

日本株は国債利回りとの見合いで割安感や割高感を判断する「イールド・スプレッド」で割安感が醸成されてきた。長期金利から株式益回り（1株当たり税引利益を株価で割ったもの）を差し引いたもので、現状では株式益回りが上昇を保つ一方、長期金利は再低下になっていることで2016年7月以来の低水準となってきた。2015年8月以降のチャイナショックなどによる株安局面から底入れした時期と符号するもので、金利の低位抑制と株式配当の長期スパンでの増加基調がバッファーとして着目されやすい。

米国「決算発表月の株安」、翌月上旬に底入れ

「歴史は繰り返すではないが、10月以降の日経平均株価の急落劇は、チャート形状や価格水準、日柄時期という点で、1987年10月19日のブラックマンデーと似通っている部分が少なくない」――。

ブラックマンデー時を知るベテランの証券業界関係者はこのような指摘を行う。1987年は前年からの株高の勢いのまま、6月に2万6000円と過去最高値を更新したあと、調整下落へと転換。しばらく調整局面が続くかと思いきや、9-10月に6月の高値を上抜け、一段高の上放れ期待が高まった。その矢先に10月14日の2万6646円を高値に反落に転じ、10月19日にかけて歴史的な株価暴落に見舞われている。

ひるがえって今年は昨年後半からの株高の勢いのまま、1月に2万4129円と1991年以来の高値を更新したが、その後は調整下落と日柄調整の横這い化が続いた。そこから1987年の日柄と同様、9-10月にかけて直近高値を突破。一段高の上放れ期待が高まったところで、10月2日の2万4448円を高値として急反落へと転じている。

1987年10月の場合、翌月11月11日の2万0513円で底入れ反発となった。下落幅は-6000円以上、-23%に及んでおり、今回に当てはめると1万8000円方向への下値余地が残る。一方で今回は価格面での下値メドとして1987年時と近い3月安値2万0347円から2万1000円方向が着目されているほか、日柄面でも10月後半にかけての米国企業の決算発表ピークアウトや、11月6日の米国・中間選挙前後が「アク抜け」のタイミングとして注目されやすい。

ちなみに最近の米国株市場における「決算発表月の株安」局面によると、NYダウの底入れは今年4月の決算発表月のあとが5月3日、1月が2月9日、2016年1月のあとが2月11日といった「翌月上旬での底入れ形成」パターンが目立っている。

もっとも日本株に限っていえば、すでに国債利回

りとの見合いで割安感や割高感を判断する「イールド・スプレッド」で、割高修正の進捗と割安感の醸成が見られ始めた。株式市場での投資判断で用いる場合、イールド・スプレッドは長期金利から1株利益を株価で割って算出する「株式益回り」を引いて算出する。一般的にイールド・スプレッドが大きいほど割高、小さければ割安と判断される。

25日段階で日本の10年債金利は0.117%前後と4日の0.165%から再低下してきたほか、歴史的な低水準が維持されたままだ。一方で東証1部全銘柄の株式益回りは予想ベースで7.32%、前期基準ベースで7.46%となり、2008年以来の高水準へと上昇してきた。結果、イールド・スプレッドは-7.20%から-7.34%方向へと低下している。

前期基準ベースでの同スプレッドは10月2日の-6.42%からマイナス幅が再拡大し、実に2016年7月以来の大幅マイナスに移行してきた。2016年7月といえば前年2015年8月からのチャイナショックなどによる株安局面を経て、日経平均が底入れと反転上昇に向かい始めた起点と遭遇する。厳密には同年6月の安値1万4864円で底入れし、7月の安値1万5106円での底固めを経て、今年10月の2万4000円超えに至るまで株高トレンドが形成されてきた。

米長期株高は実質金利低下が一因、日本追随余地

当時は世界景気の循環回復と符号した動きであり、現在の循環減速入りとは環境が異なるが、それでもバリエーションの面では日本株の「割安感」や、現状からの株安の場合の「理論値見合いでの売られ過ぎオーバーシュート領域入り」が意識されやすい。

しかも日本株のイールド・スプレッドについては、1990年代以降の過去最低水準を維持したままだ。1990年代以降はイールド・スプレッドの低下でも、複合デフレや日本企業による株式価値・株主還元の軽視姿勢、自社株買いより株主無視の増資乱発などが障害となり、「万年割安」や「合理的なバリエーション判断の機能不全」が長期化してきた。しかし、2012年のアベノミクス以降はこうした障害の改善・変革が進んでおり、長期スパンでの投資で割安判断が有効機能する環境になってきた。

同時に現在は日銀による10年債金利の低位抑制策が堅持されている。株式配当の利回り面では、相対的な優位性が維持されたままだ。現在は企業収益の下方修正や来年度の減益などが警戒されつつあるが、少なくとも今年度の来年3月期にかけては、年度上期のノリシロ貯金や想定為替レート見合いでの円安堅持、昨年度までの連続最高益更新を受けた潤

沢な内部留保などもあり、高配当企業を中心に配当性向の高止まりが期待されやすい。

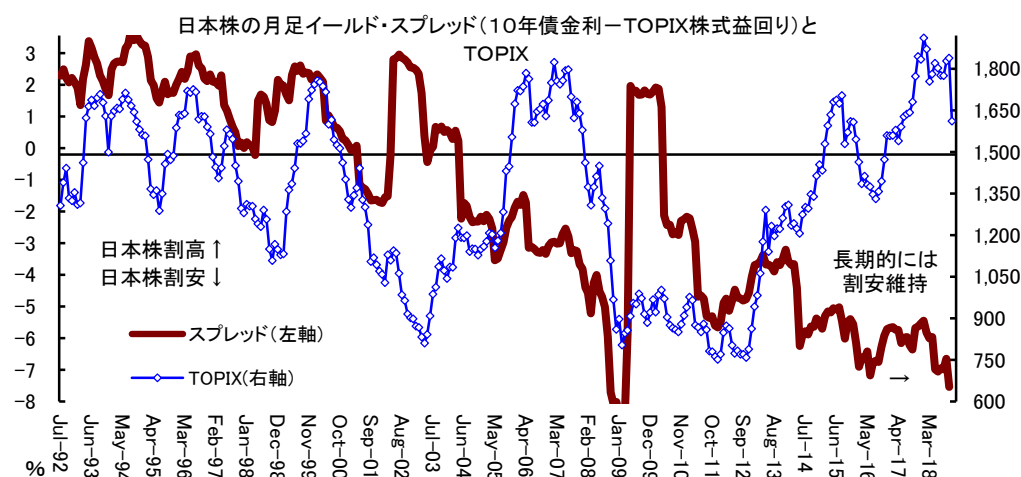
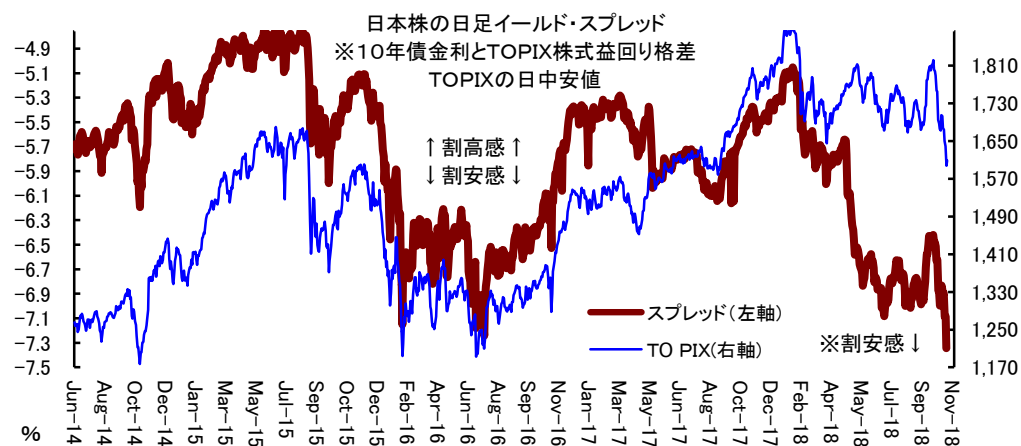
現在は業績下方修正などが嫌気されている日本企業の決算発表だが、26日にかけてはオリックス、日立金属、日本瓦斯、信越化学などから配当の増額が示された。

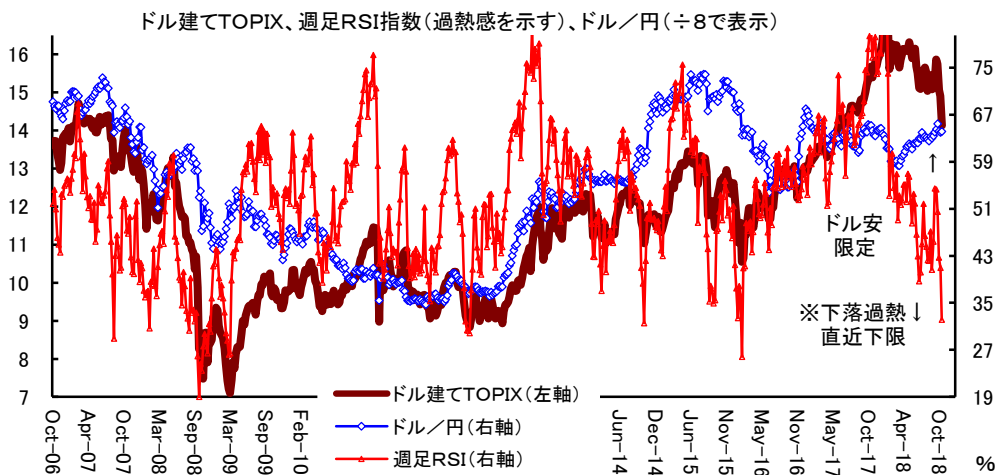
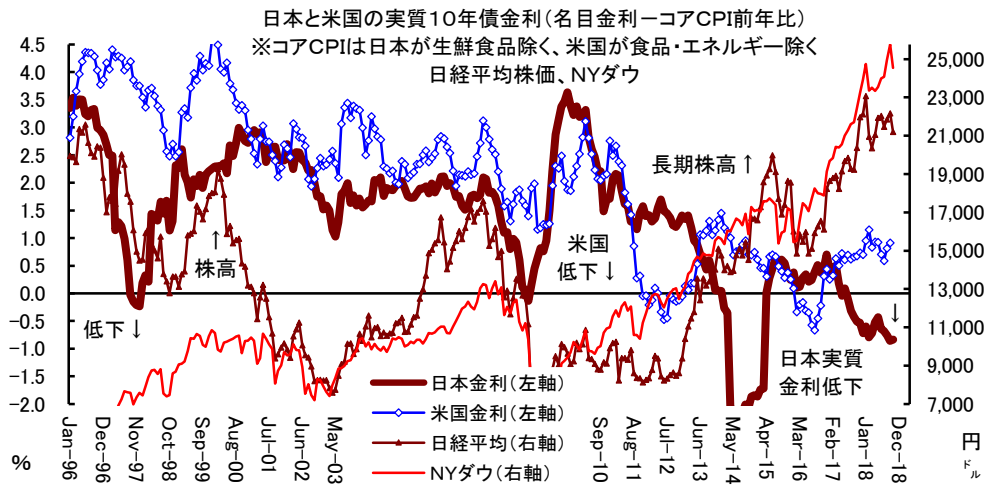
同時に日銀による長期金利の低位抑制努力は、実質金利の押し下げへと寄与している。長期投資の面で、企業業績や日本株の下支え要因となるものだ。最新10月の東京都部コアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）は前年比+1.0%となり、前月に続いて2015年3月以来の+1.0%超えを維持した。一方で10年債金利は10月の月間最高でも現状0.165%となっており、「名目10年債金利－コアCPI前年比」で算出される単純な実質10年債金利は-0.84%とマイナス方向に押し下げられている。

消費税増税でCPIが押し上げられた局面を除くと、

1980年代後半以降で最低水準となるものだ。しかも来年10月からは消費税増税が予定されており、来年にかけては価格への増税上乗せや乗値上げなどもあって、CPIの上昇基調と実質金利の低下トレンドが担保されていく。

2009年以降の米国株の歴史的な長期株高については、一因として「実質金利の長期低下」があった。米国の「名目10年債金利－コアCPI前年比（食品・エネルギーを除く）」で算出した単純な実質10年債金利は、2010年4月の3.1%から2012年にかけて-0.5%、2016年にかけて-0.7%方向に押し下げられた経緯がある。現在は日本も追随する形で実質10年債金利がマイナス傾向を辿っており、現在のような調整株安局面を経ながらも、米国株に遅行追随していく形で日本株の長期株高の寿命残存は無視できない。





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ご自身でお願いします。