

邦銀株、保険株や米銀株比で劣勢修正余地 過去最低の下振れ乖離、日銀修正などで正常化余力

2023/1/11 (水)

日本の銀行株（邦銀株）は反発基調にあるが、国内の保険株や米国の銀行株（米銀株）との相対比較では劣勢修正の株高余地が残されている。昨年までは日銀による長期金利抑制策の堅持などもあり、こうした株価に対して過去最低の下振れ乖離となってきた。今後は日銀による一段の緩和修正余地のほか、長期デフレから悪い物価高を経た適度なインフレ環境への移行余地が、邦銀株の「正常化」反発余力を支援する。当座は前年比での金利上昇余地が見込めるが、前年比での銀行収益改善と株高を担保していく。

東証の銀行業指数、長期上値抵抗線を上抜け

「昨年 12 月上旬に木原誠二官房副長官を囲む勉強会に参加したが、2023 年に優先的に取り組む政権課題としては、物価高対策と賃上げ、人口減対策や国防政策の強化のほか、日銀による異次元・超緩和策の段階的な『普通の緩和策を経た正常化』への側面アシストなどを挙げていた」――。

ある政界関係者はこのような指摘を行う。その後、日銀は昨年 12 月 20 日に大規模緩和を修正し、従来 0.25% 程度としてきた長期金利（10 年債金利）の上限許容レベルを 0.50% に引き上げた。続いて岸田文雄首相は 2023 年の年明け 1 月 4 日、年頭会見で「インフレ率を超える賃上げ」や「異次元の少子化対策」などへの取り組みを表明している。木原氏の意欲テーマと合致するもので、金融市場に関しては引き続き日銀による追加的な緩和修正が注目されそうだ。

もともと現在の岸田内閣には、銀行業界への一定理解者が少なくない。岸田首相が旧・日本長期信用銀行、松本剛明総務相が旧・日本興業銀行、小倉将信少子化相が日本銀行の各出身であるほか、木原氏の実兄は現みずほフィナンシャル・グループ（FG）社長の木原正裕氏となっている。岸田政権では昨年末に「資産所得倍増プラン」を取りまとめ、銀行を含めた金融業界を支援していた。

すでに日本株市場では 12 月の日銀緩和修正のほか、追加修正の期待感もあって銀行株（邦銀株）が反発となっている。しかし邦銀株は昨年にかけての世界的な金利上昇などの中でも、日銀による長期金利抑制策の堅持などもあり、国内の保険株や米国の銀行株（米銀株）などに対して大幅な出遅れとなっている。相対倍率は、過去最低という邦銀株の下振れ乖離となってきた。今後は過剰な下振れ分の「正常化余地」が、邦銀株の上値余地となりやすい。

東証の銀行業指数は日銀緩和修正といった好材料もあり、テクニカルでは長期の強力な上値抵抗ライ

ンを上抜け突破してきた。四半期ベースの一目均衡表チャートによると、昨年 12 月から先行スパンの雲下限 177 前後を上回っている（1 月 6 日の終値は 194.74）。同ラインは 1995 年以降、約 27 年にわたって上値抵抗線として長期君臨してきたものだ。

ちょうど日本では、1999 年前後からの長期デフレを脱却しつつある。デフレや付随した超低金利などが悪材料となってきた邦銀株からすると、一定の反発余地が支援されやすい。次なる上値メドとしては、四半期ベースでの雲上限（現在から 2025 年半ばにかけて 302 前後に位置）方向などが焦点になる。

邦銀株に関しては 5 日、三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券のシニアアナリストが、みずほ FG の投資判断を中立からオーバーウェイトに引き上げたばかりだ。

理由としては、1) マイナス金利導入前の PBR（株価純資産倍率）と比べて現在の PBR は相対的に低く、現在の配当利回りは他の一部大手行を僅かに上回る、2) マイナス金利修正を含めた日銀の次の動きに期待する市場環境では、銀行株の中での出遅れ銘柄も上昇しやすい、3) 国債ポートフォリオのデュレーションは 9 月末で 1.3 年と短い、4) 早期に中長期金利も上がれば、国債ポートの再投資による利益への影響は相対的に大きい――といった点を挙げている（ブルームバーグがリポートを紹介）。

前年比で金利上昇定着へ、前年比の株高支援

世界的・歴史的にデフレは銀行株にマイナスだが、「適度でマイルドなインフレ環境」は追い風となる。適度な金利上昇や利ざや改善、資産価格や担保資産の下支え効果などが、銀行の収益にはプラスとなりやすい。その点、日本ではデフレ長期化から昨年の悪い物価上昇を経て、今後は「適度なインフレ環境」へのシフト余地がある。

日銀は今後のコア CPI 前年比（生鮮食品を除く消費者物価指数）見通しについて、「昨年 10 月時の 2023 年度 +1.6% という見通しの小幅上方修正を検討するほか、24 年度の +1.6% も 2% 近くに引き上げる公算が大きい」（昨年 12 月 31 日の日経新聞）という。裏表で物価に影響する需給ギャップの修復が見込まれるが、銀行株は密接な連動相関性を有しており、支援材料となりやすい。

過去には消費税増税の影響もあり、コア CPI 前年比が 2013 年 11 月から 2015 年 3 月にかけて +1.2% から +3.4% 前後という適度なインフレ局面が続いた。その 17 カ月の期間中、東証の銀行業指数は月間高値ベースで、+14% の上昇となっている。

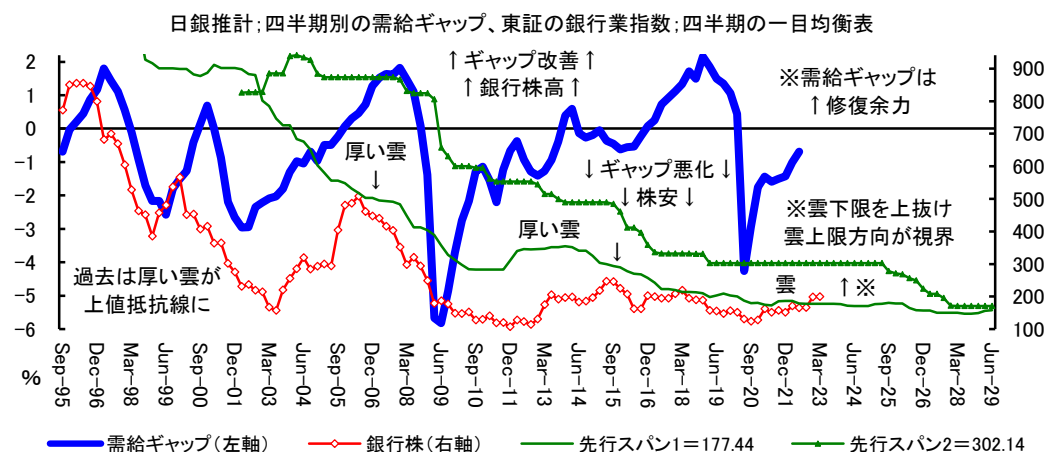
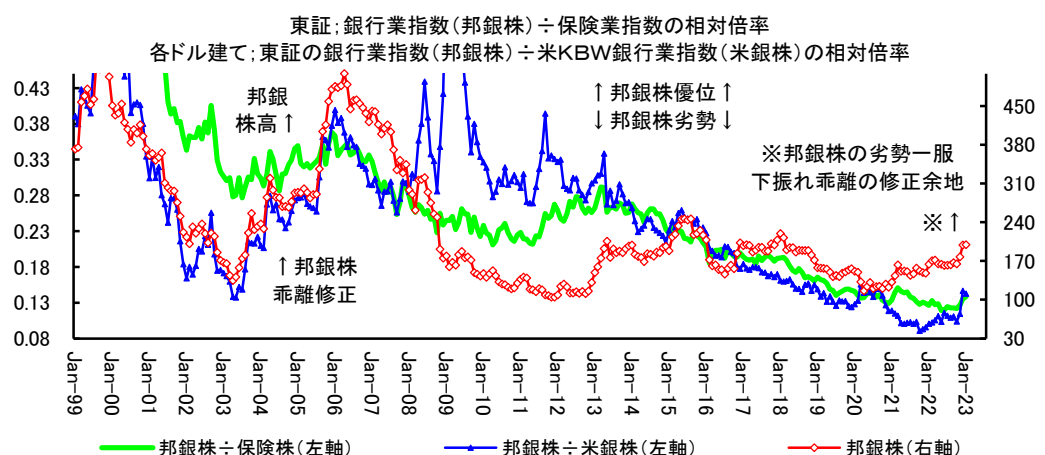
その前では1989年3月から1989年12月にかけて、+1.1%から+3.0%前後でのプラス化が続いた。当時はバブル影響もあったが、銀行業指数はその10カ月間で+19%の上昇となっている。

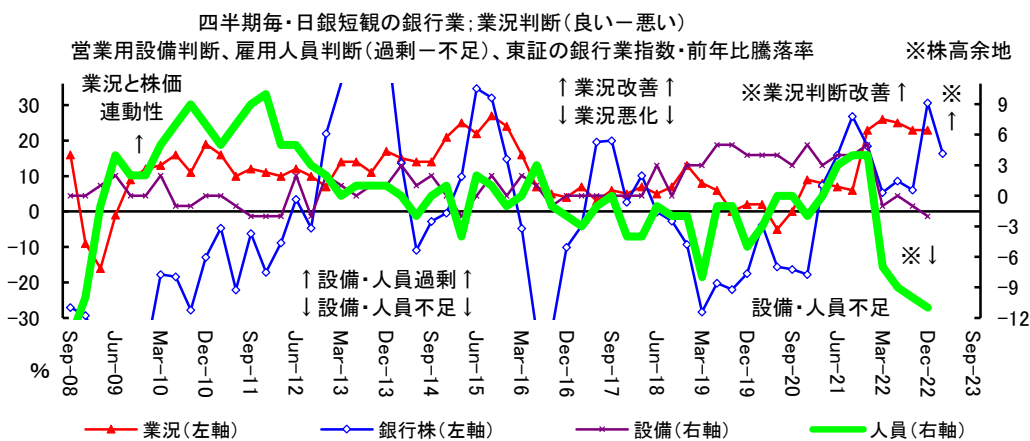
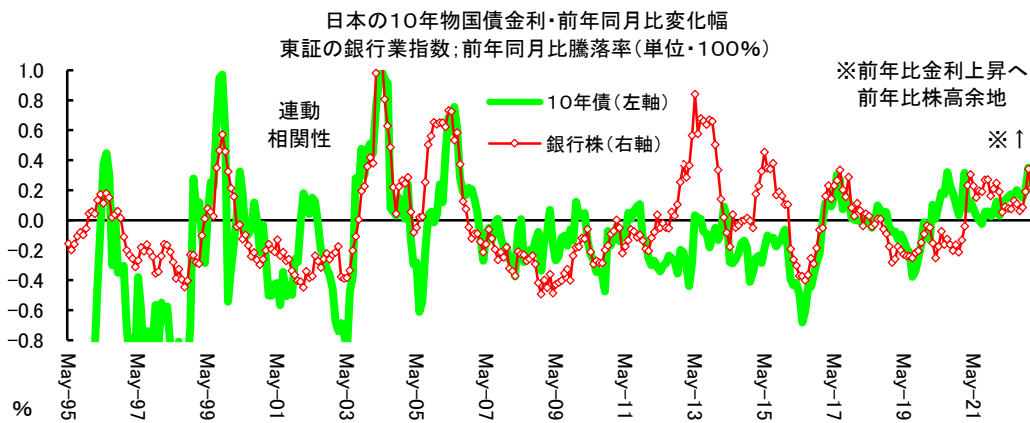
今回の場合、日本では日銀による昨年12月の緩和修正もあって、当面は10年債金利の「前年同月上昇」が定着していく。現状から大幅な金利上昇と国債価格の急落があれば、銀行は保有国債の損失悪化という大打撃を受けるが、日銀が金利許容上限の「0.25%から0.50%前後への変更」を死守している限り、前年比での金利上昇幅は+0.25%前後に抑制される。

過去実績では金利の大幅上昇（国債価格は急落）の局面を含めて、「前年比」での10年債金利上昇は利ざや改善効果のほか、背景にある景気・物価の改善もあり、「前年比」での銀行収益改善や銀行株の上昇が連動支援されてきた。今年は12月まで「前年比」金利上昇の定着余地があり、連動した前年比での銀行株上昇が担保されやすい。

実際の銀行収益面については、昨年12月の日銀短観で底堅さが示された。コロナ打撃からの反動と経済正常化の広がり、リベンジ消費やインバウンド復活、企業の設備投資増加、一定の貸出金利引き上げ、一定の利ざや改善、円安などによる貸出先企業の収益増加などもあり、銀行業の業況判断（良い－悪い）は+23となった。前回と同水準ながら、2020年6月の－5を直近最低とした回復傾向が維持されている。

日本の銀行業は構造面で、現在もオーバーバンキングなどの数の多さ、過剰供給が懸念されている。しかし、最新の12月短観で銀行業の営業用設備判断（過剰－不足）は－2（前回－1）、雇用人員判断は－11（－10）となり、それぞれ「不足超過」が示された。設備面や人員面では余剰が膨らんでおらず、個別の銀行ベースではリストラやスリム化の部分的な進捗が示唆されている。過去実績では設備や人員の余剰化で銀行株は下落しやすく、その点では株価の下支え要因となる。





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。