

日本株、期明け配分で出遅れ修正余地

2019/3/22

世界時価総額は年末比 9 兆ドル増、日本に溢出余力

日本株は国内勢の新年度明けや海外勢の 4-6 月期明けに向けて、世界株高比での出遅れ修正余地が注視されよう。4 月からは国内勢の新年度資金配分が見込めるほか、海外勢も 1-3 月期の世界株高を受けた余剰マネーの日本株溢出が期待される。世界の株式市場は時価総額総計が前年末比で +9 兆ドル超の増加となっており、日本株への配分余力がある。現時点で日経平均株価は前年度末比プラスとなっているほか、ドル/円も前年比ドル高となっており、企業の保有資産や決算は前年比で下支えされやすい。

国内勢は新年度配分、連休警戒も押し目買い需要

「日本株は 4 月末からの 10 連休が大きなリスクとして残るが、6 月に向けては英国の EU 離脱問題一服や米中貿易協議の一旦の進展期待などが押し目買い要因となりやすい」――。

米国系の運用ファンド幹部はこのような指摘を行う。季節的にも日本株は 4 月の新年度明けから国内勢による新規株式配分が想定され、需給面での改善が期待されそう。

さらに今年は 1-3 月期の世界株高を受けて、海外の投資家による余剰資金の「出遅れ日本株配分」というリバランスが注視される。現在の海外ヘッジファンドには、「日本の金融機関から資金融資を受けるとともに、同時に運用も委託されている」（同）ところも漸増してきた。こうしたファンドは 3 月後半の日本勢による年度末決算に向けて、資金返済と日本株処分に向かう一方、4 月の新年度明けからは仕切り直しの融資と運用委託を受けた日本株投資が注目されやすい。

おりしもゴールドマン・サックスは 20 日、顧客向けレポートで日本株 TOPIX の今後 3 カ月と 12 カ月の目標をそれぞれ 1650 と 1675 に引き上げた（20 日終値 1614）。同レポートでは「世界的な需要の弱さが日本株への重石だが、設備投資と消費がより安定することから景気後退の可能性は低い」と指摘。2019 年度の 1 株利益の伸び率予想を 5.6% と、従来の 3.1% から引き上げている。

日本株の出遅れ修正材料としては、より緩やかながらも持続する企業業績の伸び、バリュエーション、労働市場の改善、企業統治改革、自社株買い、日銀の株式購入――などを挙げている（ブルームバーグがレポートを紹介）。

海外勢の対日本株を含めた「投資余力改善」という点では、ブルームバーグ算出による世界の株式市場・時価総額が 19 日時点で前年末比 9.41 兆ドルの増加となった。3 カ月間の増加額としては、2009 年 5

月（+9.33 兆ドル）以来の高水準となっている。当時の日本株市場はリーマン・ショック直後で病み上がりながら、財務省の対日株式投資で買い越しが増加。3 カ月間のネット売買累計では、翌 2009 年 6 月が +1.26 兆円、7 月が +1.72 兆円という買い越しが記録されている。

最近の 3 カ月間・増加額でいえば、2015 年 4 月の +7.05 兆ドル以来の大きさとなるものだ。当時の対日株式投資も、3 カ月間累計で翌 5 月が +4.84 兆円、6 月が +3.74 兆円という大幅買い越しとなっている。

もちろん、今年は世界減速や貿易摩擦懸念、昨年後半の株安ショックの後遺症などが、リスクテイクを制御させる。それでも機械的な国際分散ポートフォリオ比率に即した比例配分の形で、「世界株の時価総額カサ上げ分に連動した日本株の買い増し」というリバランスが焦点になりそう。

リスク選好下での日本株出遅れ、遅行挽回の実績

世界の機関投資家が参考にする MSCI 世界株指数（ドルベース）では、19 日時点で日本株指数が年初来（3 カ月前比）で +6.36% になっている。日本株を除いた先進国株である KOKUSAI 指数は +13.14% となっており、日本は大きく出遅れたままだ。同時に新興国株指数も +10.89% であり、日本株は取り残されが目立っている。

しかし、過去の四半期末成績で日本株が前期末比（3 カ月前比）プラス化を保ちながらも、KOKUSAI 指数や新興国指数をアンダーパフォームしている場合、翌期に向けて日本株は挽回的な上昇パターンが目立ってきた。最近の 3 月では 2017 年に、同様の「リスク選好下での日本株下振れ」が観測された。当時の日経平均株価は、同年 3 月の安値から 11 月にかけて +4400 円幅の上昇ラリーへと移行している。

その前では 2012 年 9 月に同様の日本出遅れがあったが、当時は翌 10-12 月から日本株は底入れ反発へと移行。アベノミクス相場の点火と重なる形で、1 年前後に及ぶ株高モメンタムが形成されている。

また今年 3 月の場合、日経平均株価は 20 日時点の終値が 2 万 1608 円となり、昨年 3 月末の 2 万 1454 円を上回っている。まだ月末まで予断を許さないものの、過去実績として年度末に日経平均が前年比プラスとなった場合、同期末の企業決算は金融機関などを中心に株式含み益の確保などが下支え要因となりやすい。

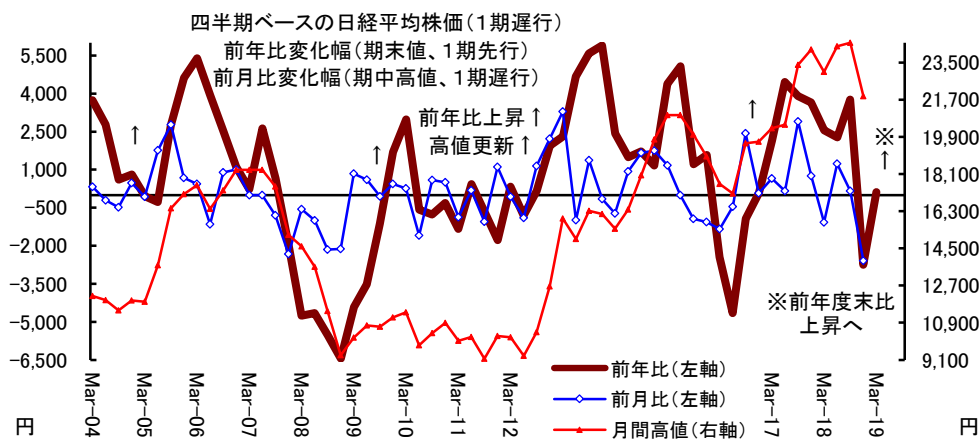
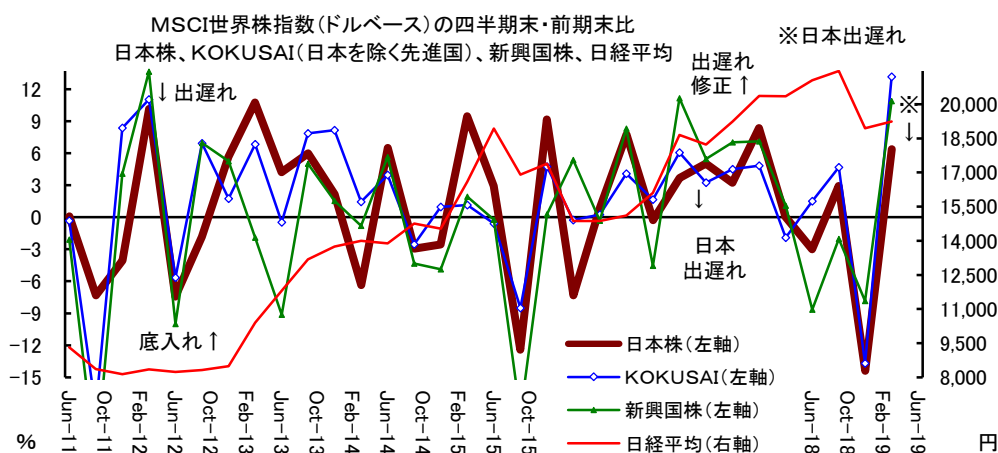
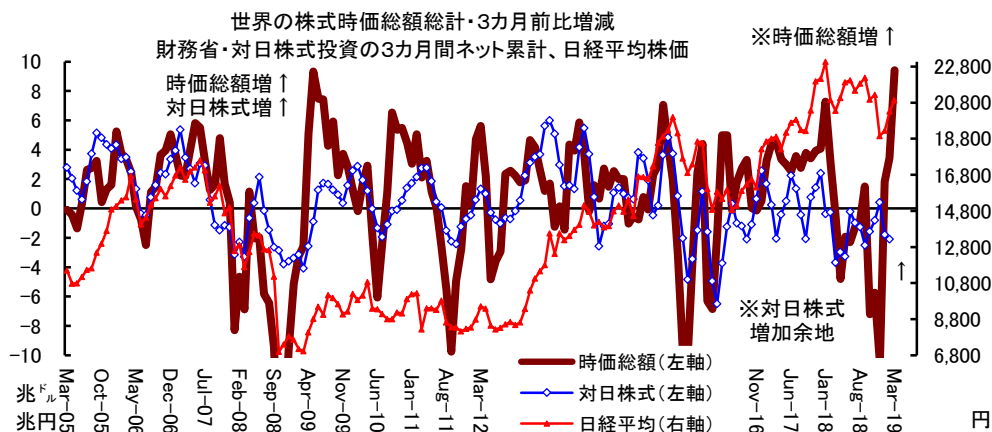
同時に国内金融機関の保有資産安定化が、4 月の新年度明けの資金配分ではプラスへと作用。リスク許容度の改善が日本株の押し目買いを促し、リスク

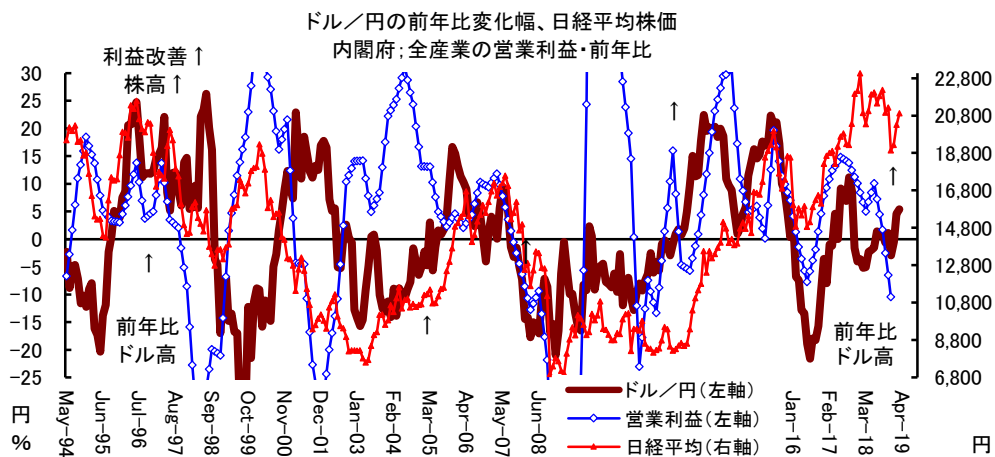
選好が株高と円安を後押しさせる好スパイラルが観測されている。実際に3月末の株価が前年比プラスとなった2018年、2017年、2015年、2014年、2013年では、最短ケースでも4月から8月まで株高モメンタムが醸成されている。

加えて今年3月の場合、ドル/円が111円前後で推移しており、昨年3月末の106円に比べて大幅なドル高傾向にある。今後についても昨年は4-6月にかけて、ドル/円は月間ドル安値が105-108円と現状比ドル安に位置していた。日本企業の決算発表では3月末のみならず、先行き4-6月期についても「前年比ドル高」の為替差益が担保されやすい。過去実

績として営業利益の前年比プラス化が支援されるほか、日経平均株価も前年比プラス推移がサポートされてきた。

最近のドル/円でいえば、2012年後半から2015年半ばにかけてドル/円の「前年比ドル高」が明確なトレンドとなった。その前では2005-2007年などで観測されたが、いずれも前年比での企業収益への支援効果が株高を促し、株高がリスク選好を通じて円安や円高抑制に寄与。それが改めて前年比ドル高のトレンド持続へと跳ね返り、好スパイラルの回転が持続延命された実績を有している。





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ご自身でお願いします。