

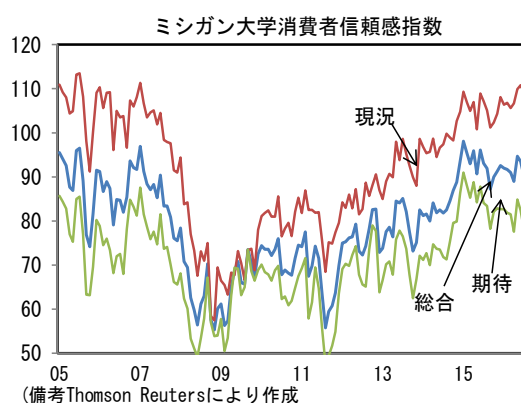
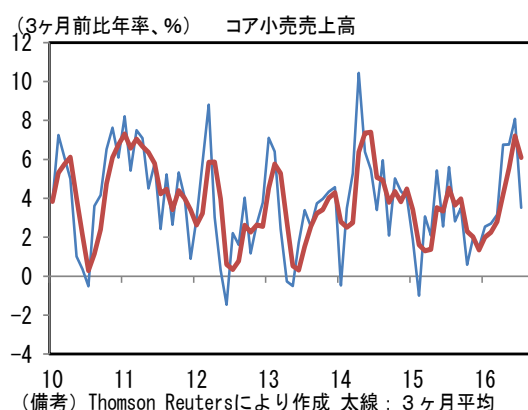
かつてと重みが違う 2%超の利回り

2016年8月15日(月)

第一生命経済研究所 経済調査部
主任エコノミスト 藤代 宏一
TEL 03-5221-4523

【海外経済指標他】

- ・ 7月米小売売上高は前月比±0.0%と市場予想(+0.4%)に反して横ばいとなった。自動車(+1.1%)が堅調に推移した一方、ガソリン(▲2.7%)が大幅に減少。それらを除いたベースでは▲0.1%と6ヶ月ぶりの減少となった。最重要項目のコア小売売上高は前月比±0.0%と9ヶ月ぶりに伸びが途切れ、3ヶ月前比年率では+6.1%へとモメンタム鈍化。スポーツ・レジャー、百貨点、衣料・装身具など選択的支出項目が押し並べて弱く、やや気掛かりな内容。
- ・ 8月ミシガン大学消費者信頼感指数は90.4と7月から0.4pt改善したものの、市場予想(91.5)は下回った。ヘッドラインは15年央以降のレンジ内での推移が続いている。8月の内訳は、現況(109.0→106.1)が軟化した反面、より重要な先行き(77.8→80.3)が改善。予想インフレ率は1年先が+2.5%へと0.2%pt低下した一方、5年先が+2.6%で変わらず。



【海外株式市場・外国為替相場・債券市場】

- ・ 前日の米国株は小幅反落。高値警戒感が燦るなか、米指標の予想比下振れを受けて利益確定売り優勢。欧州株も軟調だった。WT I 原油は44.49ドル(+1.00ドル)へと反発。ベーカー・ヒューズ公表の稼動リグ数(464→481)が大幅に増加したことから需給懸念が生じる場面はあったものの、USD安が支援材料となった。
- ・ 前日のG10 通貨はJPYが最強となり、それにNOK、CADが続き、反対にAUDとGBPの弱さが目立った。USD/JPYは米小売売上高の予想比下振れを受けた米金利低下に歩調を合わせて一時101割れとなった後、101前半で越週。
- ・ 前日の米10年金利は1.514%(▲4.6bp)で引け。米指標の予想比下振れを受けて年内利上げ確率が後退(49.0%→42.3%)。欧州債市場は総じて堅調。米債ラリーにドイツ(▲0.108%、▲1.5bp)が追随したほか、イタリア(1.042%、▲1.9bp)、ポルトガル(2.702%、▲3.9bp)も堅調。スペイン(0.928%、+0.3bp)は1%割れの水準が意識され買いが限られたが、それでも堅調な地合は変わらず。3ヶ国加重平均の対独スプレッドはややタイトニング。英国(0.518%、▲2.0bp)も金利低下となった。

【国内株式市場・アジアオセアニア経済指標・注目点】

- ・日本株は夏休みシーズンで商いが細るなか、新規の材料に乏しく、もみ合い（10：45）。
- ・日本の実質GDP成長率（4－6月期）は前期比+0.0%、同年率+0.2%と市場予想（前期比+0.2%、同年率+0.7%）を下回った。うるう年の影響によって1－3月期が+1.2%過大に算出された反動で、4－6月期は+1.2%程度過少に算出されているとみられ、それらを除去すると小幅なプラス成長といったところ。4－6月期の内訳は個人消費（前期比年率+0.6%）が2四半期連続の増加を確保したほか、住宅投資（+21.3%）、政府支出（+0.9%）、公的資本形成（+9.5%）が強く全体を牽引。その反面、設備投資（▲1.5%）、輸出（▲5.9%）が弱く、企業部門の苦戦を浮き彫りにした。
- ・日銀の7月29日会合でマイナス金利の深掘りが見送られたことをきっかけに円債市場では10年金利が20bp程度上昇。足もとでは▲0.1%近傍での推移となっている。円金利上昇は、イールドスプレッド（ここでは配当利回り－債券利回り）の縮小を通じて株式へのポートフォリオ・リバランスを阻害する要因となるが、外債利回りも考慮してイールドスプレッドを議論した場合、寧ろ日本株の魅力が高まりつつあると言える。
- ・米国及び欧州債市場では、本邦機関投資家のヘッジ外債投資が空前の規模に膨らんでいることを一因に、FEDの利上げ先送り観測、ECBの追加緩和観測、BOEの緩和策強化などを受けて金利低下が続き、10年金利は米国が1.5%近傍、ユーロ圏平均が0.4%近傍まで水準を切り下げている。このように利回り不足が深刻な問題となるなかにおいて、2%を超えるTOPIXの配当利回りはかつてと比べてその希少性が際立っていると考えられ、日本株を下支えする効果もまた高まっていると判断される。TOPIX配当利回りと同等の利回りを10年国債で得るためには、タイ、ポーランド、ポルトガルといった信用力の劣る国へ触手を伸ばすか、米国債では30年までデュレーションを伸ばす必要があり、この点でも日本株の高利回りが説明できる。
- ・筆者は先行き12ヵ月の日経平均中心レンジを15000円としているが、①日銀のETF購入増額、②相対的な配当利回りの高さを理由に上方修正を検討している。

