

market:update

金融経済の見通し

2022年4月11日

日本株は「投資妙味あり」か？

石油の価格が4倍に高騰した1970年代初めの第1次オイルショックでは、石油に代わる代替エネルギー源は無かったため、日曜日に自動車が路上から姿を消しました（日本では日曜祝日のガソリンスタンド営業自粛が、欧米諸国では自動車の日曜運転禁止措置が取られた）。幸いなことに、今日では経済の石油依存度は低下し、太陽光や風力発電、新しいバッテリー技術、水素などが将来のエネルギー源として有望視されています。しかし、ウクライナ戦争により、代替エネルギーへの切り替えに向け広範な集団的取り組みを必要としています。3月22日に、生産が開始されたテスラ社のドイツの工場は大きな生産能力を有しますが、皆が団結すれば驚くほど早く結果が出ることを示す事例です。

欧州は、原材料が不足し、サプライチェーンが寸断された状況下で、この課題に取り組まなければなりません。ドイツ企業は、受注は堅調ですが、生産が抑制されています。一方、欧州諸国は、少なくともパンデミック関連の行動制限を解除することができるため、サービス部門は回復する余地があります。

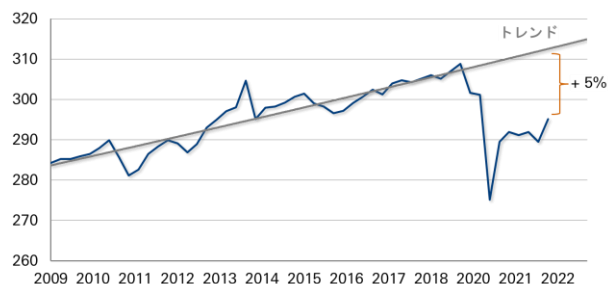
石油に代わるものはあっても、食料に代わるものはありません。ロシア、ウクライナからの穀物供給が減少するなか、米国と欧州は食料生産を拡大し、食肉の消費量を顕著に減少させ、農業の根本的な生産方式を問い直さなければなりません。加えて、例えば気候変動は土壌の質を脅かし、今後数年間で生産性が最大40%低下する可能性までも指摘されています。

消費回復が期待される日本

日本に目を向けると、経済成長率が2019年に前年比▲0.2%、2020年に同▲4.5%となった後、2021年は同+1.6%と期待外れな成長率にとどまりました。日本は、新型コロナウイルスのワクチン接種の開始が非常に遅かったため、経済は長い間ハンドブレーキをかけた状態でした。政府による感染拡大防止のための規制と消費者の慎重姿勢もこれに拍車をかけ、昨年の消費停滞として象徴的に示されました。

日本：2022年に消費は顕著な持ち直しが期待されトレンドに回帰へ

名目個人消費（単位：兆円）



出所：リフィニティブ・データストリーム、メツラー、2021年12月31日現在

しかし最近では、新規感染者数の減少傾向が定着してきました。日本も欧米諸国と同様、新型コロナウイルスと共存する道を歩み、新たな対策で国民生活を制限することはなくなりつつあるようです。3月のサービス業購買担当者景気指数(PMI)は、速報値で回復を示しました。また、個人消費も2月に回復の初期の兆候を見せました。

個人消費は、パンデミック以前のトレンドからまだ5%程度低いと推定され、今年は相当なキャッチアップの可能性があります。消費者信頼感もその可能性を押し量る重要な指標ですが、3月はウクライナ戦争とエネルギー価格の上昇により、一時的に下押しされた可能性があります。

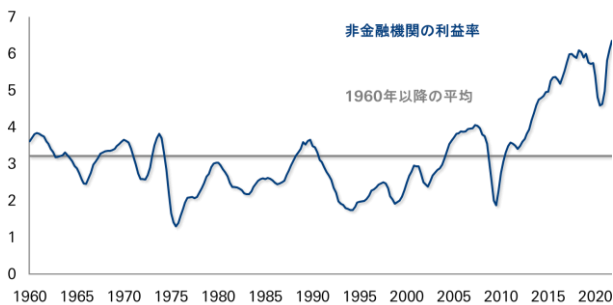
構造的に高まったとみられる日本企業の収益性

また、基本シナリオとして、企業の投資意欲の回復も期待されます。一つの論拠として例えば、厳しい経済環境にもかかわらず、日本企業の利益率は2021年10-12月期に過去最高を更新しました。

market:update

日本：高利益率は投資の大きなインセンティブになる

売上高利益率 (%) *



* 4四半期の移動平均

出所：リフィニティブ・データストリーム、メツラー、2021年12月31日現在

利益率の顕著な上昇は構造的なものであると考えており、これは日本企業にとって投資を拡大する大きな理由になるとみられます。2014年以降の日本政府の改革がその土台を築いてきましたが、この改革は次のように説明されるものです。

"日本版スチュワードシップ・コード (SC) は2014年2月に策定されました。投資家が企業と対話し、議決権を行使することで、より積極的に投資先企業にアプローチすることを目的としています。また、2015年6月のコーポレートガバナンス・コード (CGC) の導入に伴い、企業に対して企業統治や効率性、株主還元を改善するよう求める圧力が高まってきています。これら2つのコードは順次、改訂・改善され、企業行動や株主である投資家の姿勢に明確な影響を与えてきました。これまでのCGCの改正では、買収や非友好的な株主の行動から暗黙のうちに護り、しばしば株主価値の向上にマイナスの影響を与える「株式持ち合い」の根拠を説明することが企業に求められました。また、2020年3月に強化されたSCでは、投資家にESG要素の評価を求めるようになりました。"

政府の新たな景気刺激策

自民党、公明党の連立与党は、ウクライナ戦争による燃料や穀物価格の上昇による悪影響を緩和するため、新たな景気刺激策をまとめることで合意しました。

これまでのところ、補正予算は編成せず、2022年度予算の一部として確保された5.5兆円の予備費を財源とする方針が示されています。

一方で、景気刺激策は2段階に分けて行われる可能性があり、最初は予備費を財源とし、次に参院選後に議会を通過する補正予算で行われるとの見方もあるようで、合わせて規模が大きく拡大する予想もみられます。

顕著な円安

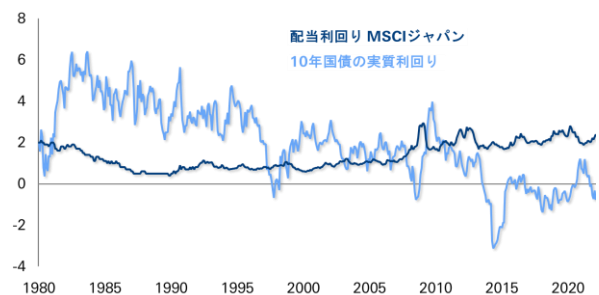
今年に入り、日本円は対米ドルで約6.5%下落しました。その主な理由は10年物国債の金利差で、米国では金利が著しく上昇しているのに対し、日本では日銀の「イールドカーブ・コントロール」によって大きく変化していません。

また、2月の前年同月比のインフレ率は、米国の7.9%に対し日本は0.9%にとどまりました。一方、ドル円レートは、過去12ヶ月で見ると10%もの円安となっています。つまり、米国に旅行する際の日本人の購買力は過去12ヶ月で約17%の低下を被ったこととなります。しかしその一方で、日本の輸出は非常に競争力を持つようになりました。

低バリュエーションと好業績が見込まれる日本株市場

3月末のIBESのコンセンサス予想では、今後12ヶ月間で5.8%の利益成長が見込まれています。その結果、株価収益率(PER)は13.1倍となり、国際比較で日本株は割安に評価されていることとなります。なお、1988年以降の平均は25.9倍です。

日本：2012年以降、国債よりも株式に妙味あり (単位：前年比(%))



出所：リフィニティブ・データストリーム、メツラー、2022年1月31日現在

収益性の向上により、配当金の支払いや自社株買いの増加も可能となります。1989年12月に0.4%しかなかった配当利回りが、最近では2.4%にまで上昇しています。配当利回りは実質値であるため、実質金利と比較すると、2012年以降、配当利回りは国債の実質利回りを顕著に上回っており、これは日本株が堅調なパフォーマンスを示し始めた時期と重なります。

market:update



Edgar Walli

メツラー・アセット・マネジメントGmbH
チーフ・エコノミスト
エドガー・ヴァルク

1. 本資料は、投資一任契約を踏まえた上で、メツラーグループが提供する情報をメツラー・アセット・マネジメント株式会社が翻訳・作成したものです。
2. 本資料は、特定の年金基金及び機関投資家向けに作成したものです。
3. 本資料は、当社が金融市場に関する情報提供のために作成した資料であり法令に基づく開示資料ではありません。
4. 実際の投資には、有価証券の価格変動、流動性、信用、カントリー、為替変動等の諸リスクが発生し、損失が生じる場合があります。投資元本を割り込むこともあります。
5. 手数料・費用等の投資家の負担は、個別の投資一任契約により異なりますので、その合計額や上限額をあらかじめ表示することはできません。
6. 契約の際には事前に契約締結前交付書面等を必ずお読みください。
7. 本資料に掲載された内容、意見、予測は今後予告なしに変更される場合があります。当社はその変更等に起因する損害について一切責任を負いません。
8. 害について一切責任を負いません。
9. 本資料は信頼できると判断される情報に基づき作成していますが、当社はこれら情報の正確性や信頼性、完全性を保証するものではありません。
10. 本資料で紹介している運用実績等は、過去の実績によるものであり、将来の運用成果の獲得を示唆あるいは保証するものではありません。
11. 本資料の全部又は一部を、当社の事前承諾なしに複写、複製若しくは配布することを禁じます。
12. 本資料に引用した各インデックス（指数）の商標、著作権、知的財産権その他一切の権利は、各算出元に帰属します。また、各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利および発表を停止する権利を有しています。

メツラー・アセット・マネジメント株式会社
〒100-0011
東京都千代田区内幸町2-2-2 富国生命ビル23階
Tel : 03-3502-6610 (代表) Fax : 03-3502-6616
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第467号
加入協会 一般社団法人 日本投資顧問業協会

W22-013