

「日本経済＝日本企業≠日本株？」

受託運用部： 光谷 健

7月前半の1週間、欧州の機関投資家を訪問する機会を得た。当部では定期的に海外の機関投資家を訪問し、マクロ経済の見通しや相場観などの意見交換をしている。人種は違っても悩んでいる点は大体一緒なのだが、我々が思い込んでいるコンセンサスが真のコンセンサスではないとしばしば気付かされたり、資産運用の歴史と経験に裏打ちされた長期相場観を語ってくれたり、議論をしていて大変参考になる点が多い。

今回の出張では、米国経済の減速がほぼコンセンサスとなる中、日本経済や日本株に対する期待が相変わらず高かった。日本株はかなり調整したため買い持ちの幅は減らしたが、またどこかで買いたいという声が根強い。数年前は、日本経済は構造的に良くなったとどれだけ力説しても全く相手にされなかったことを考えると、隔世の感があった。

ただ少し気になったのは、「日本の経済は筋肉質になったため、米国が多少減速しても影響を受けにくくなった」という前提を、「米国株が景気鈍化で再び調整に入った場合、日本株の方が相対的に底堅いはず」という結論にストレートに結びつける意見がかなり聞かれたことだ。

恐らく、この前提の方は正しいと考えている。日本は3つの過剰などと言われた構造問題を何とか解決し、「米国が風邪を引くと日本は肺炎をおこす」と言われた時代を苦勞して乗り切った。今回、米国がそれなりに減速しても、日本は景気後退に陥らずに乗り切れる可能性がある。これは画期的なことだ。同じ業種の企業間で日本の企業と米国の企業とを比較した場合、日本企業に軍配が上がる例も多くなるだろう。

しかし、日本株全体への影響度となると話は若干複雑になる。図①は米国、欧州、日本株全体に占める業種の時価ウェイトを比較したものだ。景気に敏感な株が3~4割しかない欧米に対し、日本では全体の6割が景気敏感株だ。また、原油高が続いているが、原油高から恩恵を受けられるエネルギー株が10%以上を占める欧米株に対し、日本ではたった1%。日本が依然として世界に冠たる大工業国である証左なのだが、エネルギー価格が高止まりする中でグローバルな景気鈍

化を織込むような局面での勝負では、余りにも分が悪いと言わざるを得ない。逆に、次の景気回復を織込めるような局面では圧倒的に有利なのだが。

また、日本株が魅力的だという理由に、中国の存在を挙げる声も多かった。米国の消費が減速しても、北京オリンピックを開催する2008年までは中国の設備投資ブームが続くから大丈夫だ、日本にも恩恵があるはずという話だ。

確かに高速道路などインフラ向けの投資は続く可能性が高いが、これは公共投資である。今の中国経済を牽引している企業設備投資のうち、ある程度の部分は米国の消費者向けの生産設備である可能性が高い。米国などの先進国企業は、賃金の高い自国内で設備投資をせずに、中国に工場を作って米国向けに輸出をするようになった。一方で米国消費者は、上昇し続ける住宅価格を背景に対中輸入を増やしていった(図②)。近年大問題になっている、米国に対する中国の巨額な貿易黒字の一つの背景である。もし仮に米国の住宅・消費が減速して米国の対中輸入が減少し始めた場合、中国の設備投資ブームに影響が出る可能性は本当に低いのだろうか？

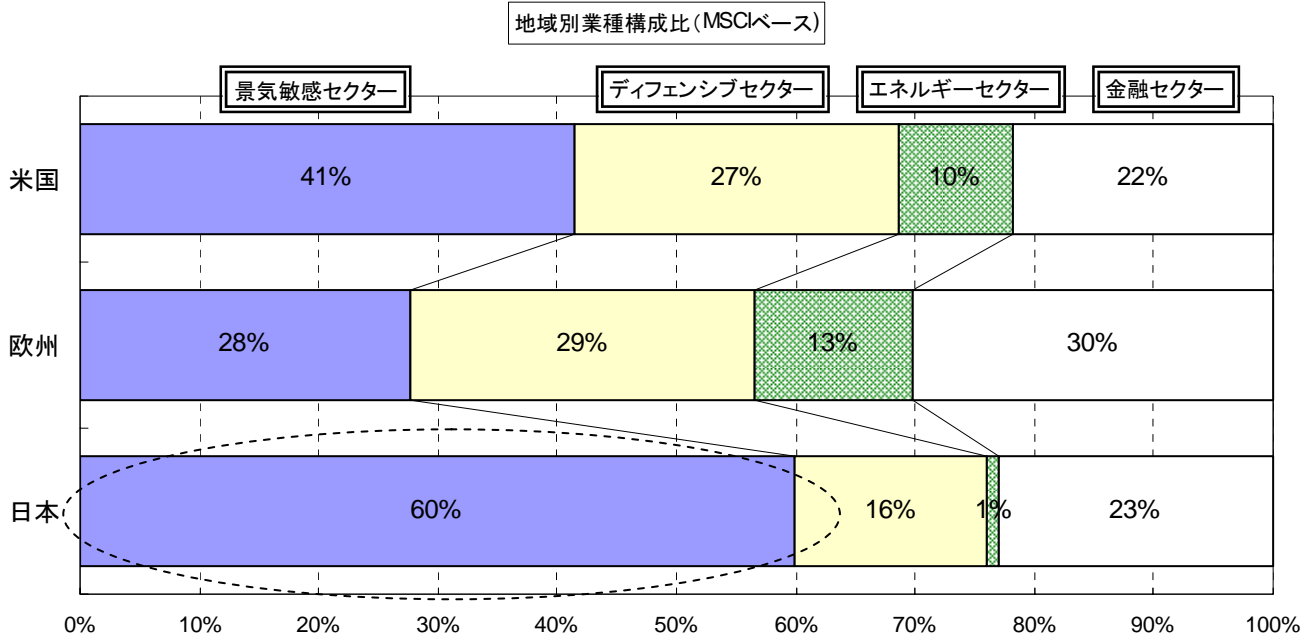
我々日本の経験も少々気になる。日本でも64年に東京オリンピックが開催され、日本中が「オリンピック特需」で賑わった。しかし、オリンピック特需を好感して株がピークをつけたのはオリンピック開催の2年以上前の61年7月であり、そこからはむしろ過剰設備投資など諸々の問題が顕在化し、オリンピック翌年の景気の底に向けて株価はほぼ半値まで下げることとなったのである。

今回はドイツW杯直後の訪問だったが、スタジアムまで日本チームを応援に行ってくれた投資家もいたし、「日本株は依然高く評価しているのだが、サッカー日本代表はもう少し経験を積まないとね」等と雑談で言ってくれる投資家も多かった。サッカー日本代表に対する我々の高過ぎた期待は結局失望に終わってしまった。日本株に対する欧州投資家の期待も依然やや高過ぎる気がするだけに、失望に終わらなければよいのだが。

(2006年8月14日 記)

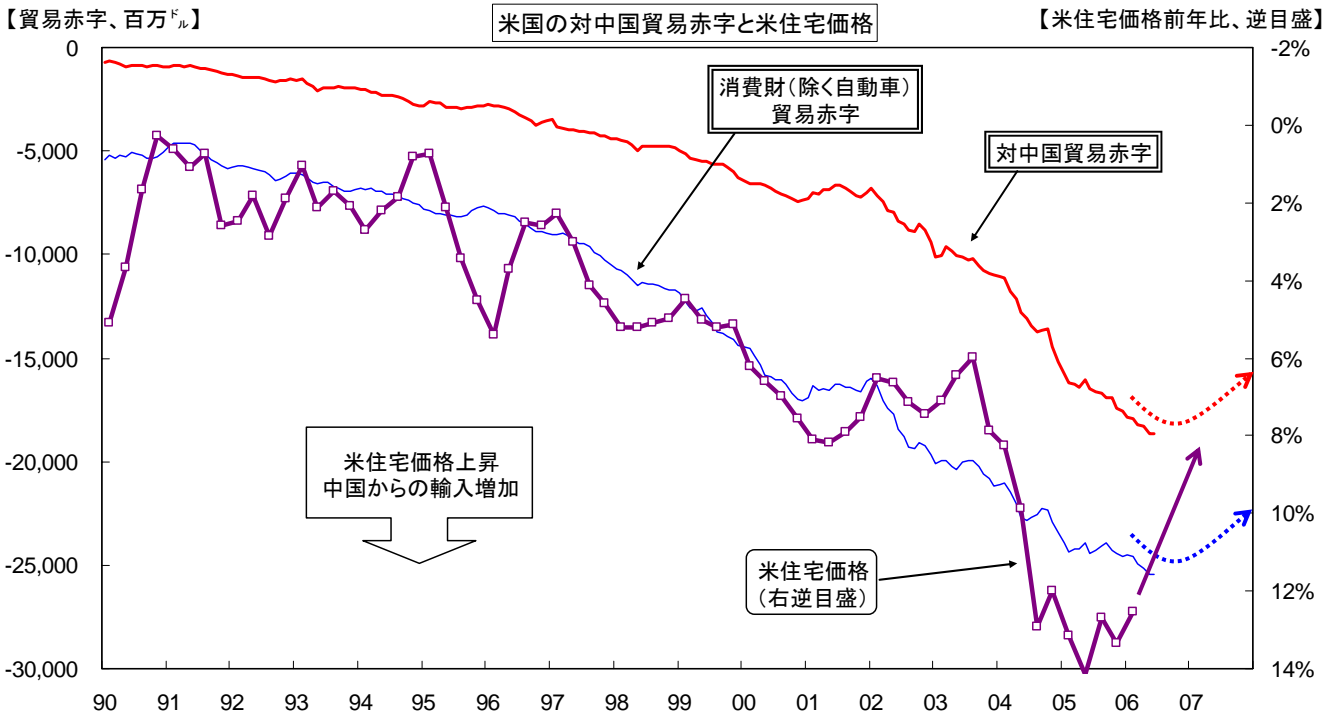
＜図表：日米欧株の業種ウェイトと、中国対米貿易赤字＞

○ 図①：日米欧株式の業種ウェイト



注：「景気敏感」は素材、資本財、消費循環、「の合計、「ディフェンシブ」は消費安定、公益、ヘルスクア、通信の合計。ウェイトは2006年4月末。
出所：Datastream より三菱 UFJ 信託銀行作成

○ 図②：米国住宅ブームと対中国貿易赤字



出所：Datastream より三菱 UFJ 信託銀行作成

◇ 本資料は、当社が投資家への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券の取引を推奨する目的、または特定の取引を勧誘する目的で提供されるものではありません。
 ◇ ここに記載されているデータ、意見等は当社が公に入手可能な情報に基づき作成したものです。その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではありません。
 ◇ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
 ◇ 当社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の当社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
 ◇ 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部
東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211（代表）