

海外投資家の日本株に対する見方

第3回「日本市場や日本企業の再認識と情報発信を考える懇談会」

NOMURA



野村證券 グローバル・リサーチ本部

エクイティ・リサーチ部

チーフ・ストラテジスト

田村 浩道

17頁のディスクレイマーをお読み下さい。

2013年4月10日

STRICTLY PRIVATE AND CONFIDENTIAL

© Nomura

(筆者が2013年1月にロンドン、ボストン、NYの投資家から受けた質問とそのディスカッション内容を中心に紹介しています。)

- 日本株に対して強気に見始めている投資家が増えているものの、まだアンダーウエートを継続している投資家も多かった。
- しかし、我々の日本株に対する強気に見方に対して、明確に否定する意見も聞かれなかった。その意味で、海外投資家のセンチメントは大きく変わってきている。
 - 12年夏頃「日本株が安いのはわかっているが、買う理由がない」
 - 12年11月末「日本株が上昇する可能性もあるが、またいつものパターンで終わる可能性もある」
 - 13年1月「強気に戻ってきているが、まだアンダーウエート継続」
- 投資家属性別にみると、日本株専門に長い投資経験を持っている投資家ほど懐疑的で、ヘッジファンドは日本株の上昇を確信している、という印象を受けた。
- 弱気スタンスの投資家は「なぜ、日本株に対してアンダーウエート継続なのか」という理由をスポンサーサイドに説明しなければならないが、この説明は以前と比べて困難に。
- 今は、日本株を買っていない投資家が多く存在し、エントリーポイントを待っている投資家が多い状態だと言える。

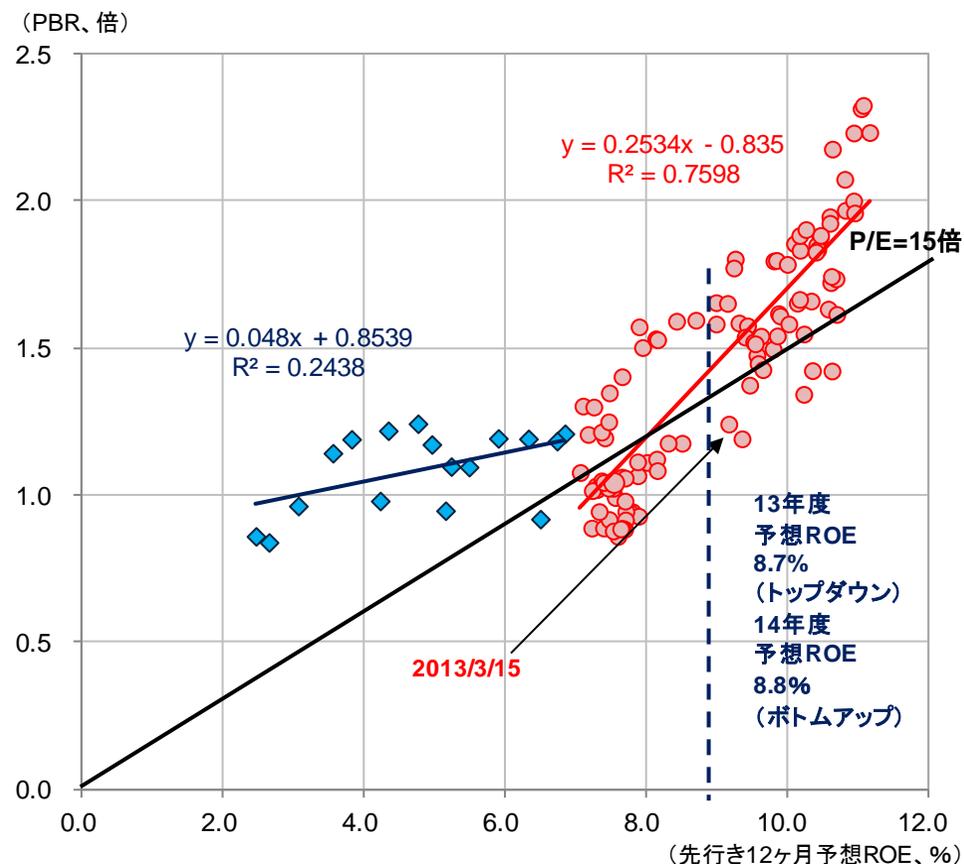
日本株のアップサイドはあるのか？

トップダウン業績見通し(2013年3月15日時点)

(年度)	08	09	10	11	12 予	13 予
日経平均基準(円)						
EPS	-74	338	564	442	625	875
前年度比(%)	赤字化	黒字化	66.9	-21.6	41.3	40.0
BPS	7,982	8,553	8,951	9,541	9,916	10,441
ROE(%)	-0.9	4.2	6.6	4.9	6.6	8.8
TOPIX基準						
EPS	-8.5	28.5	48.7	38.5	53.0	75.0
前年度比(%)	赤字化	黒字化	70.7	-20.9	37.5	41.5
BPS	776	810	819	831	862	907
ROE(%)	-0.9	3.7	6.0	4.7	6.4	8.7

出所:野村證券

TOPIXのPBRと12カ月先予想ROE

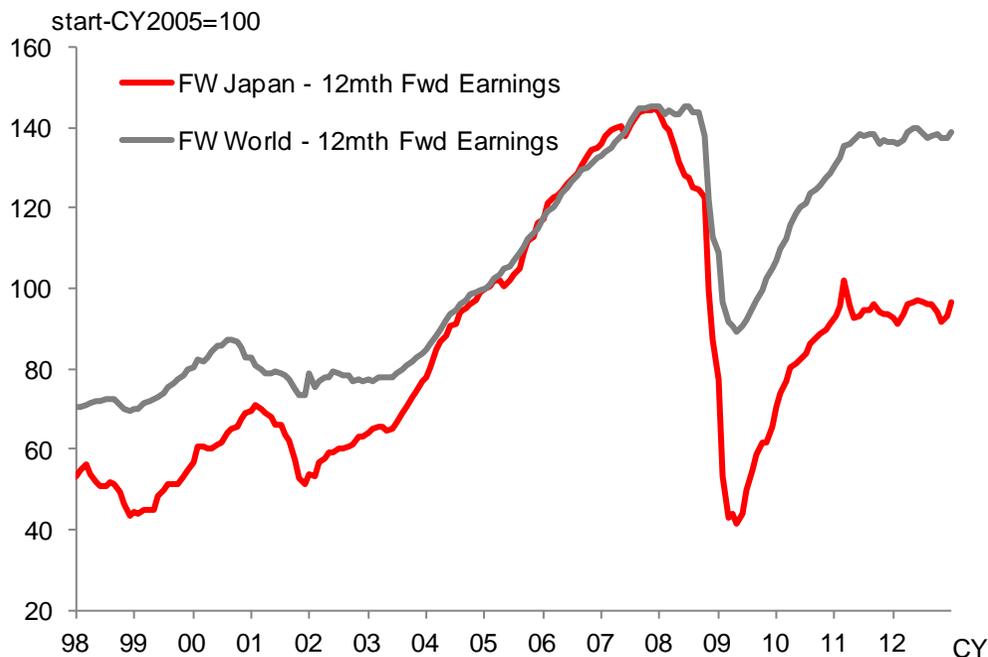


(注)各点が2003年1月以降、毎月末時点の予想ROEとPBRを示す。予想ROE=予想EPS(12カ月先行)／実績BPS。予想EPSは野村予想を東洋経済予想で補完して作成。
ボトムアップは、Russell/Nomura Largeの2013年2月時点の予想。
(出所)東洋経済資料より野村證券作成

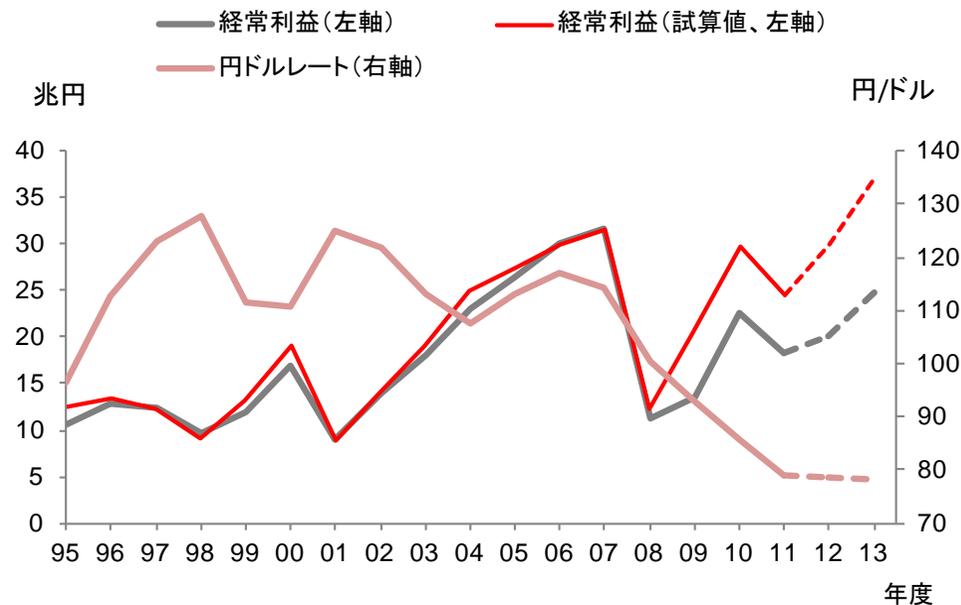
なぜROE上昇のポテンシャルがあるのか？

円高なかりせば、12年度には過去ピーク利益が更新できていたはず

日本と世界の業績水準



日本の経常利益実額と円ドルレート



注：左図の対象はFTSEの12カ月先予想EPS予想。右図の対象はRussell/Nomura Large Cap(除く金融)。為替レートが07年度の水準で一定と仮定した場合の経常利益を試算値として示した。
出所：FTSE、トムソン・ロイター、野村證券

CPI2%というターゲットは実現可能なのか？プロセスは？

NOMURA

消費者物価指数の推移



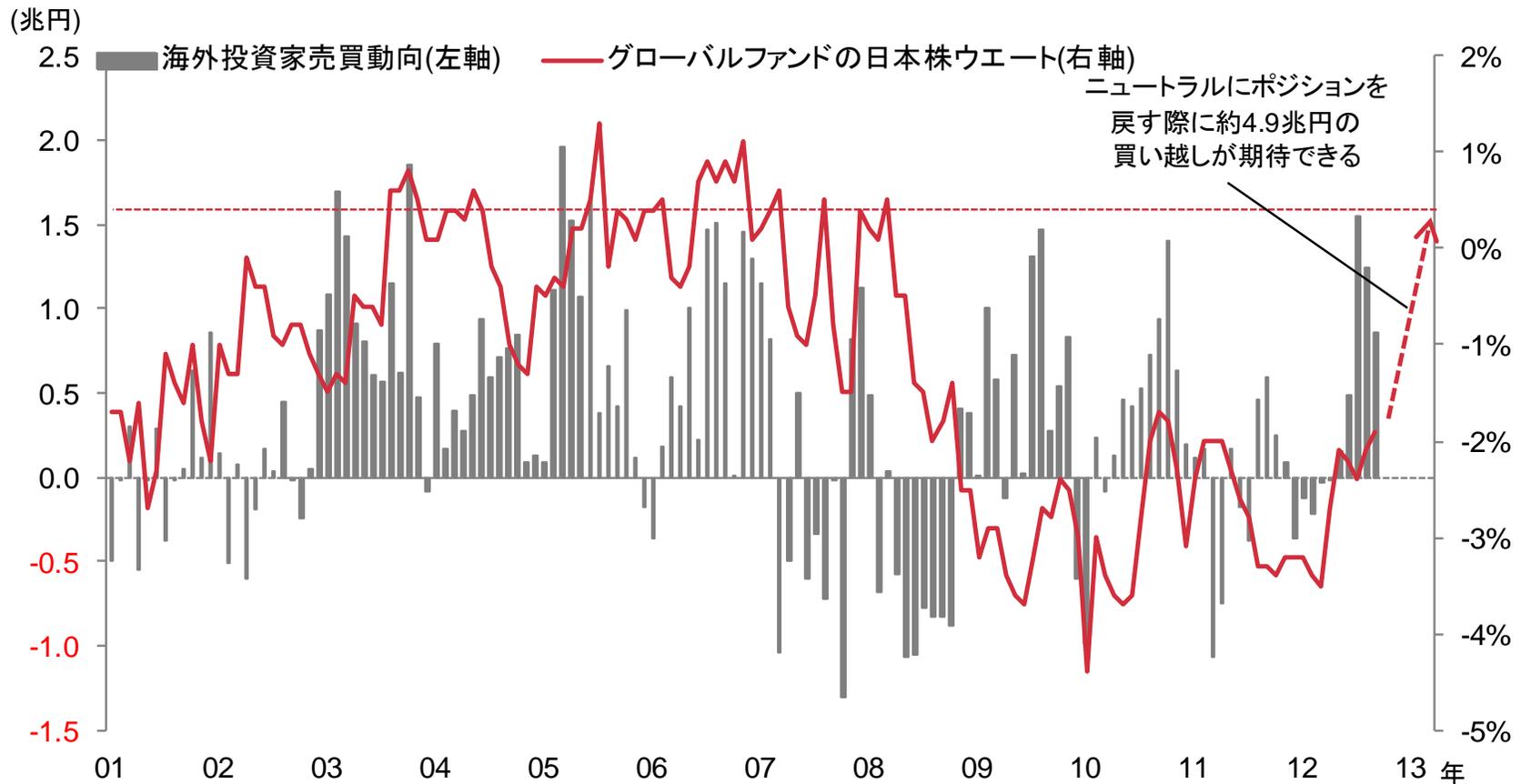
(出所)総務省資料より野村證券作成

- 2年以内に、2%のインフレターゲットが実現する可能性は低いだろう。
- しかし、問題はレベルでなく、マイナスからプラス領域へ変えるという方向性である。実現可能性を高めるために、あえて高い目標を設定したという理解。
- 想定しているプロセスは、
金融緩和→円安⇓→企業業績↗+資産価格↗→個人消費↗+設備投資↗→景気↗+賃金↗→需給ギャップ⇓→インフレ期待
というものである。

海外投資家の動向と株価インパクトは？

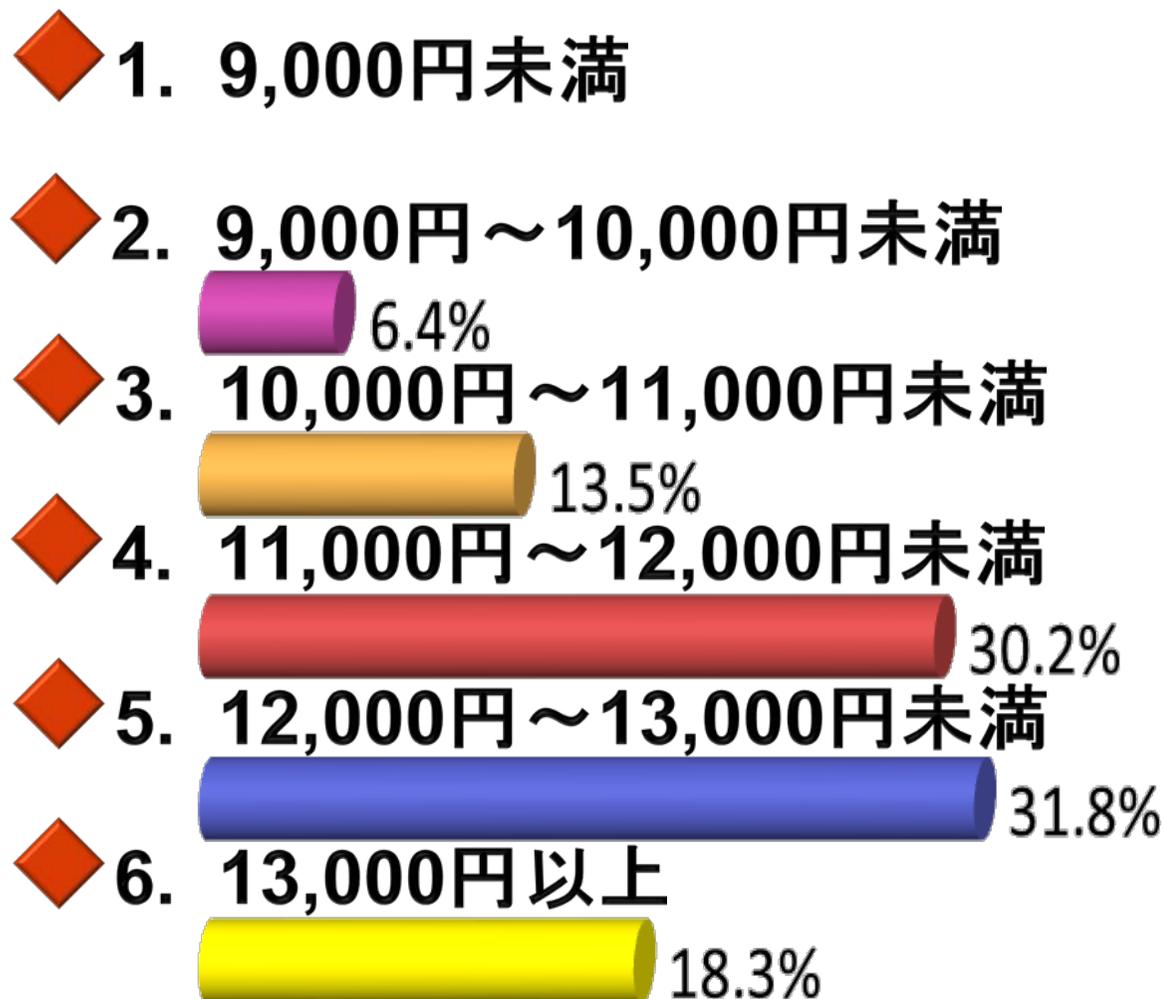
海外投資家はアンダーウエート継続と見られる

グローバルファンドの日本株ウエートと海外投資家売買動向



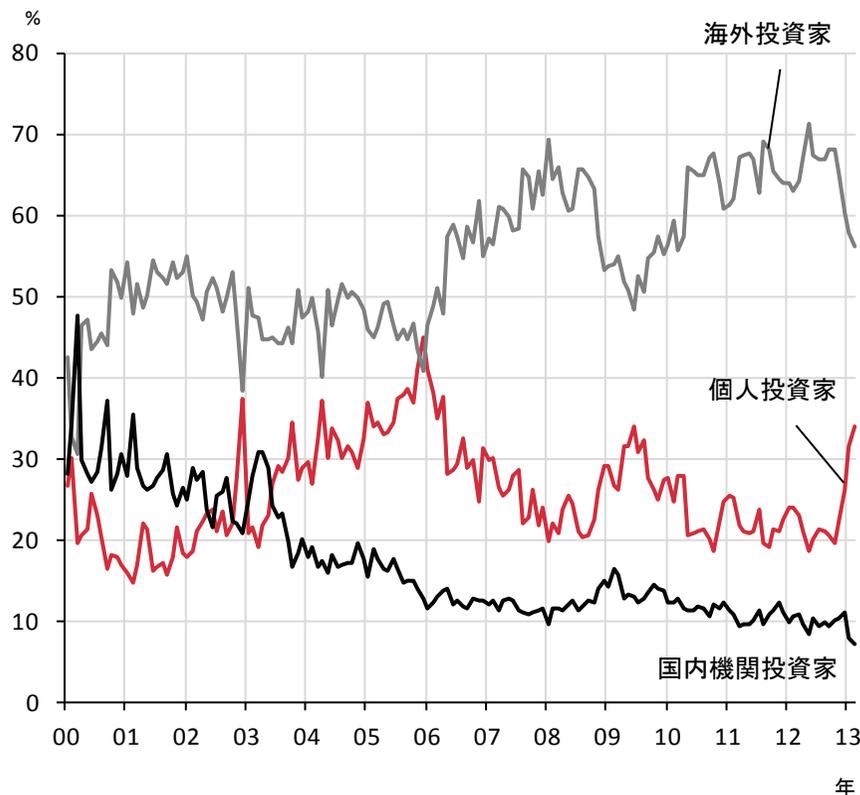
注: 日本株ウエートはニュートラルからのかい離率で表示。 出所: EPFR、東京証券取引所資料より野村證券作成

Q1 2013年末の日経平均は？



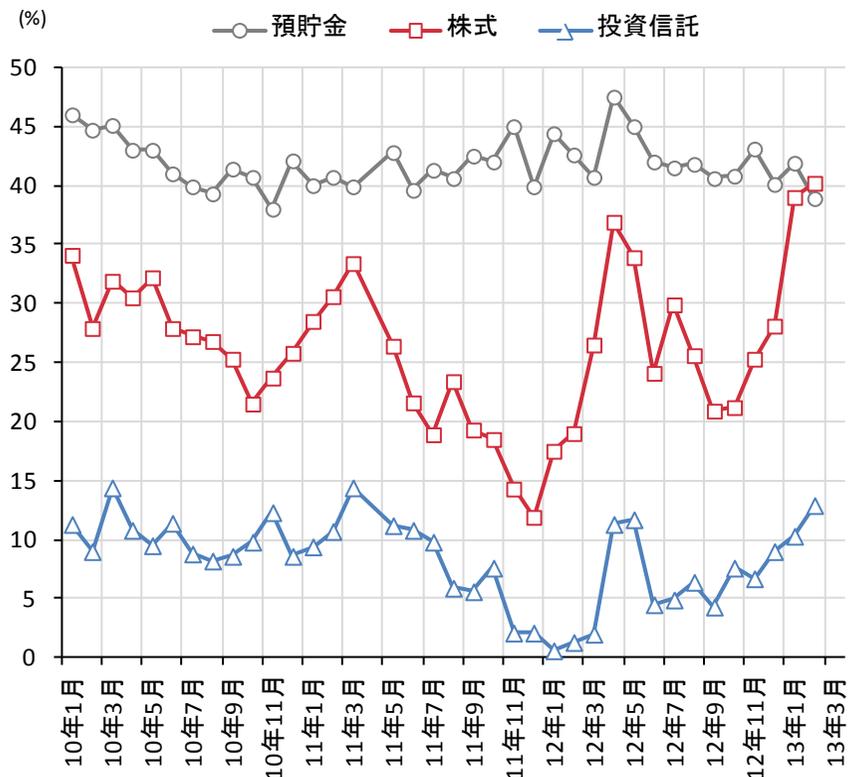
個人投資家の動向は？

主要3市場における委託売買代金シェア



注: 13年2月は2月1週までの数字
出所: 東京証券取引所資料より野村証券作成

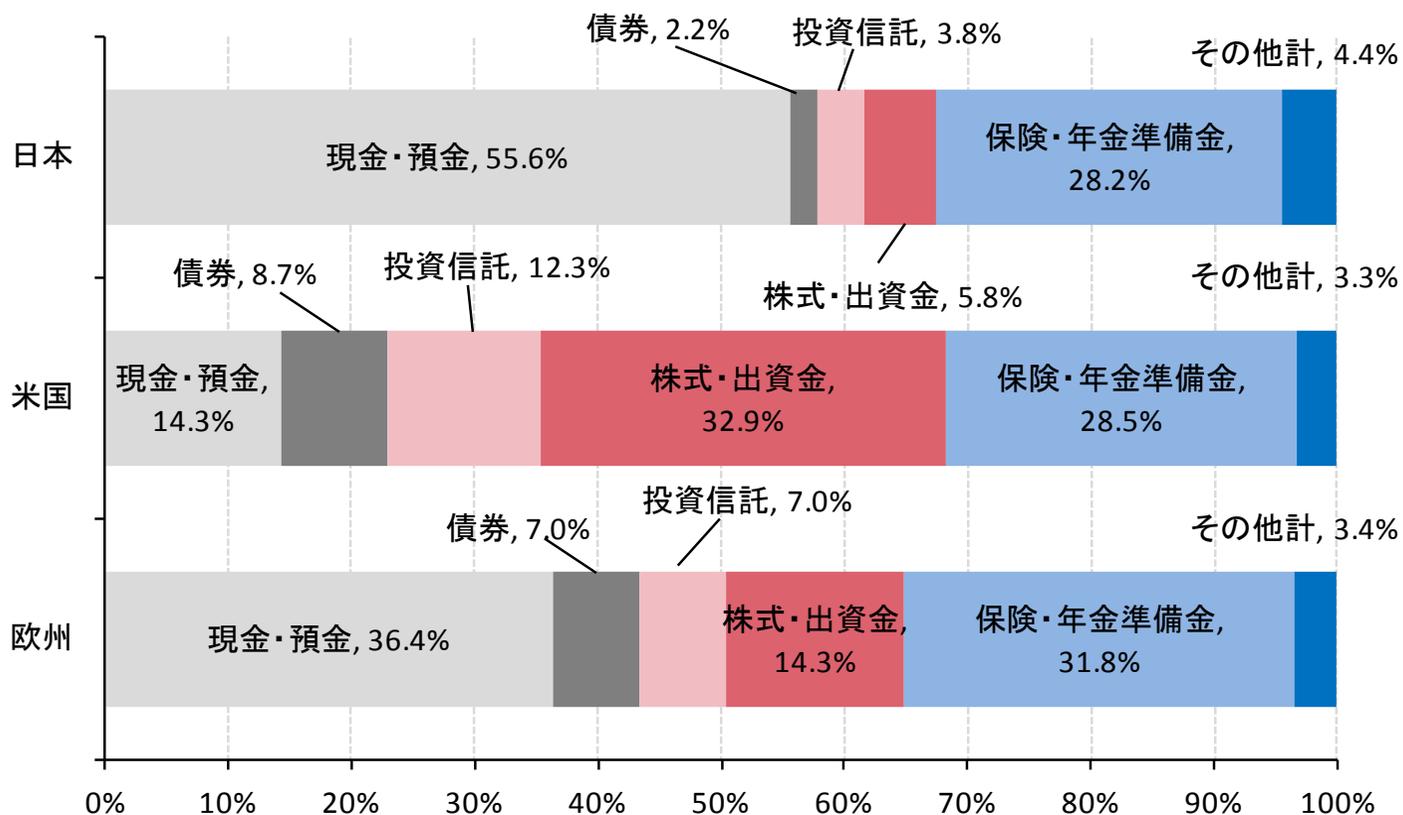
今後増やしたい金融商品・減らしたい金融商品DI (株式・預貯金・投資信託)



注: 質問形式は、金融商品に対する9つの選択肢の中から「新しく保有したい、あるいは保有金額を増やしたい金融商品」の質問と「保有をやめたい、あるいは保有金額を減らしたい金融商品」の質問についてそれぞれ回答(複数選択可能)。図表は預貯金・株式・投資信託それぞれの「新しく保有したい、あるいは保有金額を増やしたい金融商品」と答えた比率から「保有をやめたい、あるいは保有金額を減らしたい金融商品」と答えた比率を差し引いた数値。
出所: 野村証券「ノムラ個人投資家サーベイ」

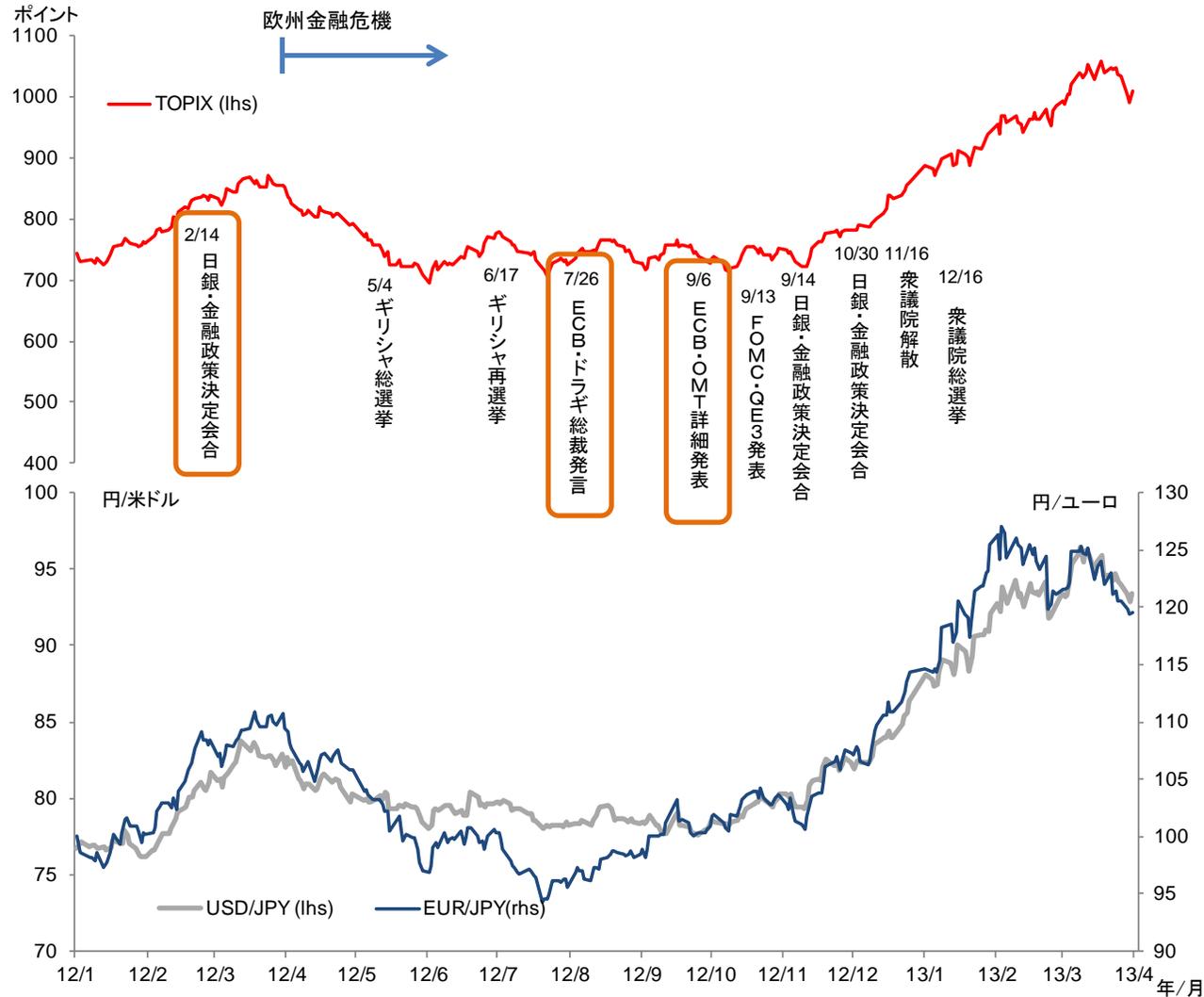
家計の資産構成に変化は起きるのか？

日・米・欧の家計の資産構成



注: 日本と米国は2012年9月末時点、欧州は2012年6月末時点。
出所: 日本銀行資料より野村證券作成

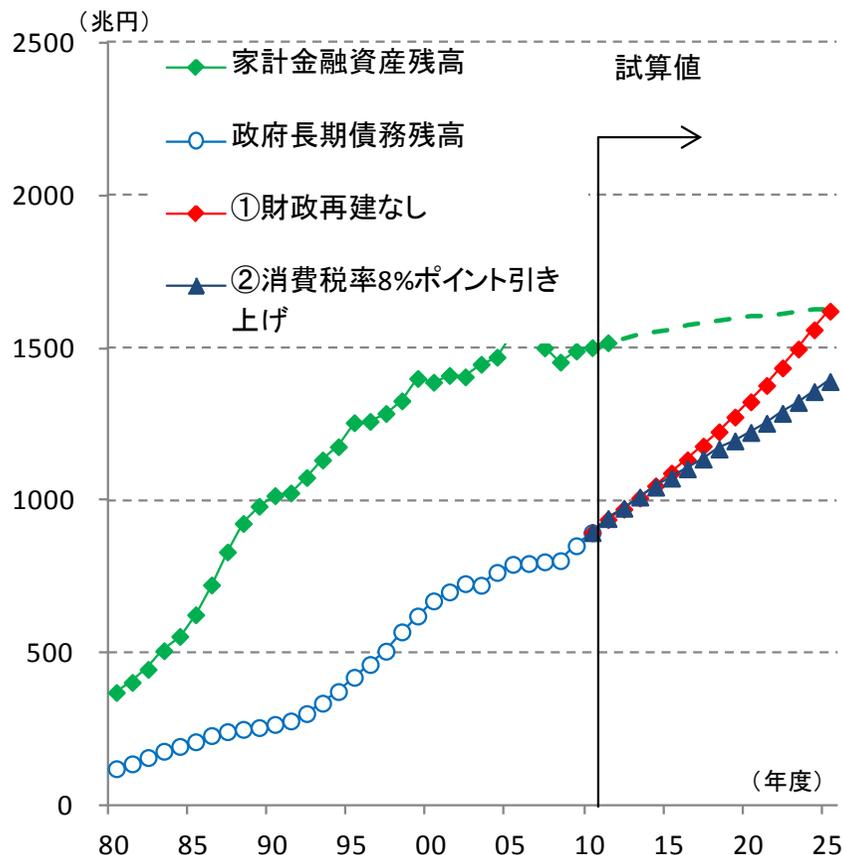
結局2012年と同じ3月末天井なのでは？



出所: 東京証券取引所、日本銀行データ及び各種報道より野村證券作成

財政支出により、財政規律は緩むのではないか？

家計金融資産と政府債務残高の試算



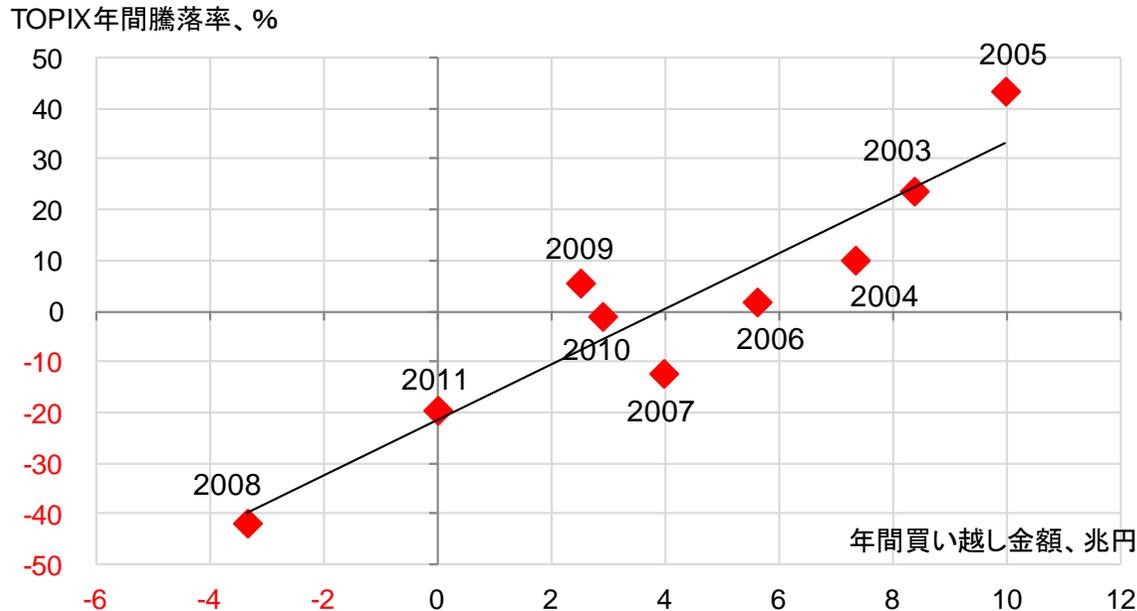
- 安倍政権にとっての最重要課題は、経済再生である。「強い経済の再生なくして財政再建もない」というのが基本スタンス。
- もちろん、歯止めのない財政支出拡大は、財政規律の問題からネガティブと捉えられる。財政再建がなければ、2025年には政府債務残高が家計の金融資産残高を上回る可能性がある。
- 大型補正予算を組む背景に、13年4-6月期のGDP成長率をプラスにして、14年の消費増税を確実にしたいということがあるのを忘れてはならない。3%ポイントの消費税率の引き上げで、約7.5兆円の税収増が見込まれている。
- したがって、これを上回る規模の支出増が数年にわたって行われることは、考えにくいだろう。

(注)「②消費税率8%ポイント引き上げ」ケースでは、2014年度、2015年度、2019年度にそれぞれ3%ポイント、2%ポイント、3%ポイントずつ消費税率を引き上げると想定。

(出所)財務省、日本銀行、その他資料より野村證券作成

2005年の小泉郵政解散相場との類似点、相違点は？

海外投資家の年間日本株買い越し金額(現物・先物合計)と年間TOPIX騰落率



● 類似点

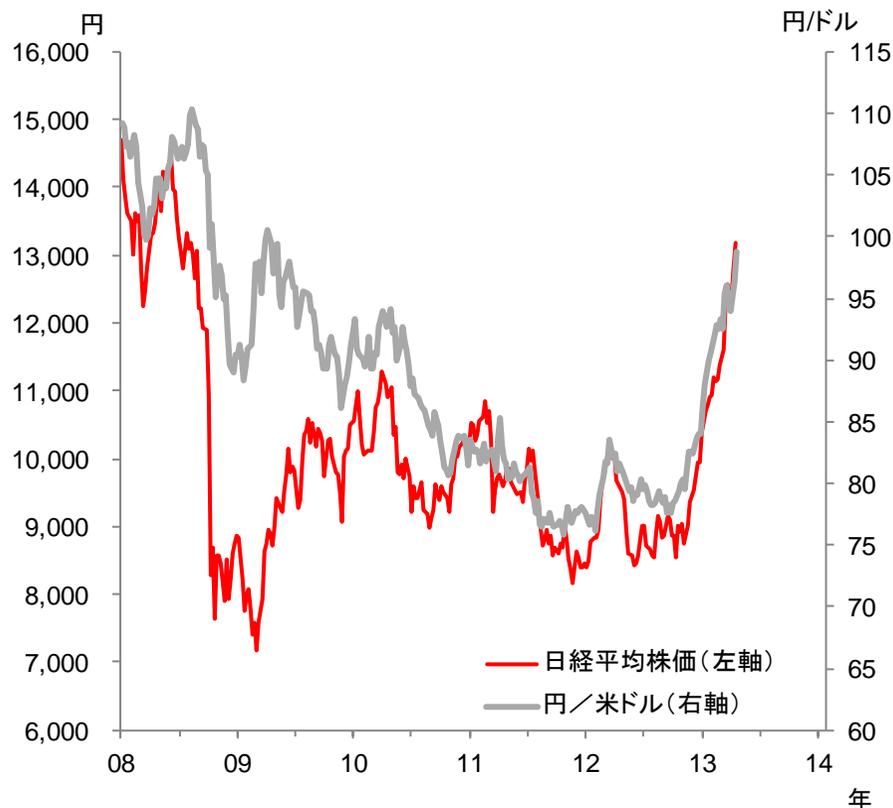
- “日本が変わる”という期待の元で、大幅な外国人投資家による買い越しと相場上昇が実現。

● 相違点

- そもそもの株価バリュエーション。今回は極端な割安相場からの戻り。
- 与党内に反対勢力がいた不安定な状態（小泉氏）と、挙党一致体制（安倍氏）の違う。
- 小さな政府を目指す（小泉氏）、大きな政府の議論が今のところ中心（安倍氏）。

(注) 買い越し金額は現物と先物の合計。(出所) 東京証券取引所、大阪証券取引所資料より野村證券作成

日経平均と為替



出所：日本経済新聞社データより野村証券作成。

麻生副総理の記者会見要旨

- 麻生太郎副総理・財務・金融相は1月28日の臨時閣議後の記者会見で、各国で日本が通貨安政策をとっているとの批判が起きていることに「ドルやユーロが下がった時には（日本は）一言も文句を言っていない」と語った。2008年9月に起きたリーマン・ショックの前には円相場が1ドル=100円を下回る円安水準だったことに触れ、「戻したらぐちゃぐちゃ言うてくるのは筋としておかしい」と反論した。
- 最近の円相場は、デフレ不況から脱却するために安倍晋三政権がとった施策を受けて「結果として安くなったもの」と分析。「付随的に起きている話」として、過度な円高の修正局面だとの認識を示した。

出所：日本経済新聞2013年1月28日 電子版

円ドルレートとドル建てTOPIX



出所:QUICKデータより野村証券作成

- コストが安いこともあり、基本は為替をヘッジすることをお勧めしたい。
- なお、円ドルレートが1%円安に動いたときには、日経平均1.5%、TOPIXは1.2%上昇するものと推定している。したがって、為替ヘッジなしでもドルベースの超過リターンは獲得可能である。
- 長期的に見て円ドルレートとドルベースTOPIXの間には、正の相関関係が見られる。この関係は直近において強まっており、為替ヘッジを行わない投資家も、日本株上昇のドルベースの恩恵が受けられるものと考えている。

前回の安倍内閣と何が違うのか？

第一次、第二次安倍政権の比較

	第一次安倍政権	第二次安倍政権
期間	2006/9/26-2007/8/27	2012/12/26-
スローガン	美しい国、日本	危機突破内閣(経済再生、デフレ脱却、円高是正)
政権発足後の支持率	71%	62%
主な実績	日中、日韓関係の改善 教育基本法の改正 防衛庁の省昇格	
閣僚起用方針の評判	“お友達内閣” 総裁選挙で対立候補となった谷垣氏と谷垣派議員からは入閣なし	“重量級の布陣” 元首相(麻生氏)、前自民党総裁(谷垣氏)を含む重量級、「拳党一致」の布陣
健康状態	「潰瘍性大腸炎」により途中退陣	新薬でコントロール

(出所)野村證券

- 安倍新政権の政策優先順位
 1. 経済再生
 2. 日米同盟強化
 3. 韓国、中国との関係改善
 4. 憲法、教育
- 経済再生が最重点課題
 - 経済財政諮問会議 (マクロ)
 - 経済再生本部 (ミクロ)
- 重要閣僚
 - 副総理・財務・金融
麻生太郎 (元首相、安倍前内閣で外務大臣)
 - 官房長官
菅 義偉 (安倍前内閣で総務大臣、安倍氏側近)
 - 経済再生
甘利 明 (安倍前内閣で経済産業大臣、経済財政諮問会議と経済再生本部を統括)

- 日銀の総裁は誰になりそうなのか。
- 日銀の緩和策はどのようなものになりそうなのか。
- 日本の公的年金が株式保有を増やす可能性はあるのか。
- 法人税減税の可能性はあるのか。
- 日中関係の問題はどう考えればいいのか。安倍政権で悪化するリスクはないか。
- アベノミクスは期待先行で進んでいるが、現実のフェーズに移行するのか。
- アベノミクスが進むことにより、JGBの暴落リスクが高まるのではないか。
- 賃金上昇のトレンドは今後広がっていくのか。
- 2014年の消費増税は、景気と株価にネガティブなインパクトを与えるのではないか。
- 6月の成長戦略で注目すべきポイントとは何か。
- 規制緩和などの痛みを伴う構造改革に関する政策が少ない点が問題ではないのか？

当社で取り扱う商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等(国内株式取引の場合は約定代金に対して最大1.365%(税込み)(20万円以下の場合、2,730円(税込み))の売買手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された購入時手数料および運用管理費用(信託報酬)等の諸経費、等)をご負担いただく場合があります。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、等をよくお読みください。

国内株式(国内REIT、国内ETF、国内ETNを含む)の売買取引には、約定代金に対し最大1.365%(税込み)(20万円以下の場合2,730円(税込み))の売買手数料をいただきます。国内株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。国内株式は株価の変動により損失が生じるおそれがあります。国内REITは運用する不動産の価格や収益力の変動により損失が生じるおそれがあります。国内ETFは連動する指数等の変動により損失が生じるおそれがあります。

外国株式の売買取引には、売買金額(現地約定金額に現地手数料と税金等を買いの場合には加え、売りの場合には差し引いた額)に対し最大0.9975%(税込み)(売買代金が75万円以下の場合最大7,455円(税込み))の国内売買手数料をいただきます。外国の金融商品市場での現地手数料や税金等は国や地域により異なります。外国株式を相対取引(募集等を含む)によりご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。ただし、相対取引による売買においても、お客様との合意に基づき、別途手数料をいただくことがあります。外国株式は株価の変動および為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

債券を募集・売出し等その他、当社との相対取引によってご購入いただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券の価格は市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込むことがあります。加えて、外貨建て債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

信用取引には、売買手数料(約定代金に対し最大1.365%(税込み)(20万円以下の場合2,730円(税込み)))、管理費および権利処理手数料をいただきます。加えて、買付の場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付け株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託保証金は、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の額が必要です。信用取引では、委託保証金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。詳しくは、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、等をよくお読みください。

野村証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第142号

加入協会/日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、

一般社団法人 第二種金融商品取引業協会