

総裁選後の日本株と海外勢の姿勢は？

シニア・ストラテジスト 石黒英之



9月29日に自民党総裁選挙が行なわれ、岸田文雄氏が新総裁に選出されました。新内閣への期待から9月初旬以降、日本株は堅調地合いが続いてきました。本レポートでは、新総裁誕生後の日本株と海外投資家の動向について考えます。

ポイント① 目先の焦点は衆院選動向

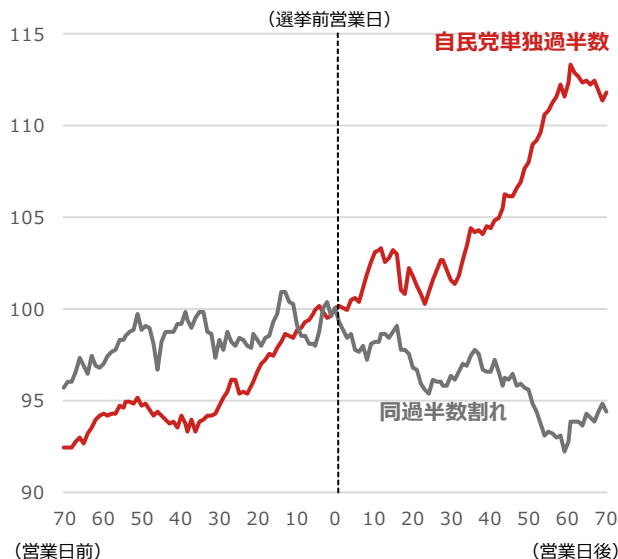
総裁選通過後の市場の焦点は、組閣人事と衆院選に移るとみられます。特に衆院選は、新内閣の政策実行力を左右するとみられるだけに、現政権与党である自民党の獲得議席数がポイントとなります。

2007年以降、直近まで7回の首相交代が起きましたが、新内閣の初回支持率は前内閣と比べいずれも上昇しており、平均で約37%ポイント高くなっています（9/6付「菅首相退陣後の日本株相場の行方」参照）。こうした点から、新内閣は高い支持率で衆院選に臨むことになりそうです。また、足元の世論調査で自民党の支持率が上昇していることも考慮すれば、衆院選での自民党単独過半数の可能性は高まりつつあります。直近10回の衆院選前後のTOPIX（東証株価指数）の動きをみると、自民党が単独過半数を獲得した局面では、衆院選後も株高基調が続く傾向となっています（右上図）。日本株はすでにそうした期待を織り込んで上昇基調にありますが、実際、単独過半数確保となれば、新内閣の政策実行力を評価する形で、日本株を見直す動きが続く展開も想定されます。

ポイント② 業績面で評価余地ありの可能性

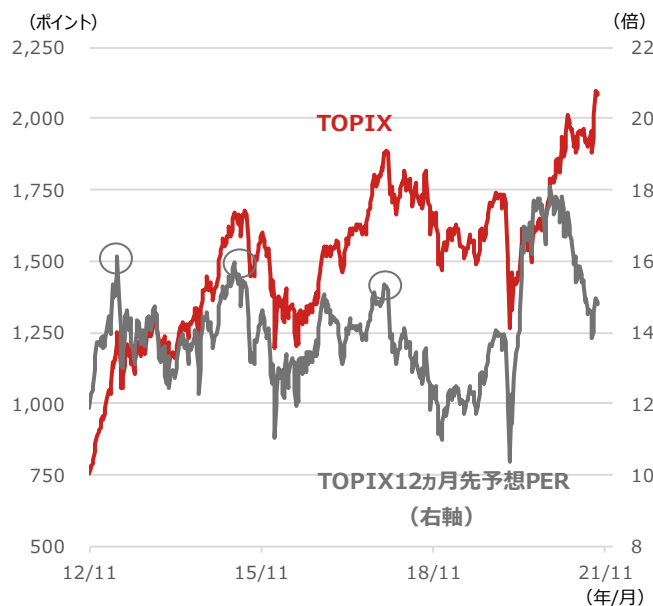
過去にTOPIXが高値を付けた局面と比べ、同12か月先予想PER（株価収益率）の過熱感が高まっていないとみられることは、業績面からみて日本株の上値余地があることを示唆しているとみられます。実

衆院選前後のTOPIXの動き



期間：衆院選前後70営業日
・バブル崩壊後の90年以降、直近までに行なわれた衆院選計10回が対象、単独過半数時5回、過半数割れ時5回のTOPIXの動きを、選挙前営業日＝100として指数化し、平均
(出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

TOPIXと同12か月先予想PER



期間：2012年11月16日（アベノミクス相場の始まり）～2021年9月28日、週次
・丸棒はTOPIXがピークを付けた時のPER水準（コロナショック後を除く）
(出所) Bloombergより野村アセットマネジメント作成

*当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認ください。

際、コロナショック前では、TOPIXの同PERが15倍台前半から16倍程度まで上昇すると、株価が一旦ピークアウトする展開となってきましたが、直近は14.8倍にとどまっています（1ページ右下図）。短期的には企業業績の側面から日本株を見直す流れが続く可能性もあるといえるでしょう。

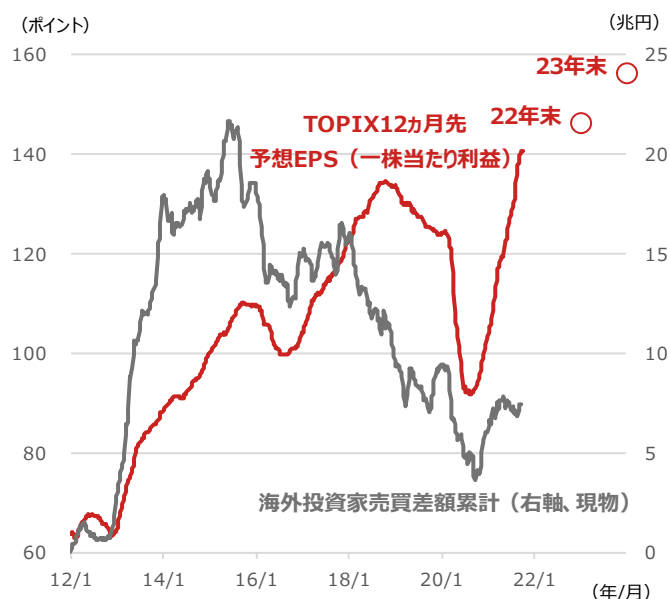
ポイント③ 日本株の長期的な課題は？

もっとも、新内閣への期待だけに依存した日本株の上昇には限度があるでしょう。長期的な視点では日本株の保有比率が最も高い投資主体である海外勢の動向が焦点といえます。アベノミクス相場が始まった2012年11月以降、「デフレ脱却」や「企業統治改革の進展」などに対する期待を背景に、彼らは日本株の買い姿勢を強めました。ただ、2015年を境に持ち高を減らす動きが加速し、近年は日本の企業業績が拡大しても、海外勢の日本株への投資は限定的となっています（右上図）。

背景には先進国株と比べ、日本株のROE（自己資本利益率：稼ぐ力を表す）が相対的に低いことがあるとみられます。日本株と先進国株のROE差が縮まった2012年～2015年にかけては、収益力向上を評価した海外勢の買いが勢いづきましたが、同ROE差が再度広がった近年では、その勢いはみられません。長期的な観点では、企業の収益力向上を後押しする政策が日本株の課題といえそうです。

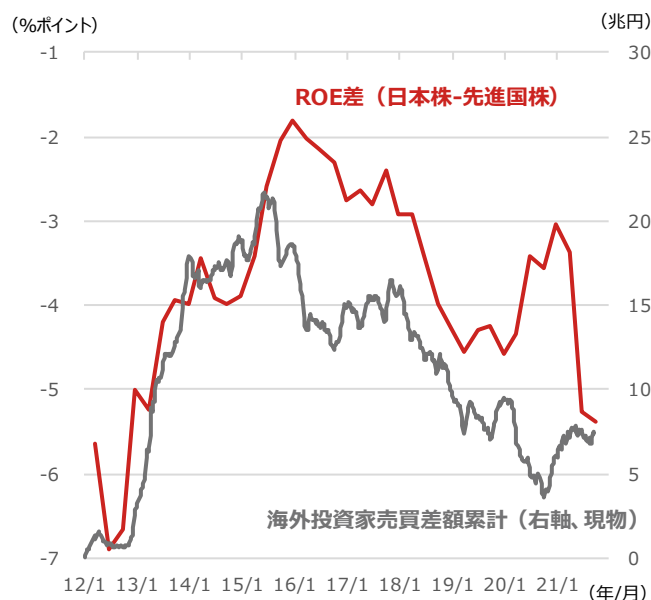
幸いなことに日本企業は膨大な現預金（316兆円※）を有しています。企業に設備投資や研究開発、株主還元を後押しするような政策により、余剰資金の有効活用が促され、日本企業の収益力が向上すれば、日本株に対する海外勢の評価が変わる可能性もあります。近年の日本株は、海外勢の期待があまり高まっていないとみられ、政策などのきっかけ次第で海外勢からの見直し買いが入りやすい環境にあるとみられます。

TOPIX12ヵ月先予想EPSと海外投資家売買差額累計



期間：（予想EPS）2012年1月6日～2021年9月28日、週次
（売買差額累計）2012年1月第1週～2021年9月第3週、週次
・EPSの丸枠部分（2022年末、2023年末時点）はBloomberg予想
（出所）Bloombergより野村アセットマネジメント作成

日本株と先進国株のROE差と海外投資家売買差額累計



期間：（ROE差）2012年第1四半期～2021年第3四半期（直近は9月28日）、四半期
（売買差額累計）2012年1月第1週～2021年9月第3週、週次
・日本株：TOPIX、先進国株：MSCI World Index
（出所）Bloombergより野村アセットマネジメント作成

※日本銀行「資金循環統計（2021年6月末）」（民間非金融法人企業、非上場企業含む）

*当資料は、一部個人の見解を含み、会社としての統一見解ではないものもあります。

当資料は、投資環境に関する参考情報の提供を目的として野村アセットマネジメントが作成したご参考資料です。投資勧誘を目的とした資料ではありません。当資料は市場全般の推奨や証券市場等の動向の上昇または下落を示唆するものではありません。当資料は信頼できると考えられる情報に基づいて作成しておりますが、情報の正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に示された意見等は、当資料作成日現在の当社の見解であり、事前の連絡なしに変更される事があります。なお、当資料中のいかなる内容も将来の投資収益を示唆ないし保証するものではありません。投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断なさるようお願いいたします。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡します投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認ください。