

国内金融、高値掴み警戒で押し目買い余力

1年で日本株1兆円処分、配当利回りや変動率は安定化

2017/8/7

日本株市場では国内金融法人（生損保、銀行、信託など）による「高値掴み」への警戒姿勢が根強いだけに、先行き押し目買い余力が残されている。金融法人は6-7月に+3390億円の買い越しとなったが、公的年金などが中心であるほか、過去1年では-1兆円も売り越してきた。日本株は配当利回りが改善する一方、良くも悪くも株価変動率は安定化し、長期投資の環境が整備されている。TOPIXは8月時点で3月末比、前年9月末比で2014年以來のプラス改善となっており、9月決算対策売りも制御される。

GPIFは前年に大幅キャッシュ積み上げ、株回帰

「東証の投資主体別売買動向では6月から信託の買い越しが目立っているが、主体は公的年金関連などであり、民間サイドは戻り売り姿勢が根強い」――。

ある信託業界の関係者はこのように指摘する。今年度の日経平均株価は3月末の1万8909円を起点にスタートしたが、「内外情勢や為替動向の不透明感などにより、まずは2万円を当座の上値ターゲットと見なす国内機関投資家が多かった」（同）。経済同友会による企業経営者向けの「景気定点観測アンケート調査」でも、3月調査で9月末の日経平均株価予測を「2万0000円台」とする回答は40.6%と最高になり、「2万1000円台」は僅か6.1%にとどまっている。結果、6月の2万円回復からは、「国内個人だけでなく、信託などの国内金融機関投資家も利益確定売りやヘッジ売りを続けている」（同）という。

こうした上値追いへの慎重姿勢が日本株の上値を重くさせる一方、「過度な楽観姿勢が抑制されている分だけ高値掴みのリスクは限られており、日本株の調整下落に備えた押し目買いエネルギーが堆積されている」（同）模様だ。

ただでさえ、国内金融法人は7月までの1年間で、累計-1兆1500億円の売り越しとなってきた。2014年4月以來の大幅な累積売り越しであり、その分だけ投資余力が蓄積されつつある。ちなみにGPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の場合、今年3月末の2016年度実績で特会管理分も含めた短期資産を年金積立金全体の8.89%と前年の5.14%から大きく引き上げ、13兆4365億円となっていた。こうした余剰キャッシュなどが4-6月に日本株投資に再配分されたと見られているが、その他の国内機関投資家についても日本株投資への待機資金余地が注目されやすい。

しかも現在は9月の中間決算期末が迫るなかで、8月4日時点のTOPIXは3月末比+7.86%、1年前の

昨年9月末比で+23.33%の上昇となっている。8月時点で半期末比、前年比ともにプラス化が維持されているのは、実に2014年以來の現象だ。2014年の場合、国内金融法人は8月から翌年2月の累計で+2兆3130億円の大幅買い越しが観測されている。

それ以前では2013年、2005年、2003年、1999年など限られた前例しかない。各年ともに「決算ベースでの株式含み益の余裕」や「基準ベンチマークの成績に負けないための日本株買い増し」などの好連鎖を呼ぶ形で、年末にかけて日本株は上昇トレンドを辿った実績を有している。今年は年後半にかけて先行き不透明感が蔓延しているが、少なくとも現状段階では9月の中間期末に向けた狼狽的な決算対策売りや損切りの度合いを抑制させていく。

株価急落は外国人買い急増の反動、現在は限定

一方、外国人投資家は4月から日本株を買い越してきたが、7月以降は先物を含めて戻り売りが目立っている。日本株の一段高には慎重論が根強いこともあり、7月4週までの直近26週間（約6カ月）の差し引き累計買い越し額は+5732億円と限られたままだ。過去の買い越し局面では+3兆円から+4兆円まで拡大するパターンが繰り返されてきたほか、最近では2013年5月に+9.8兆円近く半年累計の買い越しが膨張する局面があった。しかし、いずれも「山高ければ谷深し」の形で、こうした外国人の大量買い越しのあとには反動処分と日本株の急落場面が見られている。

現在も2015年8月のような株安ショックが警戒されているが、当時の外国人買いは同年7月時の半年累計で+3.7兆円へと積み上がっていた。同じく株安ショックに見舞われた2007年7月には、半年累計で+7.3兆円もの外国人買いが累増されていた実績がある。ひるがえって現在は僅か+5732億円であり、現状からの外国人による売り玉は限られるほか、便乗的な投機売り仕掛けのインパクトも制御される。

日本株の構造面でも上場企業の収益拡大や株主還元策の強化により、1990年代から2015年までに比べると配当利回りの引き上げと安定化が定着してきた。同時進行で日銀が長期金利の低位安定化策を堅持させていることで、「株式配当利回り-10年債金利」の格差は拡大傾向が維持されている。8月4日週でいえばTOPIXの平均配当利回りが1.91%に対し、10年債金利は週間最高でも0.085%にとどまっており、格差は1.8%以上への開きが定着してきた。

その中で良くも悪くも日本株の株価変動率（ボラティリティ）は安定化している。配当利回りの安

定化とあいまって、長期投資が有効機能しやすい環境となってきた。現状は予想 PER（株価収益率）が 3 日時点の日経平均採用銘柄で 14.31 倍、東証 1 部で 15.84 倍と上昇が限られ、割高さが警戒される環境にもなっていない。2015 年 8 月の株安ショック時には PER が 30 倍以上となっており、当時に比べるとバリエーション面での健全性は維持されたままだ。

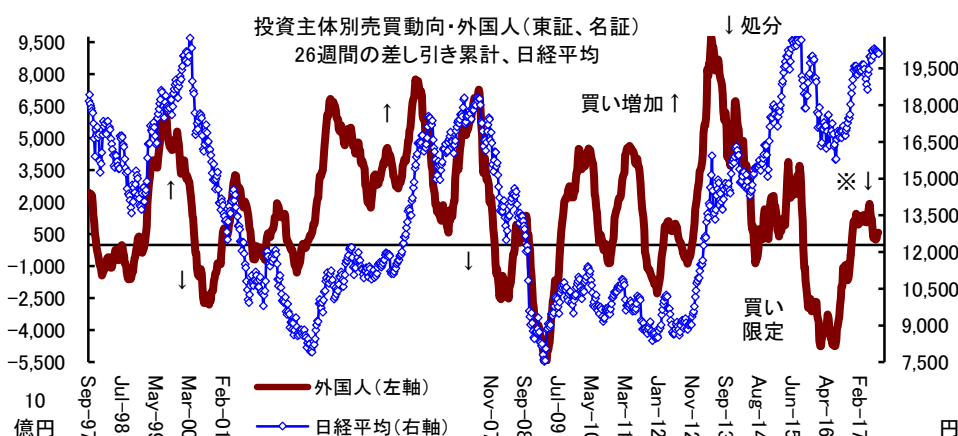
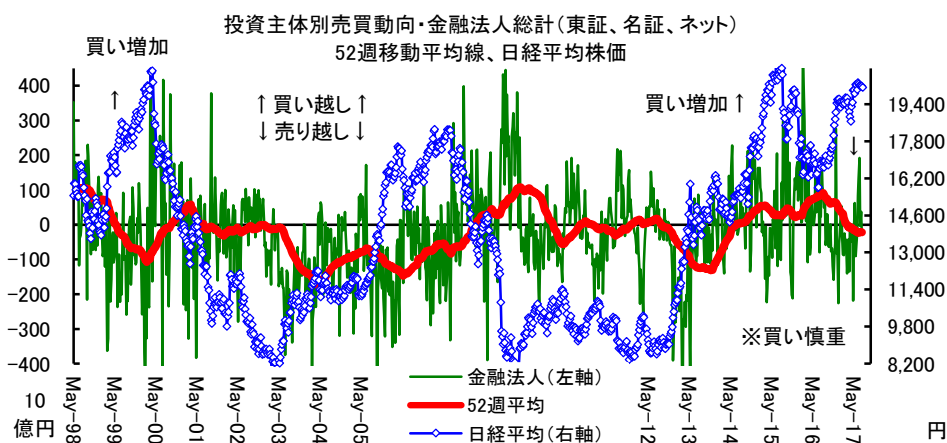
日本株市場では 7 月時点でも事業法人が 16 カ月連続の買い越しとなり、自社株買いの増加継続が確認された。現状株価での企業による自社株買いの持続は、「企業経営者が自社の株価水準を、収益見通し見合いで割安と判断している証左」との見方もできる。

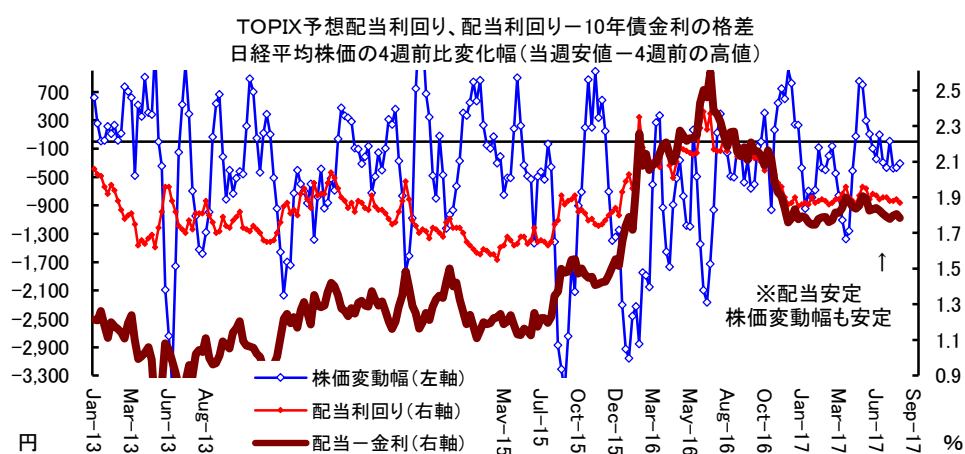
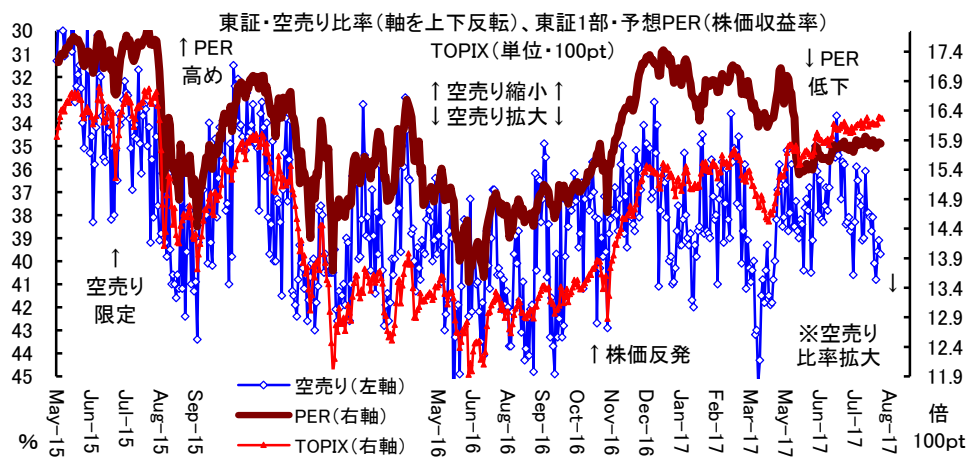
もちろん、先行き調整株安のリスクはあるが、すでに先行きリスク織り込む形で東証の空売り比率は 3 日に 39.7% と高止まりしている。7 月 31 日の 40.8% からは低下してきたが、4 月以来の高水準が維持されたままだ。目先は空売り戦略の増加に連動した株安余地が残る一方、空売りの買い戻しによる

踏み上げの潜在エネルギーも蓄積されている。

米国株は過熱バブルが警戒されながらも、2008 年から 9 年以上の長期株高が維持されている一因として、「ボラティリティーが安定化しながら、配当利回りは低金利の続く米国債を上回っており、国債投資のような感覚で長期運用マネーが継続的に流入している」（米国のヘッジファンド関係者）といった点が指摘されている。

米国ではベビーブーマー世代以上に、その子ども世代のミレニアル世代の人口が多いだけに、完全雇用の広がりや連動して、長期運用の年金や保険への資金流入が継続的に保たれている。新興国など海外資金を含めて新規の長期マネー増加が株式投信（ミューチャル・ファンド）などを通じ、米国株の安定化に寄与。同時に長期運用だけによほど株価が急落しない限りは見切り売りが抑制されるとともに、需給面での腰の強さが短期投機マネーの売り仕掛けの影響力を低減させる健全性が增強されている。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様自身でお願いします。