

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

我が国の経済を支える証券市場の活性化は急務であり、そのためには個人金融資産など民間の活力を生かすことが重要です。我が国には優れた技術を持つ企業、産業が多く存在するなど、資産運用の場としての証券市場は引き続き魅力的であると考えています。当懇談会は、日本市場や日本企業の重要性や魅力を再認識し、資産運用の大切さや株式投資の魅力について投資家に情報発信を行う目的で設置しました。



第3回懇談会

2年間程度でデフレ脱却の 条件が出揃う可能性 海外投資家の日本株に対する見方 日本株市場の魅力の発信

平成25年4月10日



出席者



座長
翁 百合
日本総合研究所
理事



副座長
岡野 進
大和総研
常務執行役員



委員
宇野 淳
早稲田大学大学院
ファイナンス研究科
教授



委員
佐藤 淑子
日本IR協議会
事務局長・首席研究員



委員
野尻 哲史
フィデリティ投信
フィデリティ退職・
投資教育研究所所長



委員
松岡 真宏
フロンティア・
マネジメント
代表取締役

オブザーバー

木野内 栄治 大和証券 投資戦略部部長
楠 雄治 楽天証券 代表取締役社長
多賀谷 彰 日本取引所グループ 広報・IR部長

田村 浩道 野村證券 チーフストラテジスト
村上 雅昭 東海東京フィナンシャル・ホールディングス
常務執行役員

2年間程度でデフレ脱却の条件が出揃う可能性 海外投資家の日本株に対する見方 日本株市場の魅力の発信

平成25年4月10日

国内証券市場の投資環境が改善されていく中で、投資家層のさらなる拡大に向けて、市場からの情報発信がますます重要となります。第3回懇談会では、大和証券の木野内栄治氏が、現在の日本経済が置かれた現状からデフレ脱却の可能性を示唆しました。野村証券の田村浩道氏は海外投資家が日本株市場をどう見ているかを紹介し、日本取引所グループの多賀谷彰氏は、国内証券市場の魅力を発信する取引所の取り組みについて説明しました。

政府と日銀が主導する金融政策により、日本経済はデフレ脱却に向けて本格的に動き出したように見えます。大和証券でマーケット分析を行う木野内栄治氏は、政策以外にもデフレ脱却の条件が出そろいつつあり、バブル崩壊以来20年余りにわたる調整期が終了する可能性を示唆しました。

日本のデフレ脱却の条件となる 金融緩和と円安期待

デフレ脱却に向け、政府は年2%のインフレ目標を打ち出しましたが、今回は政策の話とは別に、景気循環やビジネスサイクルなどの角度から、デフレ脱却の条件が出そろう可能性について紹介します。

景気循環の考え方に立つと、今はコンドラチェフ波動という50年程度の循環の底離れ局面と見ることができます。米国では、物価指数が50数年に一度底をつけるサイクルが過去に見られました。近年でも30年程度の金利低下の波動が観測できます。

こうした循環によるデフレ底入れの条件として、「金の産出量拡大」「50年程度の日柄の経過」「イノベーションの増加」「ニューフロンティアの獲得」「紛争の増加」が必要だということが、諸外国の先行研究で指摘されています。これに為替や金利といった日本特有の条件を加え、次の7つの要因が、現代の日本におけるデフレ脱却に必要な条件と考えられます。

1つ目は「積極的な金融緩和」。現在進めている2%のインフレ

目標は株価に効果的であることは、過去の事例から検証できます。米国では2012年に2%のインフレ目標が宣言され、その後NYダウは上昇しました。タイ、韓国、フィリピンにおいても、インフレターゲット政策を導入すると株価は堅調に推移するようになりました。近年のアジアにおけるインフレターゲット政策の導入事例はこの3カ国だけであり、政策の導入が株価に好影響を与えることが実証されています。



木野内オブザーバー

2つ目は「長期的な円安期待」です。背景には貿易の構造変化があります。アジアの台頭による日本の競争力低下に加え、石油価格の恒常的な高止まりによる輸入金額の増加と、それに伴う貿易の赤字化という構造により、日本は成熟した債権国へと移行しています。同様の事例として70年代の米国があります。企業が苦しみ、株価が上がらなかったこの時期に長期的なドル安が始まり、貿易赤字が増えるとともにインフレになっていきました。現在の日本も、これまでのデフレから、徐々にインフレ傾向が強まっているといえます。

3点目の条件は「約50年サイクル」で、これは公共投資のサイクルが当てはまります。首都高速の供用が始まったのは1962年で、すでに一部区間の建て替えが決定しています。今後数十年間は、こうした社会インフラの再構築が発生し続けると考えられます。過去の研究から、公共投資のサイクルとコンドラチェフ波動の50年周期がさまざまな国において一致することが指摘されており、今の政府が進めている国土強靱化政策も、デフレ脱却に効果があると考えられます。

公共投資の建て替え需要と デジタル通信の技術革新に注目

4点目は「イノベーションの増加」。これまでの技術革新は「キー・ファクター」と呼ばれる財によって支えられてきました。キー・ファクターは「継続的に価格が下落し、ほぼ無限に提供される財」と定義されます。例えば鉄鋼の価格が継続的に下落したとき、鉄道運送がリーディング産業となりました。半導体が安くなったことでエレクトロニクス産業が栄えました。

私がキー・ファクターとして注目しているのはシェールガスとデジタル通信です。最近の売れ筋商品の多くは通信を利用したもので、通信速度の増加を背景に、魅力的な商品が次々と生まれています。Windows XPの買い替え需要も、タブレットPCの普及など新たなイノベーションが生まれる要因となり得ます。



TPPやFTAへの取り組み
米国金利の底入れも株価上昇の要因に



翁座長

5点目は「ニューフロンティアの獲得」です。デフレ脱却には保護主義の台頭と打破というサイクルが関係することが先行研究でわかっています。日本でも、鎖国から開国、関税率の引き上げ競争から日英同盟の成立、1930年代のブロック経済から第2次世界大戦後の日米安保条約というサイクルでデフレを克服してきました。

現在の保護主義に当てはまるのは、1991年から92年にかけての経済統合ブームです。南米南部共同市場(メルコスール)や北米自由貿易協定(NAFTA)、欧州連合(EU)が成立したのがこの時期。アジア以外の地域で経済統合ブームが起きたことが、輸出立国型のビジネスモデルを追求してきたアジアの成長の阻害要因と考えられます。その後、1993年のASEAN自由貿易協定(AFTA)の成立でシンガポールの株価は高値を抜け、韓国も2003年にFTAロードマップを策定すると株価はダウントレンドを脱しました。日本のTPPやFTAへの取り組みに期待したいところです。

6点目が「紛争の増加」。これまでの国際的な紛争の増加は、国際商品市況の高騰が引き金のひとつとなったことが検証されています。商品市況が上昇する大きな要因となり得るのが中国の成長です。中国の株価指数はおおむね5年サイクルでボトムをつけており、そのサイクルに従うと、次は2014年か15年頃から株価が本格的に上がってくると予想します。

最後、7つ目のポイントは「海外金利の底入れ」です。過去において、日本の株価の底入れを示唆する現象は米国の長期金利の底入れでした。現在、米国では2015年初頭にかけて重要な金融規制が次々と導入され、銀行はデレバレッジ(負債の縮小)を進めています。規制の導入が終わるとデレバレッジも終わり、金利も下げ止まると考えられます。

以上7つの条件のうち、1番目から4番目までは政策的にも状況的にも出そろったといえますが、5、6、7番目についてはあと2年ほどの時間を要するでしょう。この7つの条件が出そろえば、これまでの20数年にわたる調整期間が終わるとともに、日本の株式市場はさらに魅力的なものになり、海外投資家からの認識も変わってくることでしょう。

「アベノミクス相場」は秋まで継続
消費税率引き上げに伴い調整の可能性

日本証券業協会・前会長 デフレ脱却には個人消費の伸びも重要だと思います。低金利のまま個人消費が伸びるには、個人の収入が増えなければいけないが、2%のインフレ目標と個人の収入との関係をどう考えているのか。

木野内オブザーバー まず企業部門が回復し、就労者の所得が増えていくという経路を考えるべきだと思います。実際に、足元でそうした動きが見られています。もうひとつは資産運用から得られる収益です。この2つの面から個人消費が刺激されると考えています。

松岡委員 株価の底入れとは逆に、次に天井を打つ転換点として注目していることはありますか。

木野内オブザーバー 安倍政権の経済政策における「三本の矢」のうち、成長戦略と公共投資については、消費税法の附則として重点的に資金を配分することが認められています。今年の9月から11月の間に、安倍政権が2014年の消費税率引き上げを最終的に了解する閣議決定を行うと考えられ、このタイミングまでは公共投資などの景気対策は継続されます。したがって、アベノミクスに対する期待感は今秋までは継続できると思いますが、その後は消費税率引き上げに伴う調整が入る時期があると考えられます。

松岡委員 現在の米国における時価総額トップ10の企業は、20年前にはなかった企業です。一方、日本の場合はほとんどが昔からある企業です。今後、日本でも米国のように産業構造の転換が起こり、新しい企業が台頭するのでしょうか。

木野内オブザーバー 過去の例ではキー・ファクターである財を提供する古い企業と、それを利用する新しい企業という両面での成長がありました。現在でいえば、前者はデジタル通信を提供する通信大手、後者はスマートフォンのアプリケーションを開発する企業などが当てはまります。古い企業の変革と新しい企業の台頭のいずれも重要だと考えます。



松岡委員

2年間程度でデフレ脱却の条件が出揃う可能性
海外投資家の日本株に対する見方 日本株市場の魅力の発信

平成25年4月10日

国内株式市場の変化は、海の向こうからはどのように映っているのか。野村證券でストラテジストを務める田村浩道氏が、2013年1月にロンドン、ボストン、ニューヨークの顧客を訪問した際の議論をもとに、海外投資家が日本株をどのように見ているかを紹介しします。

ROEの上昇は株価に好影響
日本株への個人の興味は高まる

今年1月時点で、日本株に対して強気に見始めている海外投資家が増えていると感じました。日銀の「異次元の金融緩和策」の効果でアベノミクスへの信頼感が高まることで、海外投資家の見方はさらにポジティブになっていくと思われます。

ここからは私が海外投資家から受けた質問を紹介しします。まずは「日本株はこれからまだ上がるのか」という質問。過去のROE（株主資本利益率）とPBR（株価純資産倍率）の関係を見ると、ROEが7%以下のときはPBRも低調で、ROEが7%を超えると、ROEが高まるほどPBRも上がる傾向があります。TOPIX基準のROEを見ると、2011年度の実績が4.7%ですが、2013年度の予想では8.7%となり、PBRの切り上がりが見込める状況となります。2014年度は8.8%と予想しており、ここに為替や補正予算効果のプラス要因が加われば、PBRのさらなる切り上がりが見込まれ、より大きなアップサイドが生まれるという見方ができます。

「物価上昇率2%は本当に可能か」という質問も多く受けました。1月時点では、2年以内に2%を達成するのは難しいと答えました。しかし、2%という数値そのものが問題ではなく、デフレというマイナスから、インフレというプラスの方向性に変えることが重要であり、そのためにあえて高い目標を設定したと理解しています。今回の金融緩和策は、日銀や政府の本気度の表れだと思います。

個人投資家の動向についても聞かれました。主要3市場における個人の売買シェアは足元で3割を超えており、活況を呈しています。背景には1月の信用取引の規制緩和がありますが、一般の個人投資



田村オブザーバー

家の株式に対する興味が高まっていることが野村證券の調査でわかっており、日本の個人投資家は日本株に対して強気に見ている傾向があります。

「家計の資産構成に変化は起きるのか」という質問もありました。日本の家計資産は米国や欧州と比較して現金過多で、5割以上が現預金という現状をよく指摘されます。日本人の保守性を考えると現預金がいきなりリスク資産に動くことは考えられませんが、それでもインフレ下で最も不利な現預



金という資産は、例えば今後10年間で年1%のペースで減っていくことは十分考えられるシナリオです。

日本株を長く見ている投資家ほど慎重
ファンドマネージャーの増加も限定的

佐藤委員 リーマン・ショック以降、グローバルファンドにおいて日本株を見る人が少なくなっているという声が企業側から出ています。日本株のファンドマネージャーやアナリストを増やすような動きはあるのでしょうか。

田村オブザーバー リーマン・ショック前後から、グローバルファンドでの日本株のアンダーウェイトが続いており、それに伴い日本株専門のファンドマネージャーも減っていて、APAC（アジア太平洋）といっしょにしようというのがこれまでのトレンドでした。足元では日本株のファンドマネージャーを増やす動きが若干見られるものの、まだ全体的なトレンドにはなっていない印象です。

野尻委員 家計における預金の比率が10年かけて毎年1%ずつ下がるという数値には、どういった根拠があるのでしょうか。

田村オブザーバー 参考にしたのは1990年代のドイツです。ドイツでは現預金からリスク資産へのシフトが年率で約1.3%ずつ進みました。日本でも年率1%程度のシフトはそれほど難しくないと考えています。

翁座長 投資家によって日本株に対する見方の違いはあるのでしょうか。

田村オブザーバー ヘッジファンドは買い越しが多かった一方で、中長期的に株式を運用するグローバルロングオンリーの海外投資家は、2月末時点でも日本株はアンダーウェイトでした。日本株を長く見ている投資家ほど懐疑的になっているようです。

2年間程度でデフレ脱却の条件が出揃う可能性 海外投資家の日本株に対する見方 日本株市場の魅力の発信

平成25年4月10日



東証と大証が統合して初めてとなる、日本取引所グループの中期経営計画が3月下旬に出されました。日本株市場の魅力の発信に向けた日本取引所グループの取り組みと今後の計画について、広報・IR部長の多賀谷彰氏が説明しました。

「アジアで選ばれる取引所」を目指し 日本株市場の活性化を図る

日本取引所グループは「アジア地域で最も選ばれる取引所へ」というビジョンを掲げています。投資家も上場企業も、自分にとって最も都合のよい市場を選べる時代にあって、いかにアジアの中で選ばれる取引所になるかは重要な課題です。それを実現する戦略として、「統合効果の早期実現」をベースに、「新しい日本株市場の創造」「デリバティブ市場の拡大」「取引所ビジネス領域の拡大」の3つを重点戦略と位置付けておりますが、本日は現物日本株市場の関連施策を中心にご説明します。

もともと問題意識として、日本株は長期にわたり低迷している印象が強い中でも、個別で見ると業績を上げ、またROE等を重視して経営してきた会社の株価は着実に上昇しているという事実があります。こうした日本株の魅力再発信し、全体の魅力を向上させるために、いろいろな施策を考えています。

ひとつは新たな株価指数の開発。日経平均株価やTOPIXには反映されにくい、がんばっている企業にスポットを当てることも必要だと考えています。その方法のひとつとして、これまでと着眼点を変えた新しい株価指数の導入を準備しているところです。

制度面では、呼値単位の見直しが挙げられます。100円台の株価であれば、注文単位の1円が株価の1%に当たります。この単位を細かくすることで、投資家の利便性は高まります。

もうひとつ力を入れているのがIPO（新規株式公開）の推進です。IPOは2009年を底に徐々に拡大しています。新しい企業がIPOによって資金を調達し、事業をさらに大きくしていくことは株式市場の重要な機能です。上場だけでなく、その後のサポートもしっかりと行っていきます。

投資家のすそ野拡大と 企業価値向上を意識した経営を

プロモーション活動にも力を入れています。2012年に始めた「+YOUプロジェクト」は、個人投資家のすそ野の拡大を目的とした広報活動です。具体的な活動として、「ニッポン応援全国キャラバン」という初心者向けセミナーを開催しています。「長期投資」などをテーマとして講師を招き、2012年は47都道府県で78回のセミナーを行いました。このほか、証券会社とのタイアップで、日本株やETF

などの商品について紹介する実利的なセミナーも行っています。

「テーマ銘柄」の紹介も活動の一環として行っています。「ESG」（環境・社会・ガバナンス）「特許競争力」「女性の活躍」などの切り口で優れた企業を選定し、ROEの高さも考慮したうえで20社ほどの企業を紹介します。

「上場会社表彰」では、企業価値の向上を意識した経営が行われた企業を選定し、表彰しています。投資家の視点を意識し、企業価値向上を図る経営モデルを紹介することで、上場企業全体にこうした経営スタイルを浸透させていくのが狙いです。

今後も、日本株の魅力向上につながる活動を充実させていきます。

木野内オブザーバー 全国キャラバンでは、投資に興味のない人もセミナーの会場に来ているのでしょうか。

多賀谷オブザーバー 投資未経験者は少ないときで3割、多いと7割を占めます。未経験の方をセミナーに呼ぶのは難しく、広告では「投資」ではなく「資産形成」などの言葉を使うなど工夫しています。証券会社やFP協会と連携して、投資未経験層に少しずつリーチしているところです。

宇野委員 なぜ株式投資がライフプランで必要か。人生の中で資産形成がどんな意味を持っているのか。そうした教育や情報を与える役割を取引所が積極的に果たしていくとしたら、未経験者への啓蒙効果が期待できると思います。

翁座長 個人投資家に株式長期投資を促すためには、企業に対してより配当政策について明らかにするよう促していくことも必要だと思っています。

楠オブザーバー デリバティブ市場の拡大については、個人投資家を対象とする証券会社としっかり議論しながら、日本の投資家に受け入れられる商品をつくり、全体の流動性が向上するような市場にしていきたいと考えます。

村上オブザーバー 証券会社がセミナーを開くと、1回で多くの方にお集まりいただきますが、投資経験のない新規のお客様はそれほど多くはなく、おそらく各社同様な状況だと思います。やはり東京証券取引所や日本証券業協会がイベントを行う意義は大きいと実感します。



多賀谷オブザーバー