

MSCI 日本株、先進国株比「長期劣勢」底入れ

相対倍率は 14 年超の下振れ歯止め、修復余力残存

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/9/6 (水)

世界の機関投資家が参考にする MSCI 先進国株指数（ドルベース）では、日本株の他の先進国株（KOKUSAI 指数、日本株を除く）に対する長期劣勢に底入れ機運が見られ始めた。相対倍率はリーマン・ショック後、2009 年以降の下振れ基調に歯止めが掛かってきている。2009 年以降に他の先進国株は過去最高値を大きく更新しており、日本株はバブル時の過去高値が「適正値を超えた参考記録」としても、出遅れ修正の修復余力は残存している。日本株は脱デフレや企業統治改革、貯蓄から投資、円安プラス面なども、相対劣勢を挽回させる。

植田日銀、デフレ教訓で「資産価格」一定配慮も

「植田和男総裁を始めとした現在の日銀は、日本がデフレに陥った 1998 年以降の 25 年にわたる金融政策を最長 1 年半かけて検証している。米欧など他の先進国との比較でいえば日本特有のデフレ深化について、株価など資産価格の長期低迷も一因として見逃せない。植田日銀が過去検証を踏まえて今後の金融政策を行うとなれば、デフレ完全脱却とデフレ逆戻り阻止のため、資産価格には一定の配慮を続けるのではないかと」――。

あるヘッジファンドの幹部は、このような指摘を行う。

過去に植田総裁は日銀審議委員（1998－2005 年）を退任したあとの 2012 年、大学教授として「非伝統的金融政策の有効性：日本銀行の経験」と題するレポートを取りまとめた。1990 年代後半以降の日銀による量的緩和を含めた非伝統的金融手段について、政策目的の一つである「資産価格への影響（ポートフォリオ・リバランス効果など）」という点での検証を行っている。

非伝統的手段の導入は、当時の複合デフレの一因である「資産デフレと付随したデフレ心理の改善」も目的とされていた。しかし、その検証レポートでは、「日銀による政策の一部は資産価格に予想された影響を与えたが、日本はデフレや低成長から脱出できなかった」、「実施された政策は、実体経済のデフレ傾向をはっきりと変えるには力不足だった」といった総括が行われている。

その点で今後は植田総裁自身による過去検証も踏まえて、物価目標の達成とデフレ完全退治までは、「資産価格に予想された影響」を与え、「実体経済のデフレ傾向をはっきりと変え得る」一定の緩和策継続が注目されやすい。

一方で現在は良くも悪くもながらの日銀による緩和堅持もあり、日本株は長期スパンでの他の先進国

株に対する相対劣勢に歯止めが掛かってきた。世界の機関投資家が参考にする MSCI 先進国株指数（ドルベース）によると、日本株指数÷KOKUSAI 指数（日本株を除く先進国株）の相対倍率は 9 月 4 日時点で 1.153 となった。月末値比較では今年 4 月の 1.128 や昨年 10 月の 1.082 を直近最低として、日本株優位の上昇方向となっている（数字の大きいほうが日本株優位）。

同倍率のトレンドを示す 12 カ月や 18 カ月の移動平均は、方向角度が揃って日本株優位方向の上向き化へと転換し始めた。このまま定着できると 2018 年 5 月以来、約 5 年ぶりの基調好転となる。昨年以降の MSCI 日本株指数は円安・ドル高がドルベースでの上値を抑えてきたが、それでも相対倍率は 2009 年 1 月の 2.423 を直近最高とした日本株の長期劣勢について、底入れ機運が見られつつある。

2009 年 1 月といえはリーマン・ショック直後であり、それ以降に米欧など他の先進国株は長期株高トレンドへと移行してきた。すでにコロナ危機前と危機後に、軒並み過去最高値を更新している。それに対して日本株は過去最高値がバブル時という「適正値を超えた参考記録」とはいえ、他国株比で出遅れ修正の修復余力は残存している。

TOPIX の対 KOKUSAI 比、32 年ぶり下振れ歯止め

現在の日本株は他の先進国株との比較で、中銀による緩和策の持続や実質金利の低位抑制といったプラス材料がある。さらには 1990 年代以降の長期デフレから脱却機運にあるほか、企業統治（コーポレート・ガバナンス）改革の進展、岸田政権による貯蓄から投資の推進策、円安のプラス面などについても、他の先進国株に対する長期劣勢を挽回させるエンジン役となる。

最近では米金融大手ゴールドマン・サックスのストラテジストが 9 月 1 日、顧客向けレポートで「貯蓄から投資」に関係する来年初からの新 NISA 制度が、「日本株にとって最大の追い風になる」という見通しを示した（ブルームバーグが引用で紹介）。

その他、日本株のカタリスト（化学反応を促進させる材料）としては、今秋に予想される東証のコーポレート・ガバナンスに関する進捗報告の開示や、10 月下旬の日本労働組合総連合会（連合）による 2024 年・春闘基本構想の発表、日本企業による年度上期の決算発表などを挙げている。

MSCI における「日本株指数÷KOKUSAI 指数」の相対倍率では、現在と同じような 12 カ月や 18 カ月の移動平均の同時上向き化が 2017 年から 2018 年にか

けて観測されていた。同期間中に日経平均株価は、安値 1 万 9239 円から高値 2 万 4129 円へと上昇し、+4889 円幅の株高トレンドが連動形成されている。

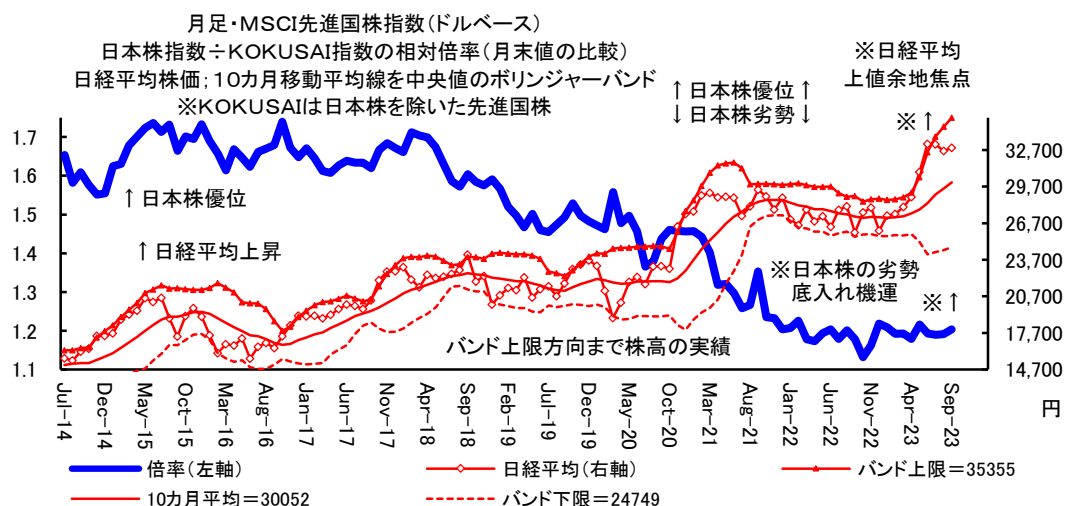
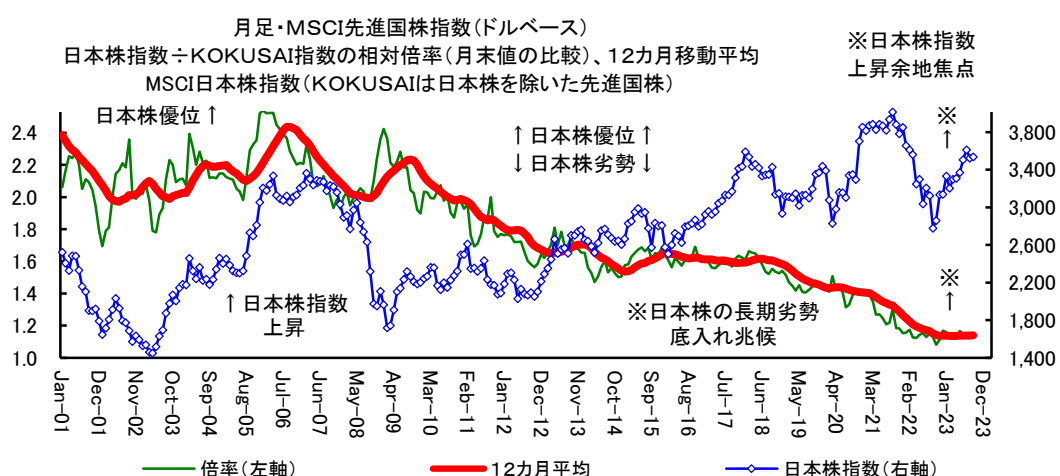
その前の同時上向き局面である 2015 年時には、+3110 円幅の株高が進展。その他、2008-2009 年には +3772 円幅、2005-2007 年には +6685 円幅の株高といった連動相関性が観測されている。今回も日本株の支援材料として注目されやすい。

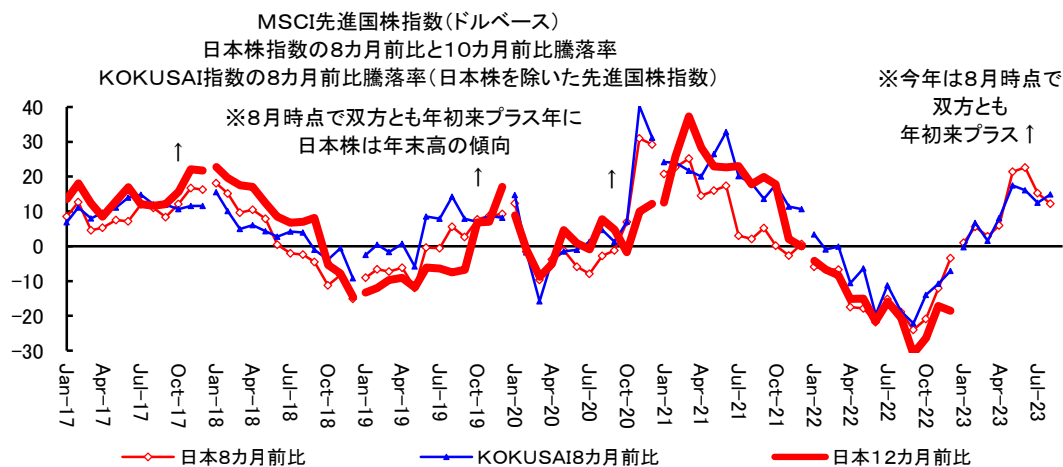
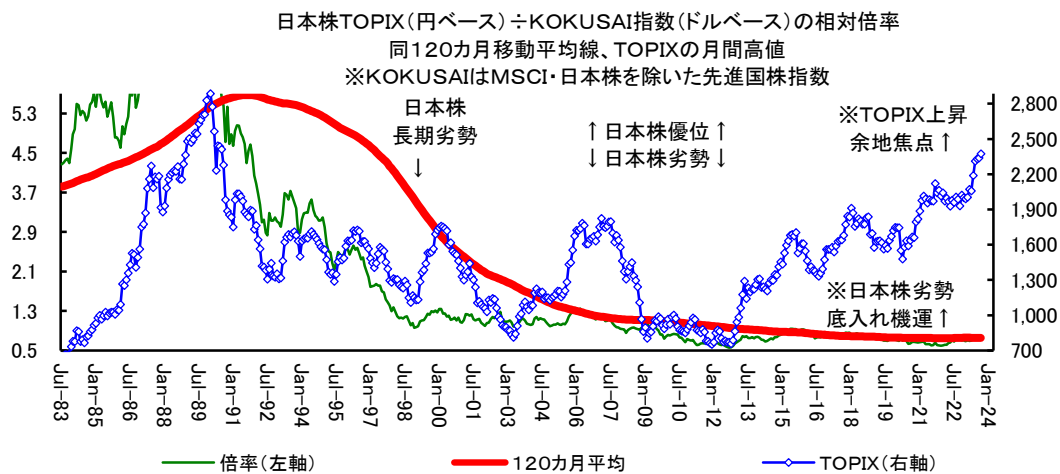
日本株は円ベースの TOPIX でも、ドルベースの MSCI・KOKUSAI 指数に対する長期劣勢に歯止めが掛かってきた。「円建て TOPIX÷ドル建て KOKUSAI」の相対倍率は直近 9 月 4 日に 0.768 となり、3 月の 0.694 や 2021 年 12 月の 0.597 など直近最低として、TOPIX 優位の上昇基調へと移行してきた。

同倍率は日本株のバブル期ピークである 1989 年

の 7.803 が TOPIX 優位の天井上昇となる形で、TOPIX の大幅下振れが長期定着している。しかし、同倍率の 10 年スパンのトレンドを示す 120 カ月移動平均は、方向角度が長期の下向き化を経て、昨年以降は上向き化へと転換しつつある。実に 1991 年以来、約 32 年ぶりとなる TOPIX 相対優位の上向き化という、トレンド変化が観測され始めた。

ちょうど現在は 1991 年以降における日本での長期デフレからの脱却や、中国隆盛・日本衰退の一服といった時代変化が焦点になってきた。MSCI 日本株指数や TOPIX、日経平均といった日本株のインデックスに関しては、約 30 年超にも及んできた「対先進国株比での大幅な出遅れと下振れ劣勢」に関して、乖離修正の株高余地が注目されそうだ。





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。