

日本株の年初来、他の先進国株比で優位に

MSCI、双方プラス局面では5年半ぶり、持たざるリスク

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/9/27 (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）によると、日本株は他の先進国株比で年初来成績が優位になってきた。9 月末の月間で日本株優位が固まると、双方プラス成績の局面では約 5 年半ぶりとなる。MSCI 日本株は円安によるドル換算での目減りを株価の底堅さがカバーしており、海外の各種投資家による年末決算に向けては「日本株の持たざるリスク」を喚起し、日本株の買い足しと年末高が支援されやすい。米日金利差の約 21 年ぶり日本低位なども、日本株の相対優位につながる。

日米の中銀、逆方向のオーバーシュート対応余地

「米国のパウエル FRB 議長は 20 日の FOMC 後に、インフレ率が物価目標の 2% に持続的・長期的に低下すると確信できるまで、金利は制約的なまま維持する方針と強調した。かたや日銀の植田総裁は 22 日の政策会合後、物価 2% の目標が持続的・安定的に実現できるまで、粘り強く金融緩和を継続していく、と改めて説明している」、「現状段階での両氏の決意表明は、来年に向けた米国の物価下振れまでの引き締めスタンス継続と、日本の物価 2% 超え安定化までの緩和スタンス継続として意識されやすい」――。

海外のヘッジファンド関係者などからは、こういった解釈が聞かれる。

しかも植田総裁は 22 日、マネタリーベース拡大の量的緩和策について、コア CPI（生鮮食品を除く消費者物価指数）の前年比が安定的に 2% を超えるまで拡大方針を継続すると確認。いわゆる「オーバーシュート型コミットメント」を堅持するとしている。来年に向けては日銀による一定の物価上昇容認、かたや FRB は物価低下でもインフレ警戒の一定継続という、「正反対のオーバーシュート対応余地」が注目されそうだ。

株価への影響でいえば、日本株は物価が高止まりしても基本的な緩和策が維持されることや、金利の他国比・低位抑制、こうした要因による実質金利の低位方向（名目金利－物価変動率）、円高圧力の抑制などが株高材料となる。反対に米国では物価が下落しても一定期間は引き締めスタンスが持続されることや、政策金利と長期金利の高止まり、こうした要因による実質金利の上昇余地、根強いドル高圧力などが株安材料となる。

その中で国際分散投資を行う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、日本株が他の先進国株に年初来成績で優位になってきた。これまで日本株指数は円安によるドル換算で

の目減りや、米国株の AI ブームなどに対しての材料不足、中国減速の打撃などもあり、相対劣勢が続いてきた。しかし、9 月 14 日前後からは、日本株が相対優位へと浮上。米国など他国比での金利上昇の抑制や、日本の独自要因である銀行株の長期低迷修正と追加経済対策への期待、円安のプラス効果、AI バブルの影響限定などが支援材料になっている。

9 月 25 日時点で MSCI の日本株指数は、年初来成績が +12.2% となっている。それに対して日本株を除いた先進国株の KOKUSAI 指数は +10.5% となった。

「日本株－KOKUSAI」の成績格差は、+1.7% の日本優位となっている。このまま月間成績として 9 月末まで日本優位が維持できると、双方プラス成績の局面では、2018 年 2 月以来、約 5 年半ぶりの現象となる。

過去実績として双方プラス成績というリスク選好のなか、9 月末時点で日本株優位となっている年には海外の各種投資家に対し、年末決算に向けた「日本株を持たざるリスク」を喚起させてきた。年末にかけては海外投資家の買い足しもあり、日本株は年末高となるパターンが目立っている。

米日金利差は 21 年ぶり日本低位、日本株支援

最近では 2013 年の 9 月に年初来成績比較で、日本株が +29.2% の相対優位となっていた。最終的に同年 12 月末の MSCI 日本株指数は、年初来成績（前年末比）が +24.9% のプラスとなっている。当時の財務省・対日株式投資状況では 9 カ月間のネット売買累計で、同年 12 月に +12.1 兆円という海外勢からの買い越し増加が連動観測されていた。

その前では 2010 年の 9 月に、日本株が +0.3% の相対優位となっている。今年と同じように日本株の優位率は僅かながら、日本株指数は 12 月末に前年末比 +13.4% のプラス成績となっていた。

こうした 9 月末時における双方プラス成績での日本株優位（日本株－KOKUSAI）は、1971 年以降の過去 52 年のうち 17 回のケースがあった。その全てにおいて MSCI 日本株指数の 12 月末は、前年末比で最低でも +10% から +20% のプラス成績となっている。

背景としては国際分散投資での成績基準となる MSCI 先進国株指数のリターンに負けないよう、もしくは追いつくために、国別成績で優位にある日本株の組み入れが増加することや、日本株をアンダーウェイトさせている海外投資家からは、見直しの日本株買いが増加することなどがある。

現在の日本株は米国など他の先進国株に対して、相対的な金利上昇の抑制がプラス材料になってきた。

10年債金利の「米国－日本」金利差でいえば、9月は25日段階で+3.79%の米国優位となっている（月間最高金利の比較）。昨年10－11月に続き、2002年以来、約21年ぶりの米国優位・日本劣勢となっている。

過去実績として米国高位・日本低位による米日金利差の拡大時には、日本株に上昇モメンタムが点火されてきた。背景としては為替相場でのドル高・円安、もしくは過度な円高の抑制効果のほか、長期金利の水準見合いでのバリエーション面での日本株の相対割安、資金調達や債務負担などでの日本企業の優位環境などが、日本株にプラスの材料となっている。

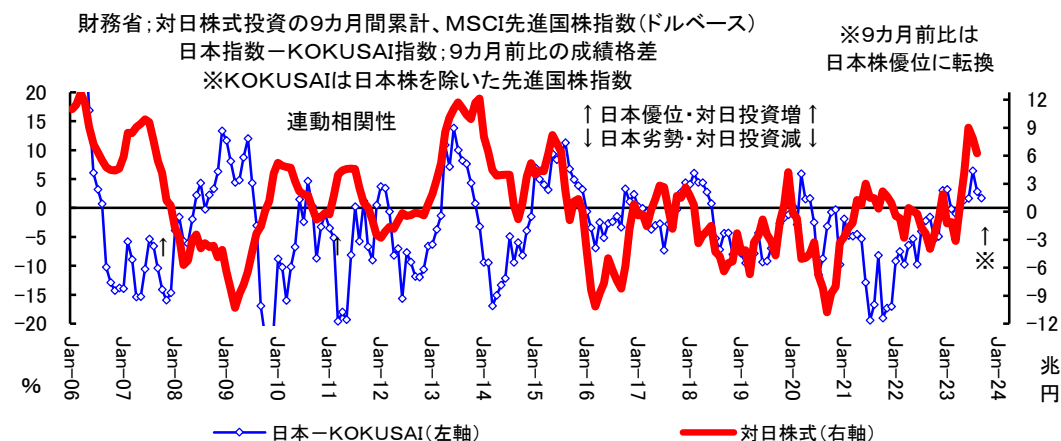
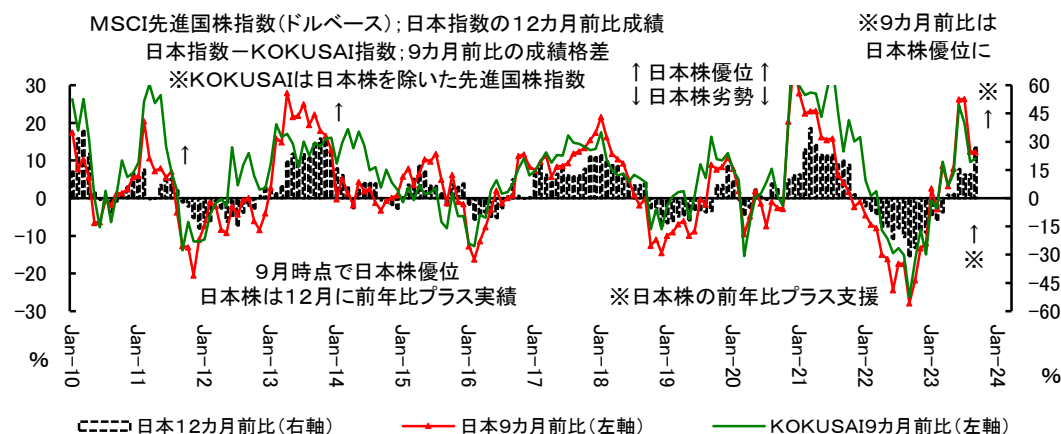
過去には米日金利差が1999年1月の2.79%から、同年4月には3.57%、5月には4.19%へと拡大する場面があった。日経平均株価の月間高値は同年4月から1年後となる2000年4月にかけて、+3667円幅の株高トレンドが連動形成されている。

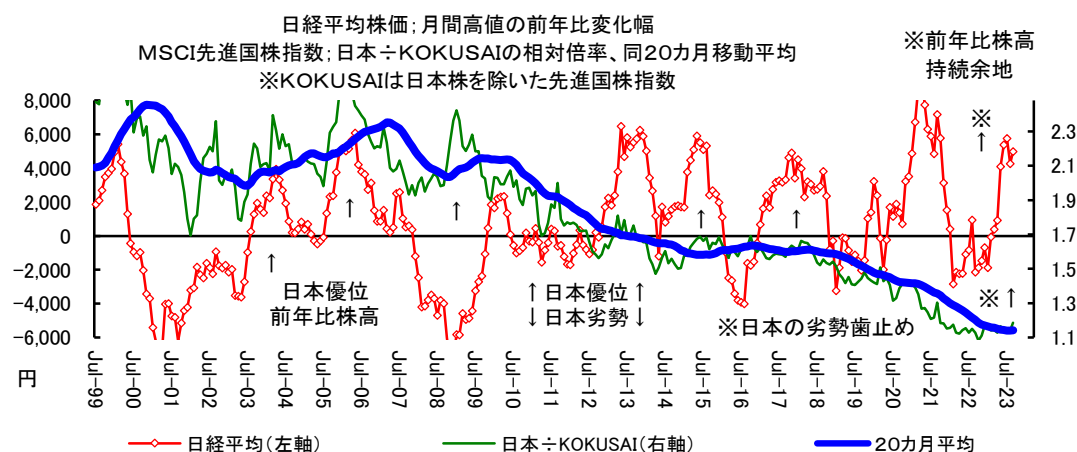
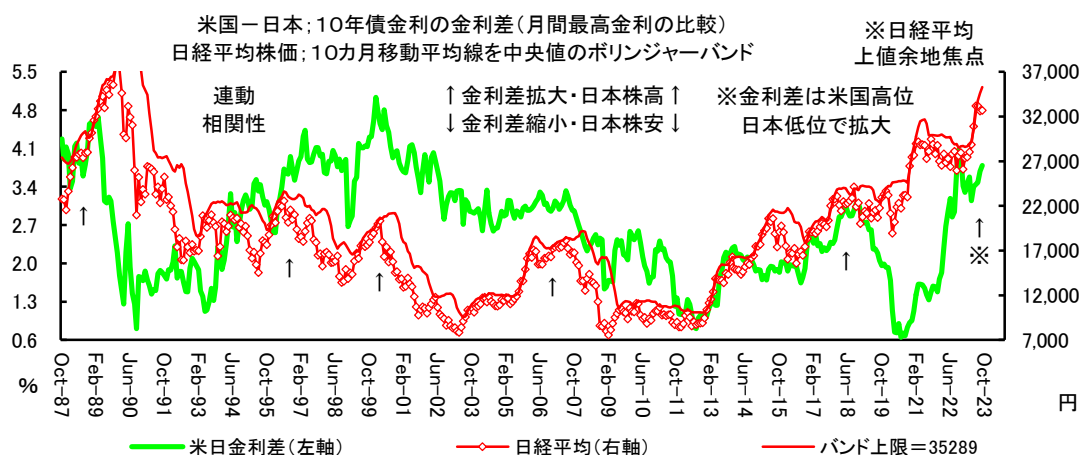
その前では米日金利差が1996年11月の3.52%か

ら、翌1997年1月には現在と近い3.87%へと拡大した。日経平均の月間高値は同月から6カ月後にかけて、+1197円幅の株高が連動支援されている。

MSCI先進国株指数では「日本株÷KOKUSAI」の相対倍率でも、日本株の長期劣勢に歯止めが掛かってきた。9月25日には1.19となり、月末値比較では8月の1.14から日本株優位の方向に上昇となっている。最近では2018年2月の1.66を直近最高として、日本株の下振れと相対劣性が長期化してきた。しかし、2022年10月の1.08をボトムとして、底入れから日本株優位の基調へと転換しつつある。

同倍率のトレンドを示す12カ月や20カ月といった移動平均は、方向角度が日本株優位の上向き化へと転換し始めた。最近では2018年4月以来の同時上向き化となっている。過去実績としてこうした同時上向き化が定着する局面では、最低でも1年超の期間にかけて、日経平均株価は月間高値比較で「前年同月比株高」が継続するという連動パターンが繰り返されてきた。





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。