

邦銀株、全体株比「長期劣勢」修正の余地 マイナス金利や異次元緩和の前段階まで正常化の余力

2023/9/15 (金)

日本の銀行株（邦銀株）は大幅反発となってきたが、TOPIX 総合や日経平均株価などの全体株に対しては、長期の相対劣勢に修正余地が残存している。東証の銀行業指数は 2008 年のリーマン・ショック前以来の高値を回復する一方、全体株との相対倍率では 2018 年時以来の水準回復にとどまっている。今後は金融政策の正常化やデフレ完全脱却などを視野に、2016 年の日銀によるマイナス金利導入や 2013 年の異次元緩和開始の前段階などに向けた銀行株の「正常化」修復余力が注目される。

銀行株指数、長期の上値抵抗線を上抜け

「金融庁は 2016 年 3 月から導入された日銀マイナス金利政策が、3 メガ銀行グループの（翌年度）2017 年 3 月期決算で少なくとも－3000 億円程度の減益要因になるとの調査結果をまとめた。同庁は収益悪化が銀行の貸し付け余力の低下につながるとみて、日銀に懸念を伝えた」――。

2016 年 8 月、日本経済新聞はこのような内部情報を伝えている。

それから 7 年前後の時間を経て、9 月 9 日に日銀の植田和男総裁が「賃金と物価の好循環を見極めるのに十分な情報やデータが、年末までにそろう可能性も」（読売新聞）と前向きな見通しを示した。直後から日銀のマイナス金利政策については、年末から来年前半にかけての解除観測が高まっている。

単純にマイナス金利の終了は銀行に対し、利ざや改善などを通じて「減益要因の剥落」につながりやすい。すでに日本株市場では先回りで銀行株が大幅反発となっているが、マイナス金利解除のみならず、先行きの異次元緩和と修正と金融政策の正常化、裏表でのデフレ完全脱却とマイルドなインフレの環境醸成といった銀行株へのプラス材料が織り込まれつつある。

東証の銀行業指数は 12 日時点で月間高値が 265.99 となり、リーマン・ショック直前である 2008 年 8 月以来の高値を回復してきた。一方で 1990 年以来的高値へと先行上昇している全体株指数との相対比較では、長期の下振れと出遅れが続いた状態だ。先行き銀行株の重石となってきた日銀緩和や超低金利、デフレなどの修正に連動して、相対劣勢の修復と正常化の株高余地が注目されやすい。

「銀行業指数（銀行株）÷TOPIX 総合」や「銀行業指数÷日経平均株価」の相対倍率は、9 月 12 日時点で 2018 年以来的の水準という銀行株優位への回復にとどまっている。「銀行株÷TOPIX」の月間高値比較でいえば、12 日時点で 0.111 という水準となって

いた（数字が大きいほど銀行株優位）。直近最低である 2021 年 11 月の 0.072 からは銀行株の劣勢が修復されてきたが、マイナス金利導入の直前である 2015 年 12 月の 0.135 などと比べると距離がある。

単純に現在の倍率 0.111 に対して 0.135 は、約 1.21 倍という水準だ。12 日の銀行株 265.99 に掛け合わせると、323 方向への株高余地が無視できない。先行き異次元緩和の修正を本格的に織り込むとなれば、逆戻りの起点となる緩和開始直前の 2013 年 3 月は 0.164 という相対倍率にあった。現状の倍率からは約 1.48 倍であり、12 日の銀行株にあてはめると 394 方向への戻り余地が意識されていく。

すでに東証・銀行業指数のテクニカル面では、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、2022 年 12 月から先行スパンの雲下限を上回ってきている（9 月 12 日時点では 177 前後に位置）。雲下限は 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実績がある。

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、一段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。

金融業「売上高」全産業比、株価ほどは低下せず

同じく四半期のテクニカルでは 2000 年以降、70・四半期の移動平均線も強力な上値抵抗線となってきた。しかし昨年後半から同ラインを上抜け突破してきたことで、上値余地が拡大。四半期の 70 期移動平均線を中央値としたボリンジャーバンドでは、次なる上値メドとしてバンド上限 340 方向（9 月 12 日時点）が視界に入ってきている。

もっとも日本の銀行業界については、日銀緩和策以外でも「過去比」で複合的な逆風に見舞われている。国内での空洞化や人口減、国内市場縮小、銀行を介さない IT 金融（フィンテック）拡大、企業による現預金保有増と資金調達手段の多様化、貸出先難、地方衰退、国内でのイノベーション減退や成長企業の減少などだ。その点で全体株に対する銀行株の相対倍率は、修復の上昇に制約がある。

それでも総務省と経済産業省による全国の企業調査「経済センサス・産業横断的集計」によると、金融業・保険業の売上高は全産業合計に占める割合が 2020 年に 7.0%となっていた。2015 年時の 7.7%や 2009 年時の 8.5%からは低下しているものの、低下

幅は限定的となっている。日本株市場における「銀行株÷全体株」ほどの大幅な相対劣勢には至っていない。こうした実際の売上高シェアと比較しての銀行株の相対下振れもまた、乖離修正による銀行株の反発余地として注目されそうだ。

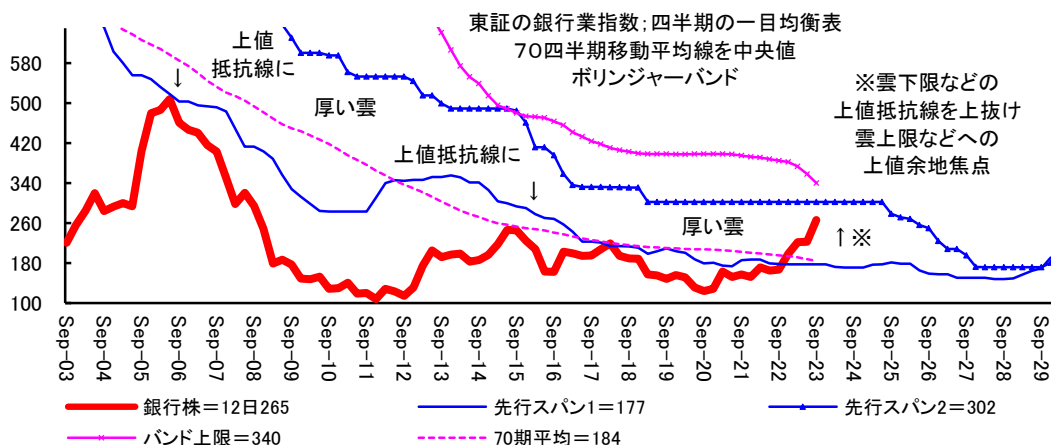
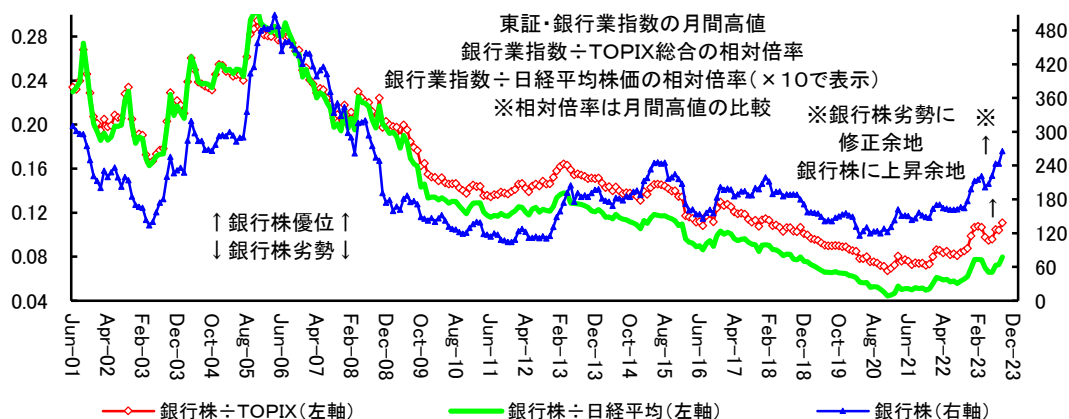
その他、現在の銀行株は10年債金利の上昇が、長短金利差の拡大と利ざや改善などを通じて株高の要因となっている。現在は適度な良い金利上昇ながら、先行き国内の経済・企業への悪影響や不動産など資産への打撃、国債価格の一段安などを通じて、「悪い金利上昇と銀行株の下落」に移行する余地に残されている。

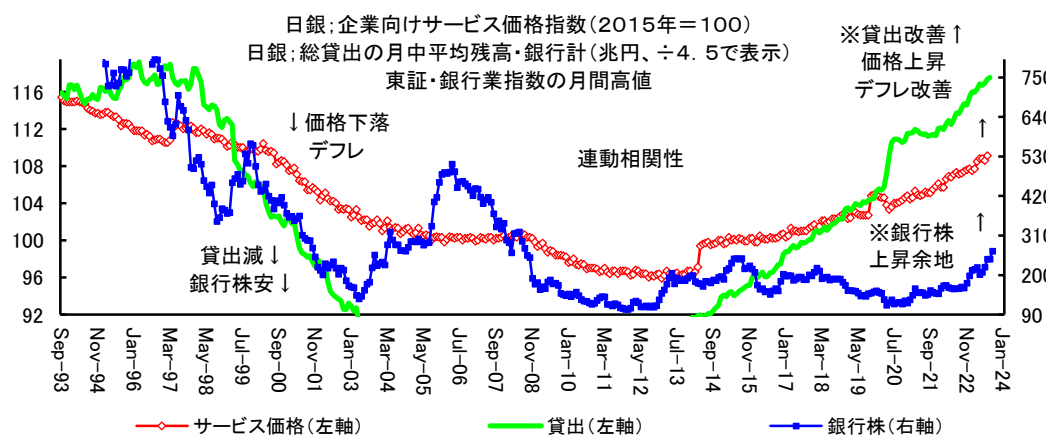
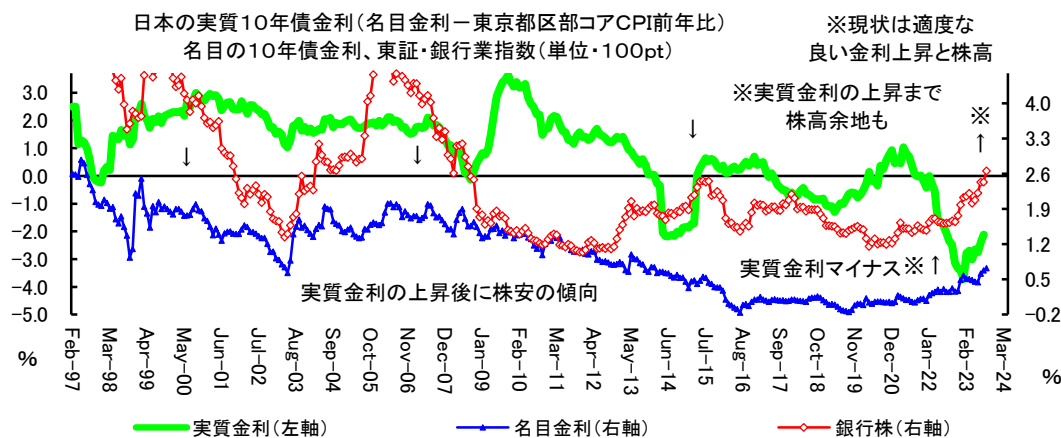
過去に10年債金利と銀行株が同時に上昇する好連鎖局面では、名目金利の上昇が実質金利の押し上げへと波及してきた段階で株安に転じている。実質金利の上昇が経済や企業、資産価格などに打撃をもたらし、引き締めの冷却効果が銀行株を遅延で反落

させている。

その点、現在は8月に10年債金利の月間最高が0.68%前後となっていた。それに対して同月の東京都部コアCPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）は、前年比+2.8%となっている。結果、「名目金利ーコアCPI前年比」による参考の実質10年債金利は、まだー2.1%とマイナス圏に抑制された状態だ。

最近では今年1月のー3.7%を直近最低として、実質金利はジワリと切り上がっている。それでも1987年以降の過去36年では、過去最低レベルのマイナス圏が維持されている。過去には同実質金利がプラス圏や+1%から+2%超えに上昇してきたところで、銀行株は頭打ちから反落に転じてきた。その点、現在は日銀による10年債金利「1%上限」抑制策の継続や、物価の下げ渋りもあり（金利<物価）、実質金利のプラス圏への上昇は来年以降に後ズレする可能性がある。





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。