

日本の公益株、「安全資産株」復権余地にらむ 国債やインフレの不安、価格転嫁、原発対応進展など

2023/8/25 (金)

日本の公益株（電力、ガスなどのエネルギー、水道等）は、「安全資産株」としての復権余地が焦点になってきた。2007 年以降は日本での複合デフレや産業空洞化、原発事故などにより、長期低迷が続いてきたが、足元では国債不安やインフレ高止まりに対するヘッジのほか、国債価格下落＝金利上昇リスクと物価上昇に対しての一定の配当利回り、根強い円安・資源高に対しての一定の価格転嫁力、処理水放出を含めた原発問題の対応進展などがプラスの材料となりつつある。

2007 年以降の長期低迷、底入れ反転の機運

「(世界的に公益株は出遅れているが) 世界公益企業の業績はコロナ・ショックを経ても、事業が日常に必要な不可欠であることから、他の業種と比べて変動が小さくなっている」、「世界的な資源エネルギー価格の高騰に対し、各国では政治圧力による価格抑制策もあって公益企業は利益が抑えられているが、非規制下事業での電力の販売価格は長期契約が多く、発電の燃料の調達なども長期契約やヘッジを行っていることから影響は限られている」――。

スイス・ジュネーブに拠点を置く海外運用機関大手・ピクテ投信は、世界の公益株に関してこのような前向き判断を行っている。

その他、ピクテでは公益株の打たれ強さを支援する要因として、1) 政治的な公共料金の引き下げ圧力に対しての再生エネルギー開発の公的支援（グリーン・シフトに取り組む公益企業にはプラス）、2) 景気悪化リスクに対するディフェンシブ株としての抵抗力（景気悪化でも電力・ガス・水道などの利用は不可欠）、3) インフレは、公益企業が保有する土地・建物・施設の資産価値を向上させる――といったポイントを挙げている。

その中で日本株市場では、公益に関係する東証の電気・ガス業指数に底堅さが見られている。8 月以降は米日株に複合打撃が覆っているが、同指数の月初来成績は 22 日時点で +2.7% 前後と逆行のプラス圏を保っている状態だ。全 33 業種中では上位 4 番目という健闘となっている。

8 月以降は岸田政権が福島原発について、処理水の海洋放出を具体化。引き続き被害業界や国民不安などへの配慮は求められるものの、電力株自体は「原発問題の進展」がプラスの材料となってきた。一つの障害クリアを受けて、良くも悪くも原発再稼働の広がりがある焦点になっている。

それ以外でも公益株については、国債不安の高まりやインフレ上昇リスクに対する耐性とヘッジ需要

のほか、国債価格下落＝金利上昇リスクと物価上昇に対しての一定の配当利回りの高さ、根強い円安・資源高に対しての一定の価格転嫁力などが株価の支援材料となっている。

東証の電気・ガス業指数は 2007 年以降、急落と長期低迷が続いてきた。背景には日本での複合デフレや企業の海外移転と産業空洞化、内需縮小、原発事故、関連業種に関しての規制改革や輸出促進策の不十分さ、国内での賃金低迷などによる価格転嫁の制約などが影響している。しかし、ここに来ての脱デフレや裏表でのインフレ懸念と国債不安、さらには賃上げもプラスとなる一定の価格転嫁の可能余地、岸田政権による再生エネルギーの国策支援策などを受けて、公益株は「安全資産」としての復権余地が焦点になっている。

電気・ガス業指数の長期トレンド判断で参考になる四半期テクニカルでは、四半期の一目均衡表チャートで長期上値抵抗線の上抜けを巡る重要攻防に直面してきた。先行スパンの雲下限（8 月時点で 469、来年後半にかけて 428 方向に切り下がり）というラインで、2011 年の原発事故以降、強力な上値抵抗線になっている。

日本の公益株÷世界債券指数、公益の劣勢歯止め

その前でも日本での円高・デフレや金融不安を含めた長期低迷時の 1994 年から 2005 年にかけて、強力な上値抵抗線として君臨してきた。直近の電気・ガス業指数は 8 月の高値が 460 となり、雲下限 469 が視界に入っている。先行き上下動を経ながらも上抜け突破できると、上値余地が大きく拡大。先行き雲上限（8 月時点で 734、2025 年末にかけて 734 で横這いの形状）方向が上値ターゲットとして視界に入る可能性を秘めている。

過去は 2005 年 7―9 月に小泉郵政改革や電力自由化期待などで、四半期ベースでの雲下限を上抜け突破。その後は約 15 カ月後となる 2006 年 10―12 月にかけて、雲上限まで一気に駆け上がる株高モメンタムの加速が観測されている。

現在は世界的に国債不安が高まっており、米国などでインフレ高止まりや公的債務の累増、国債の増発、中銀の利上げ影響等による利払い負担の増加などが懸念材料になっている。

日本でも 21 日、来年度 2024 年度の一般会計予算で、各省庁からの概算要求総額が 110 兆円を超える見通しであることが明らかになった。同時に財務省は概算要求で、国債の利払い費を算定する際の想定金利を 1.5% とする方針としている。日銀の緩和修

正などで長期金利が上昇しており、23 年度予算比では+0.4 ポイント引き上げる方向だ。日本でも財政赤字と国債増発、利払い負担の増加などが、国債の先行き不安を高めている。

その中で東証の電気・ガス業指数（日本の公益株）÷世界債券指数の相対倍率では、2007 年前後からの電気・ガス業指数の長期劣勢に底入れ機運が見られ始めた。債券指数は「国債と社債を合わせたブルームバーグ・グローバル総合指数」としたベースで、相対倍率は 8 月 22 日時点で 1.02 となっている。月末比較では前月の 0.98 から電気・ガス業優位方向の上昇となり、今年 3 月の 0.78 や 2021 年 11 月の 0.60 をボトムに電気・ガス業の長期劣勢が底入れとなってきた（公益>債券）。

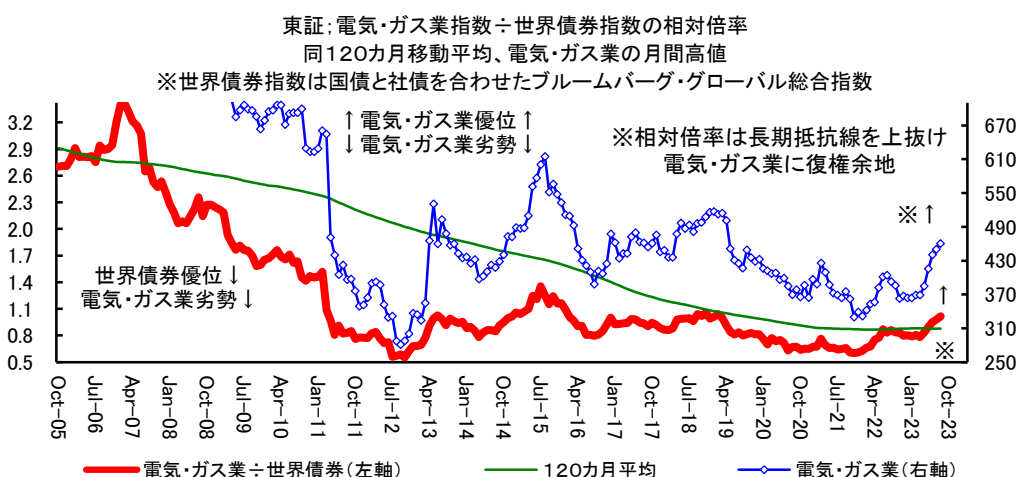
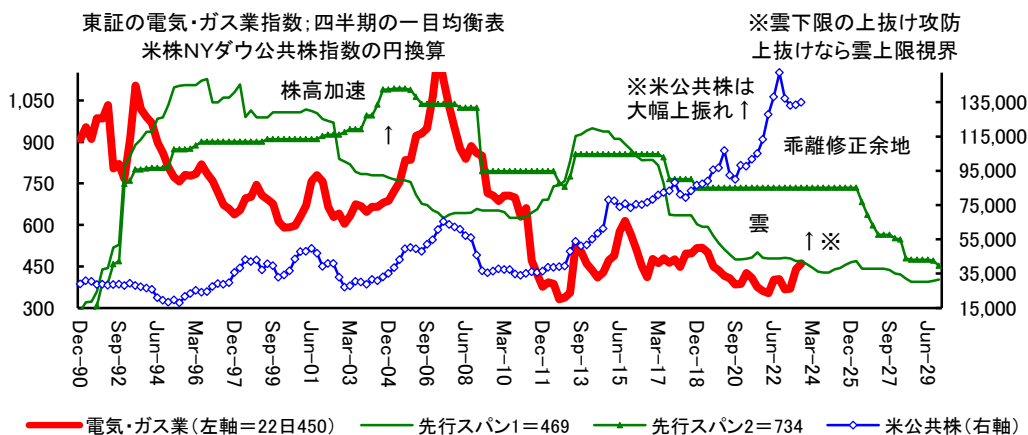
同倍率は足元で 120 カ月（10 年）移動平均線の節目も上抜け突破してきた。実に 2007 年以来的の上抜けとなっている。120 カ月平均の方向角度も、電気・ガス業優位への長期トレンド転換を示唆する上向き化へと向かい始めた。

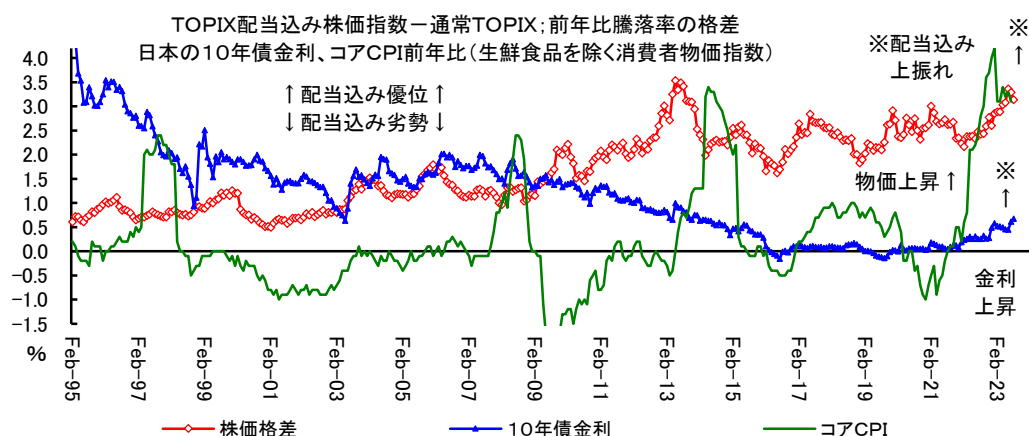
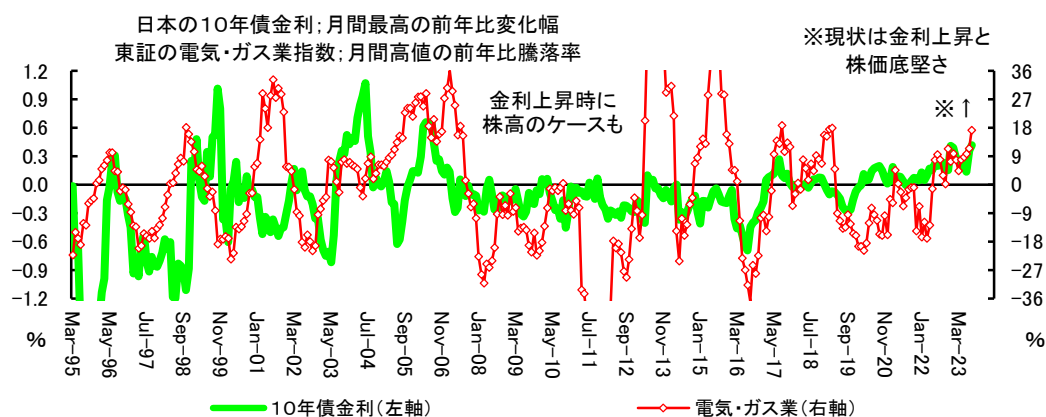
改めて 2007 年前後以降における世界的な低イン

フレと国債金利の低下（国債価格は上昇）、連動した各国での国債増発と公的債務増加への抵抗感低減、日本でのデフレ深化と安全逃避資産である国債への資金滞留、国債との比較での公益株の劣勢——といった長期トレンドについて、潮流の変化と相場環境の歴史的な転換が注目されそうだ。

なお、ピクテの過去分析によれば、公益株を含めた高配当企業の増配率は、インフレ率を上回る傾向にあるという。

背景としては、「公益企業は電力・ガス・水道などの日常に不可欠なサービスを提供し、参入障壁が高く寡占化が進んでおり、値上げ力と収益の安定性がある」、「公益企業を統制する各国・各地域の規制当局では、インフレ率を公共料金設定の目安としているケースが多い」、「公益企業の中には、インフレ率を上回る配当支払いを配当政策で明言している企業が多くある」といった点を指摘。そのうえで米国企業の増配率とインフレ率の推移を過去 140 年余りの長期でみてみると、「増配率はインフレ率を上回って推移している」（同）とされる。





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。