



日経平均最高値更新 - 日本株上昇ドライバーの持続性は？



舟木 麻弥
アジア株
ポートフォリオ・マネジャー

2024年4月

先日我々のチームが訪日した際に、ちょうど日経平均株価は1989年以来の史上最高値を更新し、40,000円の大台を付けました。

日本株は記録的な強気相場が続き、間違いなく歴史に残る1年になったと思います。好調な時期が続くと避けられないように、投資家はこの状況がいつまで続くのか疑問を持ち始めています。

熱狂的なヘッドラインとは対照的に東京の街のムードはずっと穏やかで、多くの人々は金融市場の歴史的な勝利に対してやや関心が薄いようです。実際多くの方が1990年代初頭のバブル崩壊を経験しており、先走るのは避けたいという明確な感覚があるようです。

むしろ日本ではこの株高を、円安とハト派的な日銀、そしてグローバルな投資家による中国のファンドからの資金シフトなどに拠るもの、といった見方も多いですが、それらのモメンタムの持続性はやや不透明です。

こういったところに警戒感があるのは事実ですが、一方で特に「賃金」に関して持続的な好転を示唆する変化の兆しがあることは間違いないと思います。

昨年11月に来日した際には、賃上げが持続するかどうかについて、企業サイドにも政策当局サイドにも懐疑的な見方がありました。しかし今年の春闘では明確なメッセージが示され、多くの企業の賃上げ率が予想を上回ることで2024年の1次集計の賃上げ率は平均5.28%と、昨年の3.6%を上回るこの33年最大の上昇率となりました。¹

企業経営者の方々とも面談しましたが、この賃上げについて概ね好意的な見解を示されていました。人件費の上昇が利益率に与える影響を懸念するというよりは、高齢化が進む中で熟練労働者を惹きつけ、生産性を向上させるための必要なことであると認識されているようです。

¹ Reuters, [Japan union group announces biggest wage hikes in 33 years, presaging shift at central bank](#), 2024年3月15日

“多くの人々は金融市場の
熱狂に対して関心が薄い模様”



桜から株式市場まで満開の日本



「外商」を訪問

消費の二極化

3月19日に日本銀行（日銀）はマイナス金利政策（NIRP）の解除に踏み切りましたが、今後の利上げに関しては個人消費の動向が注目されます。

前回の出張メモにて、インフレが始まったこの環境下でのスーパーマーケットの野菜価格について述べました。これらは年間を通じて着実に上昇したものの、それでも他の先進国市場と比べると相対的に安いままでした。

しかしながら、今や値上げの波は広範に広がっており、自動販売機の飲料が150円から180円に引き上げられていたり、コンビニのおにぎりが従来120円程度だったものが140円程度がスタンダードになっていたりします。

高インフレにより実質賃金が上がらない中で、消費者が食品や日用品を買い控える動きも見られています。その意味で、生活必需品が消費者センチメントを決定付けるとするならば、その見通しはやや軟調にも見えるでしょう。

しかしこれとは対照的に、特に高額商品への消費は堅調に推移しています。三越伊勢丹や高島屋のような大手百貨店では、パンデミックを脱却して以来、毎月好調な月次売上の実績を示してきました。

当初は経済再開に伴う一時的な要因との見方もありましたが、現在においても、グローバルな同業と比べても底堅さを維持しています。

このような回復の一部には、より広範な顧客をターゲットとするところからハイエンドの超富裕層顧客にシフトするという戦略にあるものと思われる。

例えば三越伊勢丹は、インフルエンサーのステータス・シンボルにもなっている「外商」を刷新しました。

そのトップ・クライアントは、外商のサービスを通してファッションやアート、車にマンションなど様々な商品を購入しています。

富裕層は資産価格の上昇の恩恵も受けているため、消費動向はまさしく二極化しています。ただ、中間層においても傾向にバラツキが見られ、生活必需品を節約する一方で贅沢品への消費を楽しむ動きも見られています。

不動産バブルの再燃？

コンシェルジュ・スタイルの小売サービスだけでなく、不動産に関しても東京は超富裕層の“行き先”としてのリブランディングを行っているようです。

首都圏のマンション価格は急騰しており、数字の上では1980年代の不動産バブルを彷彿とさせます。1985年から1991年にかけて、首都圏のマンション平均価格は3,000万円から7,000万円超へと2倍以上に跳ね上がりました。²

この不動産バブル期には、マンション価格は人々の資金力のキャパシティを大きく上回っていましたが、1992年のバブル崩壊以後で下落した後は、2023年になるまでは緩やかな上昇の動きでした。

“首都圏のマンション価格は急騰” “数字上は80年代の不動産バブルを彷彿”

ただ興味深いことに、この間経済が失速する中でも、資金の調達力は着実に上昇しています。おそらく女性の労働参加率が1985年の約55%から足元では75%を超えていることもその一因でしょう。³

実際、個人の所得は伸び悩んだかもしれませんが、労働力不足とパートタイム雇用からフルタイム雇用への移行を背景に家計の所得は増加すると見えています。

² 不動産経済研究所、総務省、国土交通省、住宅金融支援機構、SMBC日興。

³ 経済協力開発機構（OECD）、FRED Economic、2023年11月時点

最近ではマンション価格が買い手の資金力を超えて高騰していますが、詳細な数字を確認するとこの高騰は大まかにある開発案件の影響を受けていると見られます。それは三田ガーデンヒルズです。

三田ガーデンヒルズは三井不動産と三菱地所の共同開発による、2.5ヘクタールの敷地面積に1,000戸以上を擁する高級マンションプロジェクトです。

コンシェルジュ・サービスのほか、ジム、ゴルフ練習場、ワークスペース、バーやレストランを備えており、100平方メートルの住居の平均価格は4.1億円（270万米ドル）になります。

円安と規制緩和により外国人の買い手がこのような高級物件に高い関心を示しています。香港在住のある個人の方は、三田ガーデンヒルズの9戸を1人で購入されていました。東京は、シンガポールや上海、香港と並んで世界の超富裕層の新たな“行き先”となっているようです。

“円安と規制緩和により 外国人の買い手が高級物件に高い関心”

国内の買い手にとってはこれは潜在的な問題となる可能性があります。足元のマンションの平均価格はこういった単発の開発によって2023年末に押し上げられた側面もあり、この水準が長く留まるとは考えていません。しかし、海外の買い手によって緩やかな上昇圧力は続く可能性があります。そして問題は、このような不動産価格の上昇に国内の賃金上昇が追いつくことが出来るかという点です。

IP（知的財産）を活用してメーカーをプラットフォームに

それ以外では、日本企業の間でマーケティングやマネタイズを重視する機運が高まっており、日本の長年の慣習である「良いものを作れば売れる」という考えが変わりつつあるように感じています。

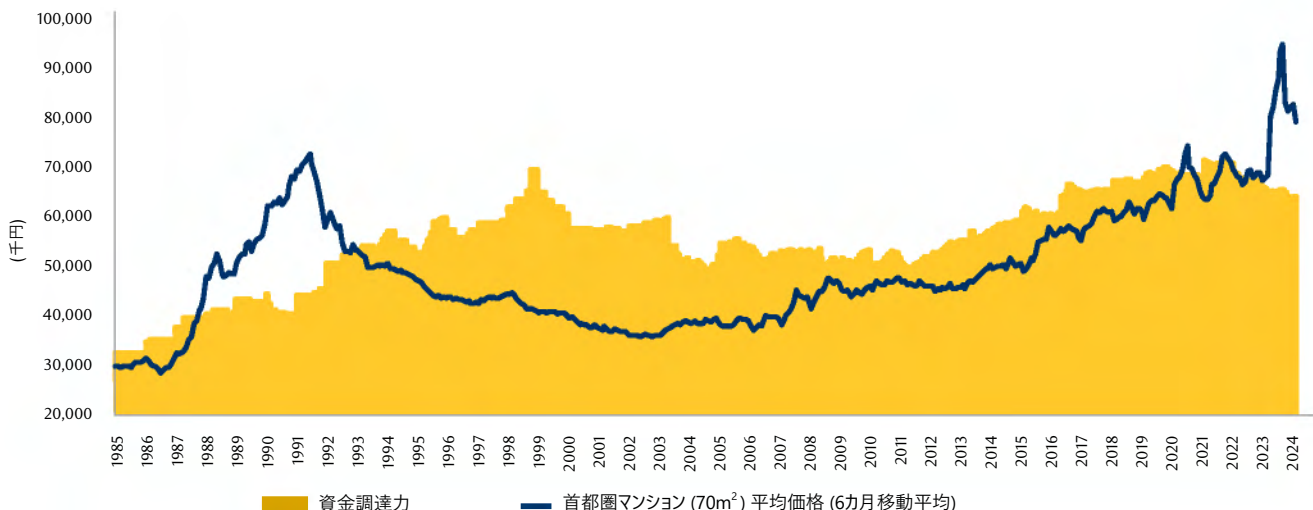


マンション価格上昇を牽引した三田ガーデンヒルズにて

世界規模でのメディア・フランチャイズ・ランキングでは、日本ブランドは高い位置にランクインしており、ポケモンやハローキティといったIPは広く知られ世界中で愛されています。

日本のキャラクターたちに対する熱い視線は明らかであり、サンリオや任天堂といった企業はこれを最大限活用しています。

図表 1: 首都圏のマンション平均価格



出所: 不動産経済研究所, 総務省, 国土交通省, 住宅金融支援機構, SMBC日興, 2024年1月31日
注釈: 資金調達力 = 借入キャパシティ + 自己資金

サンリオの35歳のCEOは3年前の就任以来、営業利益率とインバウンド売上比率を改善し大きな変革を成し遂げてきました。彼の最新のビジョンは、同社が有する450のキャラクターのうち、中核となるIPの価値を高めることであり、そのためにNetflixやYouTube、ゲーミングプラットフォームなどのオムニチャンネルを活用しています。

ポケモンですでに大成功を収めている任天堂も、スーパーマリオでそれに続くことになります。映画「ザ・スーパーマリオブラザーズ・ムービー」は2023年に大ヒットし、既に定評あるゲームコンソールのメーカー（ハード）がIPプラットフォーム（ソフト）に変貌する力を持ち合わせていることを実証しました。現在同社は「ゼルダの伝説」の映画プロジェクトを始動しており、任天堂がIPの分野でもその名を確固たるものにする十分な機会を有していると見ています。

日本ブランドのオフライン展開にも注目が集まっており、最近ではサウジアラビアでドラゴンボールのテーマパークが建設されることが発表されました。東映アニメーションもまた、IPが広範かつ多様な機会を提供できることを示しています。

東証改革2.0は？

この1年の日本株市場は目覚ましいパフォーマンスとなりましたが、今回の訪問で感じた全体的なコンセンサスは、まだ大きな上昇の可能性があるということでした。

より多くの投資家がこの波に乗り始めており、資産配分を行う海外投資家の関心が特に高まっています。加えて、これまでインフレの実現やガバナンス改革に慎重姿勢を示していた国内投資家の関心も高まっていることが伺えました。

東京証券取引所（東証）は最近、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する情報開示を行った企業をリスト化して公表しました。

コーポレート・ガバナンスの向上に向けた東証の施策が真摯に受け止められていることを心強く感じています。

このネーム・アンド・シェイム的なアプローチは非常に有効なようで、日本の時価総額に対する株式持ち合い比率が1989年の50%から足元で8%にまで大幅に低下したことも表れています。⁴ 今後は健全な市場競争の一層の促進に役立つであろう、TOB規制の緩和などが焦点となるでしょう。

将来を見据えると楽観的になる材料は多くあると思いますが、しかし今こそ投資家自身が真の役割を果たすときが来たと考えています。

東証は日本企業のために舞台を整えました。今、政策当局は市場参加者にそのバトンを渡そうとしています。最近東証は90以上の投資家（その多くは海外投資家）にこのメッセージを伝えていました。



ポップコーン・マシンとして多才ぶり発揮するハローキティ



証券取引所は市場参加者にバトンを渡し、市場主導の改革への道を切り開こうとしています

当社の日銀との面談においても、（ガバナンス改革は東証の管轄と言えども）同様の目標意識が示されておりました。日銀は市場主導の改革の道を切り拓くべく、株式市場で最大の「物言わぬ投資家」を生み出してきたETFの買い入れを停止することに踏み切りました。

大きく地固めが行われてきましたが、これからは企業と共に私たち投資家もさらなる変革を推進することが求められています。特に外国人投資家が日本に対してますます強気になっていることを踏まえると、これは長期かつ持続可能なアプローチだと考えています。

実際、私たちのブルーベイ債券部門最高投資責任者（CIO）であるマーク・ダウディング氏は、最近の訪日にて経済成長とインフレに建設的な見方を強めたようで「Make Japan Great Again (MJGA)」と声高に叫んでおりました。

⁴ 野村資本市場研究所, 日本経済新聞

著者

舟木 麻弥

ポートフォリオ・マネジャー

RBCグローバル・アセット・マネジメントにおけるアジア株式チームのポートフォリオ・マネジャー。日本株戦略のリード・マネジャーでもあり、チームの「資本財・サービス」セクターのスペシャリストでもあります。2015年の入社以前は、グローバルな投資銀行の投資銀行部門でアナリストを務めていました。2011年から運用業界のキャリアを開始しました。

当資料は、RBC Global Asset Managementの一部であるRBC Global Asset Management（UK） Limitedによって作成されたものです。当資料は受領者への情報提供のみを目的としています。当資料の全部または一部を複製することはできません。また、RBC Global Asset Managementの同意なしに再配布することもできません。当資料は、証券またはその他の金融商品の売買または投資戦略を勧誘するものではなく、税務または法律上の助言として解釈されるべきではありません。ここに記載されているすべての製品、サービス、または投資がすべての法域で利用できるわけではなく、地域の規制および法的要件により、一部は限定的にのみ利用できます。

過去の実績は将来の結果を示すものではありません。このレポートに含まれる情報は、RBC Global Asset Managementおよび/またはその関連会社によって、信頼できると思われる情報源から編集されていますが、その正確性について保証するものではありません。すべての投資で、投資額の全部または一部が失われるリスクがあります。

この資料には、RBC Global Asset Managementの現在の意見が含まれており、特定のセキュリティ、戦略、または投資商品の推奨を意図したものではありません。またそのように解釈されるべきではありません。特に明記されていない限り、ここに記載されているすべての情報と意見はこの資料の日付時点のものであり、予告なしに変更される場合があります。

RBC Global Asset Management（RBC GAM）は、カナダロイヤル銀行（RBC）のアセットマネジメント部門であり、RBCグローバルアセットマネジメント（US） Inc.（RBC GAM-US）、RBC Global Asset Management Inc、RBC Global Asset Managementが含まれます。RBC Global Asset Management（UK） Limited、およびRBC Global Asset Management（Asia） Limitedは、別個ですが、関連する企業体です。

RBC Global Asset Management（UK） Limitedは、金融行動監視機構によって認可および規制されています。

® /™ Trademark(s) of Royal Bank of Canada.

■手数料等

当社の提供する投資一任業に関してご負担いただく主な手数料や費用等は以下になります。手数料・費用等はお客様の特性、委託された運用金額や運用戦略、運用状況、あるいは当社に係る業務負担等により、下記料率を上回る、又は下回る場合があります。最終的な料率・計算方法等は、お客様との個別協議により別途定めることとなります。

(年率、税抜き)	債券戦略				株式戦略
	ベンチマーク戦略	トータル・リターン戦略	絶対リターン戦略	プライベート戦略	
運用管理報酬（上限）	0.70%	1.30%	1.30%	1.55%	1.00%
成功報酬（上限）	-	20.00%	20.00%	20.00%	-

なお、当社との投資一任契約は、原則、運用戦略に応じた外国籍投資信託を投資対象とします。上記手数料には、お客様から直接当社にお支払いいただく投資顧問報酬、外国籍投資信託に対して投資した資産から控除される運用報酬が含まれます。

この他、管理報酬その他信託事務に関する費用等が投資先外国籍投資信託において発生しますが、お客様に委託された運用金額や運用戦略ごとに、あるいは運用状況等により変動いたしますので、その料率ならびに上限を表示することができません。手数料や費用等については、弊社担当者にお問い合わせをいただくか、契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

■投資一任契約に関するリスク

投資一任契約に基づく契約資産の運用は、原則、戦略に応じた外国籍投資信託を通じて、実質的に海外の公社債、株式等の有価証券や通貨などの価格変動性のある資産に投資を行います。これら有価証券等には主に以下のリスクがあり、株式相場、金利、為替等の変動による価格変動、及び有価証券の発行会社の財務状況の悪化等による価格の下落により、外国籍投資信託等の基準価額が下落し、損失を被ることがあります。従って契約資産は保証されるものではなく、お客様の投資された元本を割り込むことがあります。また、デリバティブ取引等が用いられる場合においては、上記の価格変動等により、元本超過損が生じる可能性があります。運用による損益は全てお客様に帰属いたします。

価格変動リスク：有価証券の価格変動に伴って損失が発生するリスク

為替変動リスク：外国為替相場の変動に伴って損失が発生するリスク

信用リスク：発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに対する外部評価の変化等により損失が発生するリスク

流動性リスク：市場の混乱等により取引ができず、通常よりも不利な価格での取引を余儀なくされることにより損失が発生するリスク

カントリーリスク：投資対象国／地域の政治・経済、投資規制、通貨規制等の変化により損失が発生するリスク

なお、契約資産が持つリスクは上記に限定されるものではありませんのでご注意ください。リスクに関する詳細につきましては契約締結前交付書面又は目論見書等の内容を十分にご確認ください。

本資料は受領者への情報提供のみを目的としており、特定の運用商品やサービスの提供、勧誘、推奨を目的としたものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。

本資料は、信頼できると判断し情報に基づき作成しておりますが、当社がその正確性、完全性、妥当性を保証するものではありません。記載された内容は、別途記載のない限り資料作成時点のものであり、今後予告なく変更される可能性があります。過去の実績及びシミュレーション結果は、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。なお、当社の書面による事前の許可なく、本資料およびその一部を複製・転用・ならびに配布することはご遠慮下さい。当社と金融商品取引契約の締結に至る場合には、別途契約締結前交付書面等をお渡ししますので、当該書面等の内容を十分にお読みいただき、必要に応じて専門家にご相談の上、お客様ご自身のご判断でなさるようお願いいたします。

以上

