



武藤泰明の 経営者目線で読む 景気動向

連載
第100回

投資信託の時代



むとう やすあき
武藤 泰明

1955年生まれ。1980年、東京大学大学院修士課程修了。株式会社三菱総合研究所の主席研究員を経て、2006年から早稲田大学スポーツ科学学術院教授。専門はマネジメント。「スポーツファイナンス」(大修館書店)、『人手不足時代の人事戦略』(日本能率協会マネジメントセンター)など著書多数。

労働市場のトレンド
未来予測の羅針盤!

何だかつじつまの合わない状況になっている。円安と物価(とくに資源)高で、出口のない経済状況に思えるのだが、株価が高い。日経平均は3万円を超えた。バブル崩壊以降の最高値である。税収も好調だ。

少し丁寧に見ておこなら、2022年の輸入は118兆円(1ドル131円、以下同じ)、貿易赤字は20兆円弱である。そして鉱物性燃料(原油、天然ガス、石炭など)の輸入額は33.5兆円で、輸入全体の28%に達している。貿易赤字の原因は、燃料だけではない。円安と海外のインフレであらゆるものの輸入価格が上昇している。

株価が上がる理由

それでも株価が上がっているのには、いくつか理由がある。第一は、円安になると日本株が買われるのは、セオリーどおりだからである。投資家、とくに海外の機関投資家は、

に、株式市場ごとに投資家の行動が異なる。かさ上げされた利益に基づいて買うという投資家がいるということだ。あるいは、増益なら株価が上がるまで売らずに持つておこうと思っるのはそれなりに自然かもしれない。

三つ目の理由として、内需型企業の中には為替レートに関係なく収益が大幅に改善しているところが見られる。新型コロナウイルスは「動き集う産業」にダメージを与えた。鉄道・航空等々である。これらの会社の業績回復につれて、平均株価も上がっていく。

第四の理由は、日本企業が株主還元に対し目覚めたところである。つまり、配当を増し、自社株買いを行う。そうすれば前号で述べたTSR(株主総利回り)が高くなるので、投資家から委任された運用会社は日本株を買いやすくなる。

	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式
基本ポートフォリオ	25	25	25	25
乖離許容範囲	7	6	8	7
2022年度末実勢	26.3	24.0	24.4	25.1
同 実額(兆円)	53.2	48.6	49.5	50.7

注: 乖離許容範囲は、基本ポートフォリオからどれだけ乖離することが認められているかを示す。たとえば国内債券であれば、基本は25%だが、上下7%が許容されるので、18~32%が国内債券の許容範囲である。

最後の理由は、バフェットが日本株を買うと言っている(実際に買っている)ことである。この効果は、意外に大きいかもしれない。株式市場のメカニズムを知らなくても納得できるしSNSで拡散できるからだ。

円安で日本株を買い、円高になると売ると言うことによって、円ベースの株価が変わらなくても利益が出る。

とはいえ、円安で買っているということは円高になったら売ると言うことでもある。ずっと円が下がると考えれば買わない。円の反転の要素は、金融政策に限定して言えば、米国の引き締めを終了と、日本の緩和の終了である。日銀の新総裁就任後これまでのメッセージを見てみると、量的緩和を検証すると言ったり、諮問会議に意見を求めたりしている。もちろん私見だが、植田総裁は、量的緩和をやめたいのだと思う。とはいえ理由なく乱暴にやめるわけにも行かない。いずれやめるのだらうと皆が考えるようになったところが潮時である。そのための「市場との対話」を、新総裁なりの方法でしていると考えると納得がいく。

難しいのは、量的緩和をやめて金利が上が

日銀と年金はどう動くか

このように説明してみると、日本株は必ず上がるという幻想を持ちそうだ。バランスをとるために、いくつか指摘してみたい。

第一に、量的緩和が終わって金利が上がると、セオリーに従うなら株は下げる。日本の場合は利上げで円高に戻すはずなので、なおさら下がりやすい。

第二に、日銀がETF(上場株式投信)を売り始めると、株価は下がるだろう。日銀は間接保有とはいえ日本株の保有額がこの3月末で37兆円であった。東京証券取引所の上場株式の時価総額合計が同じ3月末で約740兆円なので、日銀は市場の株式の5%を保有していることになる。一気に放出することはないだろう。

少し気になるのは、金利が上がると、GPIF(年金積立金管理運用独立行政法人):日本の公的年金の運用をしている、世界最大の年金ファンドである:が国債を買い入れ、株式を売却すると思われる点である。運用のポートフォリオは国内債券、海外債券、国際株式、外国株式それぞれ4分の1である(表)。だから急には大きく動かないはずだが、GPIFは日銀を上回る「日本株の保有者」であり、50兆円程度を日本株で運用している。わずかな変化が大きいということなのだ。

投資信託の時代

つまり、金利が上がれば株は下がる。やは

ると物価が沈静化することであろう。教科書的には、インフレ懸念があれば金利を上げて物価を沈静化させる。でも現在は、「おだやかなインフレ」・まあ年率2%くらいであろう・を目標にしたくても、物価と関係なく金利が上がるのでインフレにならないという困った問題がある。

株高の第二の要因は、円安で企業の決算がよくなったことである。これは、必ずしも事業が好調であることを意味しない。たとえば、海外子会社が1万ドルの利益をあげたとすると、1ドル130円とすると、130万円である。これが円安で1ドル140円になると、ドルでは変わらないのだが、円では140万円の利益になる。結果として連結利益はかさ上げされる。

こんなカラクリが分かっているなら、日本株は増益でも買われないのではないかと考えるのが普通である。とはいえ前回書いたように一応、教科書通りの動きになっていくとみてよいのだろう。

そしてこれを前提とするなら、未だ新聞やメディアが取り上げていない大きな変化として考えられるのが「中期国債ファンド、あるいはMMFの復活」である。これらは国債を中心に運用する公社債投信なのだが、いわゆるゼロ金利、さらにはマイナス金利政策によって消滅したものである。金利が上がれば、これが商品として成り立つ。

いずれ新聞も気がつくと思うので、商品内容の説明はそちらに譲るとして、重要なのは・個人が公社債投信によって国債を保有する・そのぶん銀行の預金は減少するが、これに連動して銀行の国債保有も減少するので銀行には問題はあまりない

・日銀はこれまでほぼ国債を買わなくても済むようになる(個人が買うからである)

・現在は公社債投信を銀行で売買することができるので、預金者は乗り換えやすい

といったところであろう。公社債投信で投資信託に「馴れる」ことにより、株式を組み入れた投資信託を銀行で買う人が少し増えるかもしれない。日銀が買っているETFと同じように「万遍なく」組み入れるインデックス型株式投資信託であれば、万が一特定の1社が破綻しても影響は軽微である。

連載100回目で大間違いをしたくないのだが、リスクをいとわず言えば、日本も投資信託の時代に入る。