

## 株高の持続性を吟味する

株式会社日本総合研究所 副理事長 湯元健治

### 1. はじめに

本年秋口以降、日経平均株価は 2 万円台を回復し、その後わずか 2 ヶ月弱で一時 2 万 3,000 円台に乗せるまで急騰を演じるなど、株高傾向が鮮明になった。1996 年のバブル崩壊後の戻り高値(2 万 2,666 円)を更新した後は、一気にバブルのピーク時(1989 年末)の史上最高値 3 万 8,915 円とバブル崩壊後の最安値(2009 年の 7,054 円)までの下げ幅の「半値戻し」となる水準である 2 万 2,985 円を上回ったことで、「半値戻しは全値戻し」との相場格言が意識され、この先は、2 万 5,000 円は当然のこと、3 万円台に向かうとの強気の予想も目立ち始めてきた。

もともと、足下では、これまでの株価上昇ピッチが余りにも急で、高値警戒感が強かったことに加え、2 万 3,000 円台乗せへの達成感から利益確定の売りが優勢となり、株価が乱高下しつつも、一旦、調整局面を迎える兆しも見られ始めている。本稿では、今回の株高の背景にある諸要因を丁寧に吟味することで、今後の株価上昇の持続性について、考えてみたい。以下では、最近の株価上昇の背景として、(1)米国経済を中心とする世界経済の回復、(2)米国株高と世界的長期金利の安定、(3)円安・ドル高、(4)好調な企業業績と上振れ期待、(5)外国人投資家の日本株買い、の 5 つの観点から先行きを展望したい。

### 2. 米国経済の回復基調は容易に崩れない公算

まず今回の株高の背景には、米国、欧州を中心に世界経済の回復基調が強まり、わが国を含めて各国の輸出回復と企業業績の改善をもたらしている点が指摘できる。とくに米国経済は、リーマン・ショック後の景気回復が今年の 10 月で 100 ヶ月となり、戦後最長記録(120 ヶ月)を抜く勢いがある。本年 7~9 月期の実質成長率は、前期比年率 3.0%と 4~6 月期(同 3.1%)に続き、2 四半期連続で 3%以上の高成長を記録、個人消費、設備投資を中心に内需が堅調を維持している。企業業績も 5 四半期連続で増益が続いており、景気の腰はしっかりしている。ハリケーンの影響はあったものの一時的で、年末以降は復興需要も期待されることから、今後とも景気の回復基調は容易に崩れないとみられる。景気回復期間が長期にわたっているため、そろそろ景気後退に陥ってもおかしくないとの議論もあるが、物価・賃金上昇率が中々高まらない中で、景気過熱の心配は全くなく、金融面でも、出口戦略を遂行している割には、そのペースは緩やかで、長期金利の低位安定が保たれるなど、景気後退要因は当面見当たらない。こうした事情は程度の差こそあれ、欧州でも同様だ。

### 3. 長期金利の低位安定が支える米国株高の構図

第 2 に、米国株が史上最高値を更新するなど、好調が続けていることも日本株にとってプラス要因だ。NY ダウは、足下、やや調整気味となっているが、11 月上旬まで 2 万 3,500 ドル前後で推移するなど絶好調を維持している。この背景には、景気回復と企業業績の好調というファンダメンタルズ(経済の基礎的条件)の改善があることは言うまでもない。米国株は

バブルを警戒すべき水準にあるとの指摘もあるが、PER(株価収益率)は 18 倍程度と過去の平均(16.8 倍)をやや上回るが、バブルとまでは言えないレベルだ。ただし、米国金融当局は、バブルの発生を未然に防ぐため、断続的な利上げに加えて、本年 10 月以降、国債や MBS(住宅ローン担保証券)などの再投資を停止する形でのバランスシート縮小に着手、12 月には、5 度目の利上げに踏み切ることが確実視されている。FOMC(連邦公開市場委員会)メンバーによる来年以降の利上げ回数予想は、2018 年に 3 回、19 年は 2 回見込まれているが、そうした状況下でも長期金利(10 年物国債利回り)は 2%台前半の低水準にとどまっている。市場では、物価上昇圧力が容易に高まらないことが、金融当局の引き締め姿勢を慎重化させると予想しており、来年以降の利上げは 1~2 回程度に止まるとの見方がコンセンサスとなっている。「ゴルディロックス(適温)」相場と言われる居心地の良い相場が続いている。

他方、米国の長期金利の低位安定はドル高ペースを緩やかにするため、新興国通貨安といった副作用が回避されていることも見逃せない。ロシア、ブラジル、インド、インドネシア、南アフリカといった国々では、自国通貨安によるインフレや資本流出が回避され、むしろ金融緩和が可能な状況になっており、このことが世界的な株高や世界経済の回復を後押ししている。

#### 4. 緩やかな円安・ドル高も株高にプラスに作用

以上のような米国経済の好調や米国株高に加えて、緩やかな円安・ドル高が進んでいることも、日本株の下支え要因となっている。円・ドル相場は、日銀が長期金利(10 年物国債利回り)をゼロ%に維持する YCC(イールドカーブ・コントロール)を実施している半面、欧米の金融政策は米国がバランスシート縮小を開始、欧州は国債購入の減額(月 600 億ユーロ→同 300 億ユーロ)に来年 1 月より踏み切る予定となっており、金融政策の方向性が全く反対になっている。このため、円高・ドル安圧力は一頃と比べて薄れており、円ドル相場は 1 ドル 113~114 円前後の水準で円安気味の推移を辿ってきた。日銀短観(9 月調査)における大企業製造業の 2017 年度想定為替レートは、109.29 円と現行水準よりも円高に設定されており、2017 年度の経常利益の上振れが期待されている。

もっとも、円ドル相場は、(1)米国トランプ政権の税制改革を巡る不透明感やロシアゲート疑惑の行方に対する懸念、(2)米朝開戦など北朝鮮リスク、(3)米国長期金利の低位安定など、円安が一気に進むような情勢でもない。とくに、上記(1)(2)のリスクが顕在化する場合には、円高に反転する可能性も孕んでいる。しかし、現在の内外金利差を前提とすれば、よほどのリスク要因が顕在化しない限り、大幅な円高への反転は見込み難く、このことも、株式相場が大きく崩れにくい要因となっている。

#### 5. 好調な企業業績と上振れ期待が株価上昇の原動力に

今回の株価上昇要因は、以上のような外部環境の改善とともに、国内景気の持続的な回復を背景とした企業業績の改善とさらなる上振れ期待が最大の原動力となっている。わが国景気は、安倍政権誕生時の 2012 年 12 月を底に回復を続け、本年 10 月時点で回復期間は 59 ヶ月と「バブル景気」(1986 年 12 月~91 年 2 月の 51 か月間)や「いざなぎ景気」(1965 年 11 月~70 年 7 月の 57 ヶ月間)を抜き、戦後で 2 番目に長い景気回復を続けている。戦

後最長の景気回復は、2002年1月～2007年10月までの「いざなぎ景気」だが、さしたる景気後退要因が見当たらない中で、戦後最長を更新する可能性も十分にある。

企業収益は安倍政権誕生以来、4年連続過去最高益を更新し、今年度も良好な上期決算の結果をみても明らかな通り、5年連続で最高益更新の可能性が高い。さらに注目すべきは、増益要因の変化だ。従来は売上が伸びにくい中でコスト削減によって増益が達成された面が強かったが、今年に入って以降は、売上高が伸びる中で増益幅が拡大している。これは、未だ物価上昇幅がゼロ%台の小幅な伸びに止まっているにもかかわらず、株式市場はデフレ脱却を視野に入れ始めた可能性を示唆している。

今回の景気回復があと1～2年続く場合、企業収益はさらに増益と過去最高益を更新し続けることになる。上場企業の1株当たり純利益(EPS)が足下の1,500円から今後2年間、今年度と同程度の7%増を続けると仮定すると、PER(株価収益率)が現在の15倍前後で変わらないとしても、計算上、株価は2万5,760円となる。日本経済が現実的にデフレを脱却する場合(筆者は、それは容易ではないと考えているが)には、株価3万円台乗せも視野に入ってくる可能性は否定できない。

## 6. 外国人投資家の買いの持続性が鍵

以上のような見方は、余りに楽観的との諷りを免れないかも知れない。こうした明るいシナリオは、(1)米国経済の回復基調が続く、(2)世界的な長期金利の低位安定が続く、(3)日本企業の企業業績が向こう2年間、かなりの増益基調が続くといった諸前提を基に組み立てられているからだ。

筆者は、こうした前提条件が崩れるリスクはさほど高くないとみるが、最近の株価上昇を主導してきた外国人投資家の今後の動向については、慎重に考えることが重要だと考える。9月以降の上昇局面では、短期的に投機的な売買を繰り返すヘッジファンドなどの買いが主導してきたと言われている。他方で、10月下旬以降は年金基金やSWF(政府系ファンド)と呼ばれる長期投資家の買いが本格化しつつあると言われ始めた。今回の株価上昇局面では、国内投資家(年金基金など機関投資家、企業、個人など)は、すべて売り越しており、買っているのは外国人だけとなっている。その中身を分析してみよう。

第1に、外国人投資家は、9月第4週以降、11月第1週まで6週間連続で日本株を買い越しており、その総額は2兆4,871億円に達している。ただし、11月第1週は472億円と買いの勢いが急失速している。それまでの株価上昇ピッチが余りにも早かったことから、短期的な過熱感が生じ、利益確定の売りが増加したものと見られる。11月第2週には、株価が2万2,500円台まで下落しており、外国人投資家の売りがさらに広がっている可能性がある。

第2に、外国人投資家の買いは、現物株よりもヘッジファンドなどが積極的に売買する先物株の方が多いた点には警戒が必要だ。9月第1週～11月第1週までの外国人投資家の先物買いは、総額3兆3,559億円と現物株の買越額を1兆円近く上回っている。11月に入って買いの勢いが衰えているが、ヘッジファンドなどが手仕舞い売りに転じれば、株価は短期的にはさらに大きく調整することは避けられない。

第3に、外国人投資家の売買動向を反映すると言われる裁定取引の買い残高は、11月第1週時点で2兆9,119億円に達している。経験則として言われているのは、この裁定買い

残が 3 兆 5,000 億円を超えると外国人投資家が先物売りに転じることが多いということだ。11 月第 2 週にどこまで裁定買い残が積み上がっているかを注目する必要があるが、少なくとも、今後の外国人投資家の買いの勢いは衰え、売りに転じるリスクも十分にあると考えられる。

以上を勘案すると、結論的には、日本株の短期的な調整局面はしばらく続く可能性があるかと判断される。

## 7. 下値は堅いが大幅な調整となるリスクには要警戒

とはいえ、株価下落局面では日銀による ETF(上場投資信託)の買いが期待される。べき論として、景気や企業業績がこれほど良い状況下で日銀が巨額の ETF を本当に買い続ける必要があるのかという疑問はある。しかし、投資家にとっては、年間 6 兆円という買い圧力は、下値不安を抑制する大きな安心材料だ。さらに、ヘッジファンドなどの売りが一巡すれば、良好な内外ファンダメンタルズを背景に、年金などの海外長期投資家の買い増加や国内勢も買いに転じる可能性は十分ある。株価の見通しについて、最近、極めて強気かつ、楽観的な見通しが増えているのも、こうしたプラス要因に対する大きな期待を表していると言える。しかし、皆が楽観的なことしか言わなくなったときこそ、リスク要因について、真剣に考えるべきだろう。筆者が考えるリスクは、以下の 3 点である。

第 1 は、米国税制改革に対する失望リスクだ。現在、米国議会では上院と下院で法案の内容が異なり、最終的にどのような決着となるかは、不透明さが残っている。元々、米国株式市場では 1 兆 5,000 億ドルの財政赤字を許容する下院案が成立した場合、米国 S&P500 社の 1 株当たり利益は 4%押し上げられ、株価は 900 ドルの上昇余地があるとの見方が相場を押し上げてきた。しかし、上院案では法人税減税を 1 年先送りすると条項が含まれており、そうなれば、期待は失望に変わる。また、今後、上下両院の法案一本化に向けた調整は難航する可能性があり、法案成立が年明け以降にずれ込む懸念もある。

第 2 は、トランプ大統領のロシアゲート疑惑による政治の混乱リスクだ。トランプ政権ではすでに多くの閣僚が辞任に追い込まれているが、モラー特別検察官がトランプ陣営の選対本部長を務めたマナフォート氏ら 2 名の起訴に踏み切っている。また、最近ではトランプの懐刀と言われるウィルバー・ロス商務長官の関連会社がロシア企業との違法な取引により巨額の利益を上げているとの疑惑が浮上している。これら疑惑が政治の混乱を深め、トランプ弾劾に発展するリスクを市場は過小評価している可能性がある。

第 3 は、北朝鮮との突発的な有事発生リスクだ。9 月中旬以降、北朝鮮の挑発行為は鳴りを潜めているが、米朝対話の機運は全く盛り上がっていない。そもそも、核放棄を前提とする米国と核保有国として認めさせようという北朝鮮とでは対話の目的が 180 度違う。対話による決着は、「言うは易し」で現実的には困難だ。他方、米中両国は北朝鮮を巡る解決策に大きな温度差があると言われている。しかし、米中は有事が発生した後の備えをどうすべきかを真剣に考えるステージに入っている。具体的には、(1)誰が核管理をするのか、(2)難民流入にどう対応するのか、(3)誰が国内秩序を回復するのか、(4)危機後の朝鮮半島の政治体制をどうするのか、(5)ソウルに配備されている THAAD システムの引き揚げなどが米中間で議論されている可能性がある。この 5 点は、北京大学の賈慶国(ジャーチングァ)教授の英文論

文に書かれており、中国政府の意向に沿ったものだと考えることが出来る。そう考えると、米中は本気で北朝鮮の体制転換の可能性を探っているとの見方もできよう。

いずれにしても、こうしたリスクが顕在化しないと切り切ることは出来ない。リスクが顕在化した場合、調整が予想以上に大きくなる可能性には、常に警戒が必要だろう。

(2017.11.13)