

日本株、不透明感緩和で割安感再評価

イールド・スプレッド過去最低、他国比で上値余力

株式会社ジャパネコノミックス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2019/10/25

日本株は貿易対立や円高懸念などの不透明感緩和を受けて、割安感に再評価の余地が残されている。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」は過去最低水準に低下しており、米国株など他国株比での上値余力は無視できない。同スプレッドは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）を差し引いたものだが、益回りは過度な業績悪化懸念の一服や消化などで下げ渋りとなる一方、長期金利はマイナス推移を保っており、低位安定を維持させている。

万年割安放置の再燃、悪材料消化などで修正余地

「安倍晋三首相は台風被害などでも、憲法改正（改憲）への手続き前進を諦めていない。改憲への国民理解を得るため、災害や消費増税対策の景気対策は規模積み上げが検討されているほか、同時進行で企業への賃上げ協力も、知恵を使いながら従来以上に強化させていくのではないかと」――。

ある内閣官房の関係者はこのような指摘を行う。実際に23日の自民・公明党の両幹事長らによる与党幹部会合では、防災・減災と国土強靱化を一段と推進していく方針を確認する一方、改憲是非をめぐる国民投票法改正案を今臨時国会で成立させる方針を再確認している。

同じ23日には西村康稔経済再生相が経団連との意見交換会で、「2020年春闘は外需に不透明感がある中で厳しい面があると思うが、賃上げの継続をお願いしたい」と発言。早くも7年連続の賃上げに向けた協力仕事をスタートさせている。引き続き日本の景気と株価には不透明材料が多いものの、「米中が双方の経済打撃深刻化で部分的に歩み寄り始めているほか、トランプ米大統領が景気悪化や自身の弾劾問題、シリア・イラン・北朝鮮などの外交迷走を受けて、強引な独断専横を自制し始めた」（同）点などがプラス材料となりつつある。

このうちトランプ氏の「大人化」に関しては、米ウォールストリート・ジャーナル紙が21日、「トランプ米大統領は与党共和党から公式・非公式に受ける圧力が高まっている」、「議会下院の弾劾調査が進む中、共和党議員の意向に逆らう余地は狭まっており、トランプ氏は攻撃に対して一段と脆弱になっている」と報じた。その政治力学変化の一例として、「トランプ氏は来年G7サミットをフロリダ州マイアミに所有する自身のゴルフリゾート施設で開催する計画について、撤回せざるを得なくなった」ことなどを挙げている。

こうした微妙な風向き変化は、日本株に対して貿

易戦争や円高懸念といった不透明感の緩和につながっている。8-9月にかけては、「香港デモの第二の天安門事件化リスクが、海外勢の日本株離れと日本株の『万年割安放置』回帰につながった」（米国の大手運用会社幹部）局面もあったが、悪材料としての一旦の消化が進捗。23日には「中国政府が香港の行政長官の更迭を検討している」との報道があり、香港株は大幅下落となったが、日経平均株価は逆行高という抵抗力の増強が示された。

日本株を取り巻く不透明感の緩和は、「万年割安」に対する再評価を一段と高める余地を秘めている。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」では、過去最低水準へと日本株の割安感が醸成されてきた。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。

21日段階で日本の10年債金利は-0.125%となり、上昇傾向にあるものの歴史的な低水準であるマイナス圏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6.98%、前期基準ベースで6.93%となり、2008年以来の高水準を保っている。結果、イールド・スプレッドは-7.06%から-7.11%方向へと低下している。

世界減速や対先進国比の日本出遅れ、底入れ兆候

前期基準ベースでの同スプレッドは8月29日の-7.83%を直近最低として、ややマイナス幅を縮小させている。それでも昨年1-4月の-5%からは大きく低下した状態が続いており、2012年のアベノミクス開始前の「万年割安」の放置状態へと回帰したままだ。

しかし、ここに来て日本企業の収益見通しについては、1) 15日のIMFによる世界経済見通しの下方修正を受けた当座の世界減速織り込み、2) IMFの下方修正を受けた来年以降の世界リバウンド期待、3) 為替相場の9月短観想定レート・年度通期1ドル=108.68円、年度下期108.50円への接近（大企業製造業）、4) 日本の9月貿易収支での3カ月連続赤字化と先行きの円高圧力漸減――などが悪化歯止め要因となってきた。連動する形で株式益回りについても、8月後半からの急低下が下げ渋りとなっている。

なお、日本株のイールド・スプレッドが前回、-5%から-7%方向へとマイナス幅を拡大させた局面としては、2015年から2016年7月があった。当時も

前年2015年8月からのチャイナショック余波や世界減速、英国のEU離脱ショックといった逆風に見舞われたが、悪材料の消化や世界景気の循環底入れなどに連動して、日本株の割安感が「無視から脚光着目」へとシフト。日経平均株価は2016年6月を底値として、2018年1月の高値まで1年半の株高ラリーが点火された実績を有している。

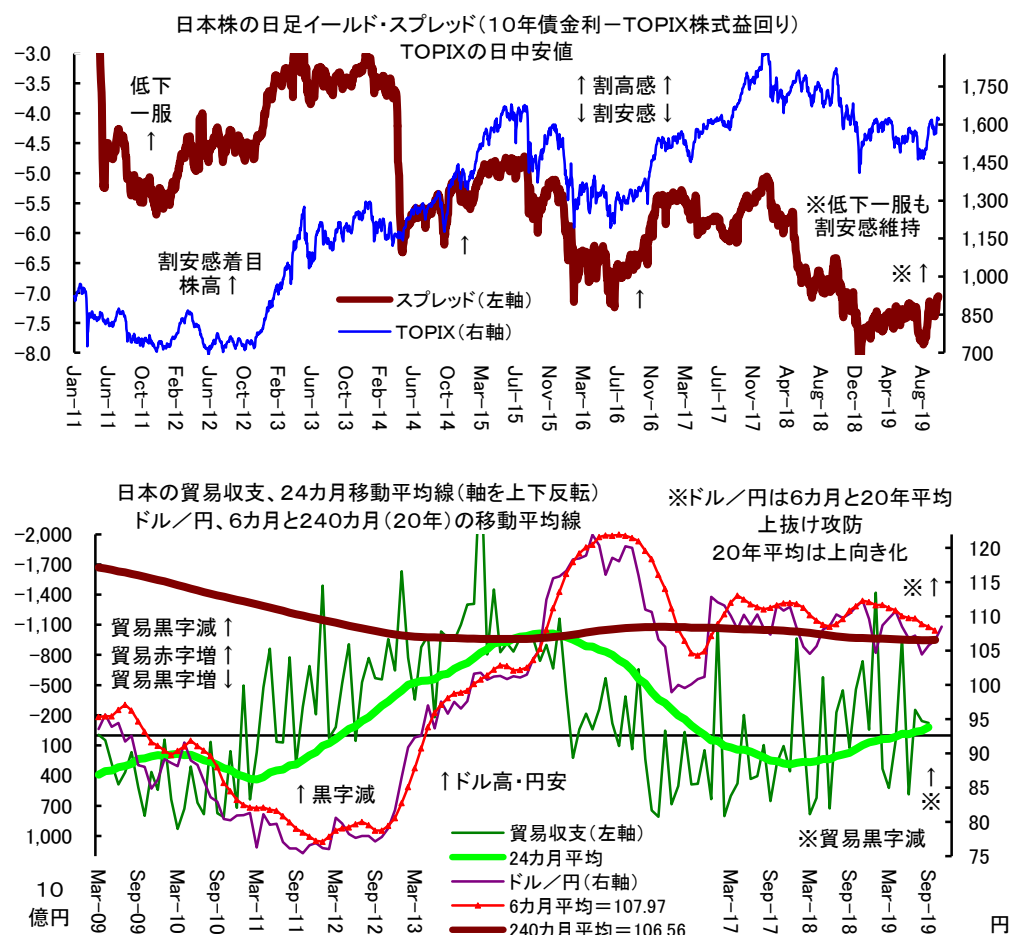
今回についても世界のGDP統計などに半年程度先行するOECD景気先行指数は、最新8月に加盟国総計ベースで前年比-1.10%となり、前月の-1.17%からマイナス幅を縮小させた。3月の-1.33%を最悪ボトムとして、5カ月連続で下落率を縮小させている。5カ月連続での改善定着は2017年8月以来、実に2年ぶりとなるものだ。景気循環のモメンタムとしては、複合的な悪材料の消化進捗と下振れ勢いの終盤入りが示唆されている。

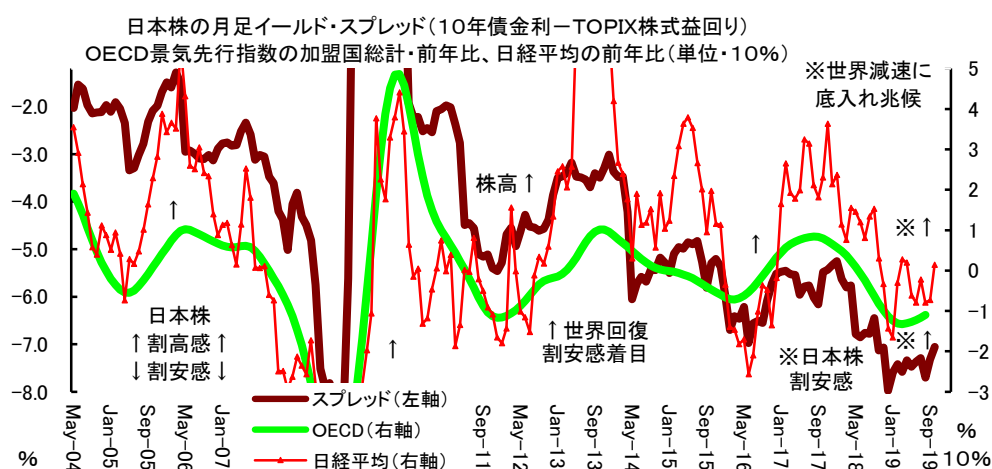
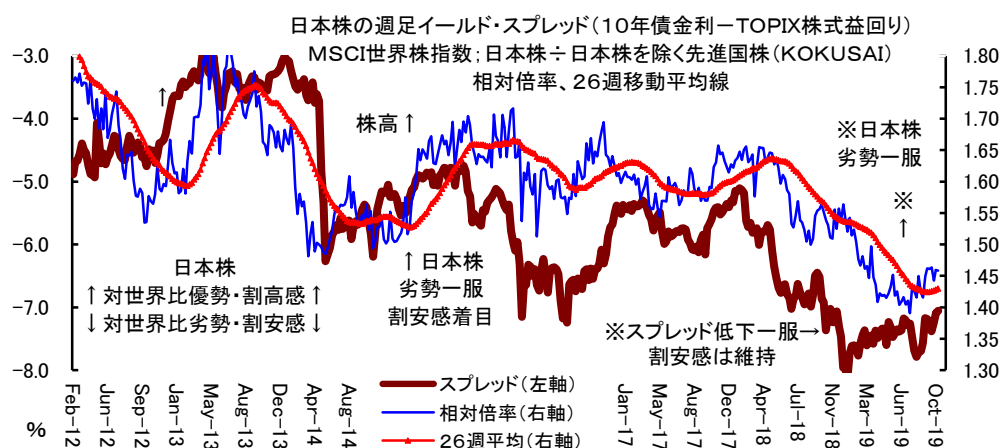
過去実績としてOECD景気先行指数の前年比底入れは、日本株のイールド・スプレッド低下といった割安感が着目評価されるタイミングと符号してきた。しかも今年の場合、日本株は米国株など他の先進国株から大きく出遅れてきた分だけ、日本株を取り巻く不透明感の緩和は出遅れ修正と上値余地意識を支

援していく。

MSCIの世界株指数（ドルベース）によると、22日時点の直近3カ月間成績では日本株を除いた先進国株のKOKUSAI指数が+0.46%と伸び悩んでいるのに対し、日本株指数は+4.27%とプラス幅が目立っている。年初来成績ではKOKUSAI+17.55%に対し、日本株は+11.24%と依然劣勢ながら、KOKUSAIは7月から+17%前後での高止まりが続いている。それに対して日本株は8月26日の+3.49%を直近最低として、プラス成績の伸び率拡大の登り調子にある。

「日本株指数÷KOKUSAI指数」の相対倍率も、週末ベースでは7月26日週の1.391という日本劣勢をボトムとして、10月18日週には1.459へと切り上がり、日本劣勢が修正されてきた。同倍率の26週移動平均線は、方向性が9月29日週から日本優位方向の上向き化へと転換している。過去には2016年8月、2014年9月、2013年3月などで観測された日本優位への基調好転だ。いずれも各段階での日本株イールド・スプレッド低下や対先進国株比での出遅れなどが着目される形で、最短でも1年から1年半の株高ラリーが形成された高確率の実績を有している。





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。