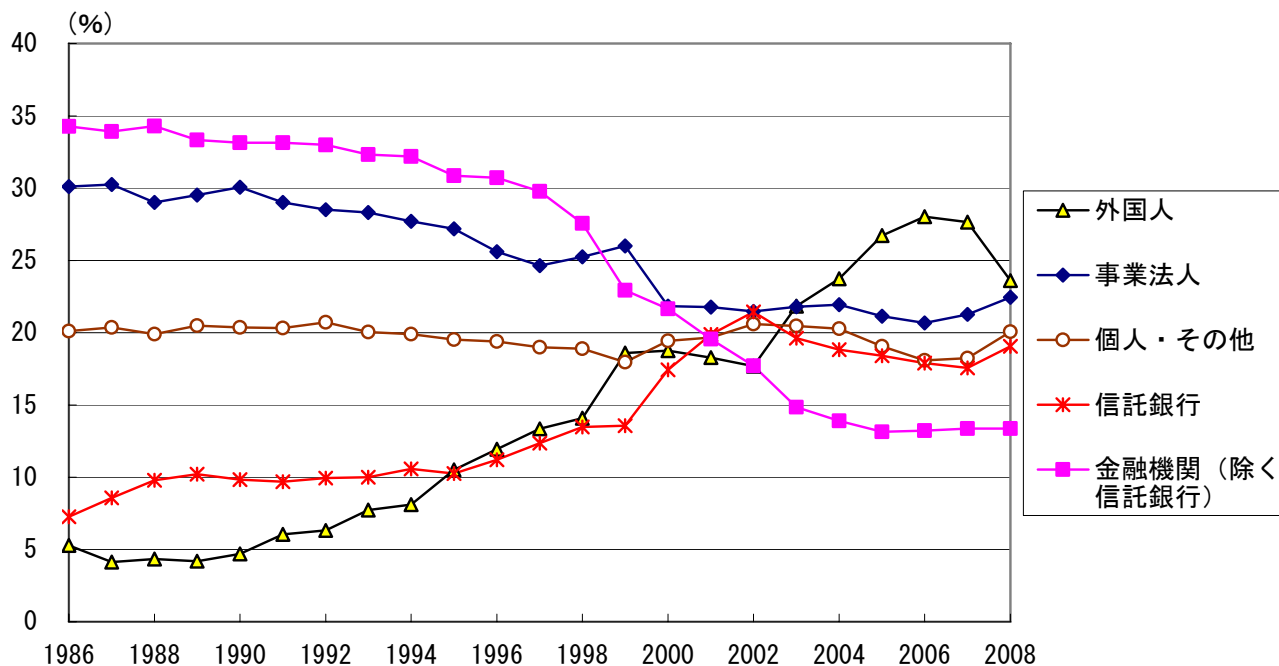
IFRS（国際会計基準）導入の影響

IFRS に関しては、包括利益（当期利益に期末の資産・負債の評価差損益を加えたもの）という概念が導入されることにより、株価の変動が業績に影響を与えることを回避するため、保有株式の売却に動き企業が増えるという見方がある。持ち合い解消などによって国内法人の株式保有比率はかなり低下したが、それでも 2008 年末の信託銀行を除く金融機関の株式保有金額比率は 13.4%、事業法人は 22.4%であり、これらを合計すると 35%強と前述の海外投資家を上回る水準である。今後売却が進むとすれば、需給面からの株価の上値を抑制することになるだろう。

輸出企業の成長性に関する疑問

輸出企業の成長性に対する不安という意味では、ハイテクに関しては韓国企業などの存在感が増す中で、競争力の低下が懸念されている。また、自動車は技術力の高さから高級車や環境対応車で依然として優位性があるものの、今後需要が見込めるのは新興国向け低価格車でどこまでシェアを伸ばせるかについては不透明感が強い。

図表 20: 日本株の投資主体別保有比率(金額ベース)



(資料) 全国証券取引所

3. 日本株上昇の処方箋

日本株上昇の処方箋は、日本の中期的ビジョンが示され、変化への期待を醸成すること

日本の株式相場は金融危機時のように急落しているわけではないため、政策当局による危機感は今とこと感じられない。しかし、これまでみてきたように、海外投資家が日本株に興味を失っているということは、積極的な日本株売り以上に深刻な市場からのメッセージとして受け止める必要があるだろう。その上で、日本株への投資を促すためのあらゆる対策を早急に打つべきであろう。

対策といってもかつてのPKOのような需給対策のことを指しているわけではない。株価の水準を引き上げることが重要なのではなく、中期的に日本の株式市場に資金が流入する体制を整えることが必要だからである。すなわち、構造的な要因に対応すべく、日本の進むべき中期的ビジョンを示し、そこに向けた施策を早急に実行に移すことこそが求められる。報道によれば、菅直人副総理・国家戦略相は、年内に経済成長戦略、来年5、6月をメドとして中期財政フレーム示す考えのようであるが、できるだけ前倒しするとともにその中身が重要である。この中では、税制を含めた財政改革の方向性を示すことに加え、成長戦略として人口の減少には歯止めをかけること、投資や研究開発へのサポートを強め国内企業の国際競争力を高めること、を明確に打ち出す必要があるだろう。また、需給面では国内法人が株式を持ちにくい環境が見込まれる中で、個人投資家の投資を促す施策が必要である。単なる投資減税の延長ではなく、株式譲渡損益と他の所得との損益通算などを真剣に検討する時期に来ているのではないだろうか。

以上

当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。